

NEWSLETTER

Sébastien Gyger, Directeur des Investissements

«Les faucons font planer des hausses de taux »

Les actions mondiales ont poursuivi leur trajectoire ascendante et atteignent de nouveaux sommets alors que la volatilité est restée modérée. Les révisions à la hausse des estimations des bénéfices des entreprises ont soutenu les marchés au moment où les investisseurs ont fait abstraction de la recrudescence des cas de Covid-19 dans le monde, principalement au Royaume-Uni et en Asie. La rhétorique de la Réserve fédérale américaine s'est infléchie : elle a revu à la hausse ses perspectives d'inflation et les « faucons », soit ses membres les plus conservateurs, ont avancé leurs anticipations de hausses de taux à 2023. Sur le front budgétaire, Biden a obtenu le soutien de sénateurs des deux partis pour son plan d'infrastructure. Dans le même temps, le G7 est parvenu à un accord sur un taux d'imposition mondial minimum des sociétés d'au moins 15%.

Evolution des marchés

Les actions mondiales ont atteint des records, gagnant +1,3% sur le mois de juin. Les actions américaines ont surperformé (S&P 500 +2,3 %), soutenues par le rebond des valeurs technologiques (Nasdaq +5,5 %), tandis que les actions émergentes ont sous-performé (MSCI EM +0,2 %), la Chine restant un frein pour le complexe émergent. La courbe des taux s'est aplatie sous l'effet de la remontée des taux courts (US 2Y +11bps à 0,25 %), tirés par les anticipations de politique monétaire, et de la baisse des taux longs (US 10Y -13bps à 1,47 %, US 30Y -20bps à 2,09 %). Le crédit a surperformé la duration sur le mois. Le dollar s'est fortement apprécié (DXY +2,9 %, EURUSD -3,1 % à 1,1849). L'or a enregistré sa plus forte baisse depuis 2016 (-7,2 %), alors que le pétrole (+10,8 % pour le baril de WTI) s'est apprécié à son plus haut niveau depuis 2018.

En Suisse, la performance des indices de la prévoyance est positive en juin, à +1,8 % pour la LPP25+ et +2,2 % pour la LPP40+, ce qui porte leur performance sur l'année à 4,2 % et 7,5 %, respectivement.

Performances des marchés à fin juin 2021

Marchés Actions	Cours	Variation depuis	Variation depuis	Marchés obligataires et alternatifs	Cours	Variation depuis	Variation depuis
	30.06.2021	31.05.2021	31.12.2020		30.06.2021	31.05.2021	31.12.2020
<i>Indice</i>				<i>Taux souverains</i>			
MSCI Monde	720.0	1.32%	12.30%	Allemagne 10 ans	-0.21	-2 Bps	36 Bps
<i>Etats Unis</i>				France 10 ans	0.13	-4 Bps	46 Bps
Dow Jones	34502.5	0.02%	13.79%	Italie 10 ans	0.82	-9 Bps	28 Bps
S&P 500	4297.5	2.33%	15.25%	Etats-Unis 10 ans	1.47	-13 Bps	55 Bps
Nasdaq Comp	14504.0	5.55%	12.92%	<i>Dettes</i>			
<i>Europe</i>				Investment Grade US	341.5	1.05%	-0.54%
Euro Stoxx 600	452.8	1.50%	15.15%	Investment Grade Europe	265.2	0.41%	-0.39%
SPI (Suisse)	15347.1	4.62%	15.15%	High Yield US	2422.6	1.34%	3.62%
CAC 40 (France)	6507.8	1.15%	18.91%	High Yield Europe	435.1	0.61%	3.56%
DAX (Allemagne)	15531.0	0.71%	13.21%	Dettes émergentes	924.4	0.89%	-1.00%
FTSE 100 (UK)	7037.5	0.40%	10.87%	<i>Devises</i>			
<i>Japon + Emergents</i>				EUR/USD	1.19	-3.02%	-2.93%
Nikkei 225	28791.5	-0.11%	5.59%	EUR/CHF	1.10	-0.20%	1.45%
CSI 300 (Chine)	5224.0	-1.53%	0.93%	USD/CHF	0.93	2.90%	4.50%
MOEX Index (Russie)	3841.9	3.43%	18.95%	<i>Matières Premières</i>			
S&P BSE Sensex (Inde)	52482.7	1.29%	10.59%	Pétrole (WTI)	73.5	10.78%	51.42%
Ibovespa (Brésil)	126801.7	0.46%	6.54%	Or	1770.1	-7.17%	-6.76%

L'essentiel de la conjoncture

Situation sanitaire

Actuellement répertorié dans une centaine de pays, le variant Delta inquiète de plus en plus en Europe. Plus connu sous le nom de variant « indien », en référence au pays dans lequel il a été découvert, ce dernier serait 40 à 60 % plus contagieux que le variant britannique, qui était lui-même plus contagieux que la souche historique du Covid-19.

Au Royaume-Uni, plus de 95 % des nouvelles contaminations proviennent du variant Delta. Cette proportion atteint 60 % en Australie, 45 % aux Etats-Unis, 30 % en Allemagne et 20 % en Suisse. Les taux de reproduction remontent et les experts s'accordent à dire que ce variant va dominer le paysage pandémique mondial d'ici le mois d'août. **Dans les pays où la vaccination est avancée, le rebond du nombre de cas n'est pas suivi par une augmentation significative des hospitalisations et des décès comme c'était le cas précédemment.** Au Royaume-Uni par exemple, le taux de létalité, qui mesure le rapport entre les décès et les cas confirmés, est en décline et atteint 2,6 %.

