

# NEWSLETTER

Sébastien Gyger, Directeur des Investissements

## « Débordement fiscal »

Aux États-Unis, les indices PMI flash ont atteint de nouveaux records en avril et, dans la zone euro, l'indice d'activité des services est repassé en phase d'expansion. L'augmentation des dépenses de consommation, résultant des plans de soutien et de l'assouplissement des restrictions permis par l'accroissement des vaccinations, a contribué à ramener le PIB américain proche de son niveau d'avant la pandémie. Les perspectives européennes sont sur le point de s'éclaircir après deux trimestres de croissance négative due aux mesures de reconfinement et aux retards dans la vaccination. Les bénéfices des entreprises atteignent un taux de croissance record au 1er trimestre et offrent un soutien aux marchés. Avec la nouvelle administration américaine, l'inondation monétaire fait place au débordement fiscal. Joe Biden a annoncé l'American Jobs Plan puis l'American Families Plan, des programmes de soutien chiffrés à 4 100 milliards de dollars. Ils seront financés par le relèvement des impôts sur les entreprises et des taxes sur les gains en capitaux des contribuables les plus aisés.

## Evolution des marchés

Les actions mondiales ont progressé de +4,4 % en avril, les Etats-Unis (S&P 500 +5,3 %) surperformant le reste du monde (MSCI EM +2,5 %, Stoxx 600 +2,2 %, MSCI Japan -2,6%). Les valeurs technologiques étaient en ligne avec le marché (Nasdaq +5,4 %), la plupart des grands noms du secteur ayant publié des résultats trimestriels au-dessus des attentes. Sur le mois, les obligations américaines à 7-10 ans ont progressé de +0,1 % (le taux US 10Y a reculé de -11bps à 1,3 %, les points morts d'inflation sont restés pratiquement inchangés). Le dollar US s'est déprécié (DXY -2.1%) et l'EURUSD est repassé au-dessus de la barre des 1,20 (+2.3% à 1.2020). Les matières premières (+8,3 %, dont le cuivre +12,1 % et l'or +3,3 %) et l'immobilier coté (REITs mondiaux +6,5 %) ont été les meilleures classes d'actifs en avril.

*En Suisse, la performance des indices de la prévoyance est positive en avril, à +0,6 % pour la LPP25+ et +1,0 % pour la LPP40+, ce qui porte leur performance sur l'année à 2,2 % et 4,7 %, respectivement.*

## Performances des marchés à fin avril 2021

Marchés Actions	Cours	Variation depuis	Variation depuis	Marchés obligataires et alternatifs	Cours	Variation depuis	Variation depuis
	30.04.2021	31.03.2021	31.12.2020		30.04.2021	31.03.2021	31.12.2020
<i>Indice</i>				<i>Taux souverains</i>			
MSCI Monde	701.8	4.37%	9.14%	Allemagne 10 ans	-0.20	9 Bps	37 Bps
<i>Etats Unis</i>				France 10 ans	0.16	20 Bps	49 Bps
Dow Jones	33874.9	2.78%	11.30%	Italie 10 ans	0.90	24 Bps	36 Bps
S&P 500	4181.2	5.34%	11.84%	Etats-Unis 10 ans	1.63	-11 Bps	71 Bps
Nasdaq Comp	13962.7	5.43%	8.55%	<i>Dettes</i>			
<i>Europe</i>				Investment Grade US	335.5	0.89%	-2.30%
Euro Stoxx 600	437.4	2.21%	10.60%	Investment Grade Europe	264.4	0.02%	-0.67%
SPI (Suisse)	14179.1	1.17%	6.39%	High Yield US	2383.5	1.09%	1.95%
CAC 40 (France)	6269.5	3.51%	13.35%	High Yield Europe	431.1	0.44%	2.60%
DAX (Allemagne)	15135.9	0.85%	10.33%	Dettes émergentes	906.4	1.91%	-2.92%
FTSE 100 (UK)	6969.8	4.09%	9.26%	<i>Devises</i>			
<i>Japon + Emergents</i>				EUR/USD	1.20	2.47%	-1.60%
Nikkei 225	28812.6	-1.25%	5.54%	EUR/CHF	1.10	-0.83%	1.54%
CSI 300 (Chine)	5123.5	1.58%	-1.59%	USD/CHF	0.91	-3.23%	3.15%
MOEX Index (Russie)	3544.0	0.06%	7.77%	<i>Matières Premières</i>			
S&P BSE Sensex (Inde)	48782.4	-1.45%	2.35%	Pétrole (WTI)	63.6	7.47%	31.04%
Ibovespa (Brésil)	118893.8	1.94%	-0.10%	Or	1769.1	3.60%	-6.81%

## L'essentiel de la conjoncture

### Situation sanitaire

De nouveaux arrivages de vaccins permettent aux économies développées de passer un cap important dans la lutte contre la Covid-19, tandis que la situation épidémiologique en Inde et au Brésil suscite de nombreuses inquiétudes. L'Union européenne a administré 150 millions de doses à sa population, en nette accélération depuis le début du mois d'avril. La Suisse suit le mouvement et compte désormais 930 000 personnes entièrement vaccinées et 770 000 qui ont reçu une première dose. Dans les cantons qui ont ouvert la vaccination à tous les adultes, nous observons avec satisfaction l'enthousiasme des personnes souhaitant se faire vacciner avant l'été. **L'avance prise par les Etats-Unis et le Royaume-Uni (ramené en pourcentage de leur population, le nombre de doses administrées atteint 70%) rend réaliste les plans de réouverture progressive de Joe Biden et Boris Johnson, contribuant ainsi à une reprise plus marquée de leurs économies.** Face à la propagation de nouveaux variants et des systèmes de santé peu performants, l'Inde et le Brésil sont en grande souffrance. Les enjeux liés à la gestion de la crise pandémique resteront au centre de l'échiquier stratégique mondial pour quelque temps. Les deux défis sanitaires actuels sont d'étendre la vaccination au plus grand nombre avant d'être submergé par de nouveaux variants, dont le taux de croissance plus élevé suggère une plus grande contagiosité, et d'anticiper la nécessité de revacciner si l'immunité n'était pas persistante.

### Environnement économique

**Les indices des directeurs d'achat pour le mois d'avril témoignent de la solidité de la reprise économique dans les pays développés.** Aux Etats-Unis, les indices PMI flash de Markit ont atteint de nouveaux sommets à 63,1 pour les services et 60,6 pour l'industrie manufacturière. L'augmentation des dépenses de consommation, résultant des plans de soutien et de l'assouplissement des restrictions permis par l'accroissement des vaccinations, a contribué à la hausse du produit intérieur brut de 6,4 % en rythme annualisé entre janvier et mars et à ramener le produit intérieur brut américain proche de son niveau d'avant la pandémie. Le marché de

l'emploi s'améliore (il n'y a « plus que » 550 000 nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage) et, corollaire, la confiance des consommateurs se redresse (à 121,7 pour le Conference Board et 88,3 pour le sondage de l'Université du Michigan).

L'Europe, qui a oscillé entre fermetures partielles et réouvertures, et où la vaccination a pris du retard, est retombée en récession technique après deux trimestres de croissance négative (-0,6 % au 1er trimestre 2021 après -0,7 % au 4e trimestre 2020). Les perspectives européennes s'éclaircissent car les restrictions de mobilité seront graduellement allégées. Le secteur manufacturier reste la source de traction principale de l'économie européenne, mais il est rejoint pour la première fois depuis le début de la crise par les services dans la zone d'expansion. **Cette inflexion dans les services devrait se renforcer dans les prochains mois avec la levée progressive des mesures de protection.**

En ce qui concerne la Suisse, la robustesse des exportations est nourrie par la faiblesse du franc suisse. La réouverture des magasins au mois de mars contribue également à la bonne tenue des indicateurs de l'activité économique domestique. **La Suisse devrait être en mesure de retrouver son PIB d'avant la crise dans la deuxième partie d'année et plus rapidement que ses voisins de l'Union européenne.**

**En Asie, l'économie chinoise se remet de la pandémie en affichant une croissance record.** La deuxième économie mondiale poursuit en effet son redressement spectaculaire au cours du premier trimestre de 2021, en affichant un taux de croissance annuel éclatant de 18,3 %. Ce bond en avant a été soutenu par la production industrielle, l'essor des exportations et la consommation des ménages. **Nous pourrions toutefois avoir vu le pic d'activité chinoise ce trimestre,** car d'une part les responsables politiques cherchent à ralentir l'afflux de crédit à l'économie, notamment dans le secteur immobilier pour limiter le risque financier, d'autre part car l'appareil productif mondial a été relancé et reprend rapidement des parts de marchés à la Chine. De plus, la vaste campagne de répression antitrust du régulateur chinois n'aide pas.

60 % des sociétés du S&P 500 ont communiqué leurs résultats pour le premier trimestre 2021. **Les bénéfices atteignent un taux de croissance record, estimé à 45,8 % à fin avril.** Les bonnes surprises enregistrées par les entreprises de plusieurs secteurs (notamment les secteurs des technologies de l'information avec les GAFAM, des services de communication et de la consommation discrétionnaire) sont à l'origine de l'amélioration significative des bénéfices au cours des dernières semaines. Dix secteurs affichent une croissance des bénéfices d'une année sur l'autre, avec en tête les secteurs de la consommation discrétionnaire, de financières, matériaux et des services de communication. Le secteur des industries est le seul à enregistrer une baisse des bénéfices d'une année sur l'autre.

## Thème de la relance fiscale (II)

Dans le courant de l'année 2020, nous avons qualifié d'« inondation monétaire » les injections d'argent sans précédent des banques centrales pour venir en aide aux marchés et aux économies, touchés de plein fouet par la récession sur ordonnance de la Covid-19. Alors que les économies étaient dépendantes de la largesse des banques centrales après la grande crise financière née en 2007, les autorités monétaires se sont retrouvées démunies, avec des taux d'intérêts proches de zéro, voire négatifs, pour faire face à la crise sanitaire de 2020. **La coordination entre les gouvernements et les banques centrales a ainsi dû être renforcée lors de la pandémie.** Selon nous, un point de bascule décisif pour le rôle des gouvernements dans l'après-crise a été atteint après la nomination de Joe Biden à la présidence des Etats-Unis et la majorité démocrate au Sénat.

**L'élément le plus frappant de la politique de la nouvelle administration Biden porte sur les montants d'argent qu'elle est prête à engager :** 1 900 milliards de dollars pour l'American Rescue Act ont été adoptés en mars, pour stimuler rapidement la croissance économique américaine, auxquels viennent s'ajouter 2 300 milliards de dollars sur huit ans pour l'American Jobs Act, visant à moderniser les infrastructures américaines traditionnelles, à soutenir la recherche et le développement et investir dans la transition écologique, et dernièrement 1 800 milliards de dollars pour l'American Families Plan, centré sur l'accès facilité à l'éducation et l'aide aux familles les plus démunies, dont la pérennisation des allocations familiales. Lorsque l'on rajoute le Cares Act de mars 2020, d'un montant de 2 300 milliards de dollars, et les 900 milliards de dollars

votés en décembre, **ce sont au total 9 200 milliards de dépenses, soit près de 45 % du produit intérieur brut américain** (dont 4 100 milliards étalés sur plusieurs années) qui visent à soutenir la reprise américaine. La nouvelle administration cherche à la rendre plus verte et plus inclusive, en créant des emplois domestiques, en stimulant des investissements dans la protection de l'environnement et l'amélioration de la compétitivité du pays.

Le balancier penche désormais du côté des gouvernements et des politiques fiscales et budgétaires pour la gestion du cycle économique. **L'« inondation monétaire » de 2010-2020 fait place désormais à un régime de « débordement fiscal ».**

## Avec quelles conséquences ?

Le soutien aux acteurs économiques reste en place, mais il change de siège. Quelles en sont les conséquences ? **L'amplitude des montants des soutiens budgétaires alors que l'économie est en forte reprise suggère que le retour vers la normalité sera plus rapide que ce que beaucoup osaient espérer il y a encore quelques mois** (le FMI vient de revoir ses attentes de croissance mondiale à 6% pour cette année). En réaction, la détente des taux d'intérêt a été très prononcée depuis le début d'année.

L'effet sur l'inflation se fait sentir et perdurera ces prochains mois du fait des effets de base hérités de la récession. Selon les banquiers centraux, cette poussée d'inflation sera transitoire. Ils cherchent à rassurer les marchés et à ancrer les anticipations d'inflation, mais la question reste ouverte à plus long terme. Des dernières réunions des banques centrales, nous retiendrons que la fin de la politique d'argent généreuse n'est pas encore venue en Europe, ni au Japon, malgré des prévisions de croissance et d'inflation revues en hausse, et que la source s'amenuise au Canada, qui est la première à annoncer une réduction de ses achats d'obligations. Jerome Powell, aux Etats-Unis, salue la reprise mais reste sur ses gardes. Il défend qu'il est encore bien trop tôt pour resserrer les conditions monétaires. **Au regard de l'environnement, nous pensons que la première annonce de baisse des achats d'actifs arrivera plus tôt que prévu, et pourquoi pas dès la réunion de Jackson Hole prévue en août.** Nous restons prudents sur la partie longue de la courbe et continuons de privilégier la dette d'entreprise.

A chaque plan sa hausse d'impôt : l'American Jobs Act doit être financé par la hausse de l'impôt sur les sociétés et sur les filiales étrangères, tandis que l'American Families Plan doit s'accompagner d'une hausse du taux marginal d'imposition et des taxes sur les gains en capitaux pour les Américains dont les revenus annuels dépassent 1 million de dollars (soit 0,3 % de la population). **Les résultats nets des sociétés seront impactés, surtout si un accord international est trouvé sur l'harmonisation fiscale des entreprises.** En 2021, l'effet sur les marchés devrait toutefois être limité car il sera dilué dans les résultats mirobolants des entreprises. Les vives négociations qui ont débuté à Washington déboucheront sur un compromis entre les niveaux d'imposition actuels et ceux annoncés par Joe Biden. Si tel est le cas, les déficits jumeaux américains continueront à se creuser. Nous surveillons par conséquent la trajectoire du dollar américain. Il a repris une orientation baissière depuis le début du mois, aidant notamment les marchés émergents à se stabiliser.

## Décisions d'investissement

La hausse très rapide des taux d'intérêt cette année de 0,9% à 1,6% pour le taux à 10 ans sur les obligations d'Etat américaines engendre quantité de changements de leadership sur les marchés financiers et présente un certain nombre de challenges pour les portefeuilles.

Un faisceau d'indicateurs indique que le sentiment des investisseurs se situe en zone d'optimisme et que les multiples de valorisation sont élevés (en reconnaissant la difficulté de ce type d'exercice dans le contexte de contraction puis de reprise brutale). Nous avons donc pris quelques bénéfices sur le segment des petites et moyennes capitalisations américaines qui avait nettement profité du rebond de l'économie.

Sur les actions nous maintenons notre diversification entre régions développées et émergentes et entre secteurs défensifs, technologiques et plus cycliques, car nous cherchons à tirer le meilleur parti du contexte de « reflation » qui va perdurer en 2021 via un mix équilibré entre bénéficiaires de la reprise et gagnants structurels de long terme.

Dans l'obligataire, nous maintenons notre préférence pour le crédit d'entreprise, avec un mix entre les entreprises de bonne qualité et des émissions offrant plus de rendement, notamment en Chine. Nous restons prudents sur la partie longue de la courbe, susceptible de continuer sa remontée, même si le rythme d'appréciation sera moins élevé que ces derniers mois.

Sur les actifs tangibles, il est trop tôt pour enterrer l'or dont la thèse d'investissement repose sur les politiques accommodantes toujours en vigueur des banques centrales et des gouvernements encore engagés dans des programmes de soutien.

*Sébastien Gyger*

Directeur des Investissements

+41 22 316 02 00

[sebastien.gyger@parisbertrand.com](mailto:sebastien.gyger@parisbertrand.com)

[parisbertrand.com](https://www.parisbertrand.com)

## Disclaimer

Le présent document a été préparé par Banque Pâris Bertrand SA, Genève, Suisse, ci-après dénommée « PB ».

Ce document ne doit être distribué que dans les conditions autorisées par la loi en vigueur. Il n'a aucun rapport avec les objectifs d'investissement spécifiques, la situation financière ou les besoins particuliers d'un destinataire. Il est publié uniquement à des fins d'information et ne doit pas être interprété comme une sollicitation, un outil financier connexe ou une offre d'achat ou de vente de titres.

Ce document n'est pas destiné aux personnes qui sont citoyens, domiciliés ou résidents, ou entités enregistrées dans un pays ou une juridiction où sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation violeraient les lois et réglementations en vigueur.

Aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est donnée concernant l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité des informations contenues dans ce document, qui ne se prétend pas non plus être un énoncé complet ni un résumé des titres, des marchés ou des développements qui y sont mentionnés. Les destinataires ne doivent pas le considérer comme un substitut à l'exercice de leur propre jugement. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont sujettes à modification sans préavis ou peuvent être contraires aux opinions exprimées par d'autres secteurs d'activité ou entités. En raison de l'utilisation d'hypothèses et de critères différents, PB n'a donc aucune obligation d'actualiser ou de maintenir à jour les informations contenues dans ce document. PB, ses administrateurs, dirigeants, employés et/ou clients peuvent avoir ou ont eu des intérêts, des postes longs ou courts dans les titres ou autres outils financiers mentionnés ici et peuvent à tout moment faire des achats et/ou des ventes en tant que mandataire principal. PB peut agir ou avoir agi en tant que teneur de marché dans les titres ou autres outils financiers décrits dans ce document. En outre, PB peut avoir ou avoir eu des relations avec ou peut fournir ou avoir fourni des services bancaires d'investissement, des marchés des capitaux et/ou d'autres services financiers aux sociétés concernées.

Ni PB, ni aucun de ses administrateurs, employés et/ou agents ne peut être tenu pour responsable de pertes ou dommages résultant de l'utilisation de tout ou partie de ce document.

Les investissements potentiels décrits dans ce document ne conviennent pas à tous les investisseurs et leur achat et leur détention comportent des risques importants. Les investisseurs potentiels doivent être familiarisés avec les outils présentant les caractéristiques de tels investissements et comprendre parfaitement les termes et conditions énoncés dans ce document qui s'y rapportent, ainsi que la nature et l'étendue de leur exposition au risque de perte. Avant de vous engager dans une transaction, il est recommandé de consulter vos conseillers juridiques, réglementaires, fiscaux, financiers et comptables dans la mesure où vous le jugez nécessaire pour prendre vos propres décisions en matière d'investissement, de couverture et de négociation.

Toute transaction entre vous et PB sera soumise aux dispositions détaillées de la fiche de conditions, des systèmes de confirmation ou des systèmes de rapprochement électronique relatifs à cette transaction. En outre, les investisseurs potentiels doivent déterminer, sur la base de leur propre examen indépendant et des conseils juridiques, commerciaux, fiscaux et autres qu'ils jugeront appropriés selon les circonstances, que l'acquisition de tels investissements (i) est pleinement compatible avec leurs besoins, leurs conditions et leurs objectifs financiers, (ii) est conforme et totalement cohérente avec tous les documents constitutifs, les politiques d'investissement, les lignes directrices, les autorisations et les restrictions (y compris vis-à-vis de sa capacité) qui leur est applicable, (iii) a été dûment approuvée conformément à toutes les lois et procédures applicables, et (IV) est un instrument qui leur est approprié, adapté et convenable.

Les performances antérieures ne sont pas nécessairement indicatives de rendements futurs. Les taux de change de la devise étrangère peuvent avoir une incidence défavorable sur la valeur, le prix ou le rendement d'un titre ou outil connexe mentionné dans cette présentation. Les clients souhaitant effectuer des transactions doivent contacter leurs représentants locaux. Des informations supplémentaires seront disponibles sur demande.

Il ne peut y avoir aucune assurance ou garantie que les rendements indiqués dans ce document seront atteints.

Dans le cadre de certaines informations sur les rendements, certaines hypothèses matérielles ont été utilisées. Ces hypothèses et paramètres ne sont pas les seuls qui auraient pu raisonnablement être choisis et, par conséquent, aucune garantie n'est donnée ni ne peut être donnée quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou le caractère raisonnable de tout rendement attendu. Aucune représentation ou garantie n'est donnée qu'une performance indicative ou un rendement indiqué sera atteint dans le futur. En outre, PB ne fait aucune déclaration ni ne donne aucune garantie, expresse ou implicite, quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou l'adéquation à des fins particulière de la méthode de calcul utilisée. En aucun cas PB n'assurera de responsabilité pour a) toute perte, dommage ou autre préjudice causé par ou lié à, en tout ou en partie, une erreur quelconque (par négligence ou autrement) de PB liée à la compilation, l'analyse, l'interprétation, la communication, la publication de l'émission de cette méthodologie, ou b) tout dommage direct, indirect, spécial, consécutif, accessoire ou compensatoire, quel qu'il soit (y compris, sans limitation, le manque à gagner) dans les deux cas, résultant de la confiance ou résultant de ou liée à l'utilisation (y compris l'impossibilité d'utiliser) de cette méthode de calcul.