Les chiffres démontrent que la vaccination fonctionne et qu'elle est efficace contre les nouveaux variants. Selon des études menées par l'agence de santé anglaise, les vaccins utilisés outre-Manche protègent des formes symptomatiques à près de 80 %. Les Etats les plus pauvres, notamment en Afrique et en Amérique du Sud, n'ont pour l'instant administré qu'un nombre limité de doses. Parmi les pays développés, le défi des autorités est de convaincre les sceptiques non-vaccinés. L'effort est donc loin d'être terminé pour atteindre l'immunité collective à l'échelle du globe, nécessaire pour éradiquer la pandémie.

Environnement économique

La variable de l'emploi est largement suivie puisqu'elle conditionne la politique monétaire outre-Atlantique. Les derniers chiffres pour juin font état de 850 000 créations d'emploi dans le secteur non-agricole après deux mois relativement décevants. **Le climat de l'emploi n'est donc ni trop chaud ni trop froid, ce qui convient aux marchés. La phase de rattrapage est perceptible depuis le début d'année, mais l'emploi reste déficitaire de près de 7 millions d'unités par rapport à la tendance d'avant la crise.** La hausse récente des salaires, à 3,6 % en glissement annuel, peut faire craindre que le regain d'inflation soit plus durable que temporaire. Il faut la surveiller avec attention, surtout la composante des plus bas salaires.

A contrario, le faible taux de participation à 61,6 % indique qu'un grand nombre de personnes n'ont pas

repris leur activité salariale. La fin du paiement des allocations gouvernementales entre juillet et septembre permettra de lever une entrave au retour à l'emploi.

Les enquêtes d'activité PMI ont révélé une divergence croissante entre les perspectives de croissance des pays développés et celles des émergents. En effet, l'indice composite développé s'est maintenu à un niveau élevé de 59,3, tandis que l'émergent a reculé à 50,9, son niveau le plus bas depuis juin 2019. Le ralentissement de l'économie chinoise est évident à la lecture des dernières statistiques publiées par Caixin, qui se rapprochent du point d'équilibre, à 51,3 pour le secteur manufacturier et à 50,3 pour les services. **Les freins à l'activité chinoise sont le ralentissement de l'afflux de crédit à l'économie** voulu par les responsables politiques chinois pour limiter le risque financier **et le durcissement de la régulation autour des plateformes technologiques** (Didi, le Uber chinois de la mobilité en a fait les frais juste après son introduction en Bourse). Nous retiendrons aussi l'allègement des pressions sur les prix des biens et des services après l'envolée du début d'année.

Aux Etats-Unis, les PMIs et l'ISM se situent à des niveaux élevés mais ils se sont tassés par rapport à leurs points hauts, ce qui nous fait penser que le pic de croissance pourrait avoir été atteint au cours du deuxième trimestre. En zone euro, la reprise économique se poursuit de manière plus franche, avec l'indice PMI composite qui est passé de 57,1 à 59,5, soit le chiffre le plus élevé depuis juin 2006. En outre, les nouvelles commandes ont encore progressé, tout comme l'emploi. Comme nous l'indiquions dans les précédentes chroniques, ces résultats sont essentiellement à mettre au crédit du secteur des services qui a atteint 58,3 à fin juin alors qu'il n'était que de 49,6 à la fin du premier trimestre.

En ce qui concerne la Suisse, le baromètre conjoncturel du KOF a légèrement corrigé de 143,8 à 133,4. La tendance haussière se poursuit dans l'industrie manufacturière, certes à un rythme moins élevé, tandis que le commerce de détail et les branches de la restauration et de l'hôtellerie restent mal orientés. **L'hétérogénéité des résultats au niveau sectoriel indique que l'économie suisse se trouve désormais sur la voie d'une normalisation plus mesurée.**

Les plans de vaccination qui ont ouvert la voie à la réouverture des économies, la hausse des coûts des matières premières et des goulets d'étranglement dans les chaînes de production, la logistique et une pénurie de main d'œuvre dans certains secteurs exercent des pressions inflationnistes élevées aux Etats-Unis. La hausse des prix a accéléré à 5,0 %, en glissement annuel, et à 3,8 % sans les composantes plus volatiles de l'énergie et de l'alimentation.

En Europe, les tensions inflationnistes restent faibles, à 2,0 %, dont la moitié s'explique par la hausse du prix de l'énergie, alors qu'elles sont inexistantes en Suisse, à 0,6% sur un an. **Des politiques de relance différentes, avec des aides directes aux ménages outre-Atlantique qui ont accentué les dépenses de consommation, vont se traduire par des politiques monétaires différenciées.**

Politiques monétaires

Aux Etats-Unis, la décision du FOMC de mettre à l'agenda de ses discussions la réduction des achats d'actifs (à 120 milliards de dollars par mois) et l'augmentation du nombre de membres du FOMC s'attendant à une hausse des taux en 2023 ont été perçus par les investisseurs comme un signal de resserrement futur de la politique monétaire de la Fed. Sur les 18 participants, 13 voient au moins une hausse d'ici 2023, contre 7 en mars, et dorénavant seuls 5 ne voient aucune hausse de taux avant 2024. Les « faucons » de la Fed, tenants d'une politique moins accommodante, donnent de la voix et les marchés anticipent dorénavant entre deux et trois hausses de taux d'ici la fin 2023.

La Fed a donc rassuré les marchés sur le fait qu'elle ne laisserait pas filer l'inflation dans son nouveau cadre de politique monétaire de ciblage moyen. Toutefois, cette thématique d'inflation reste au centre des débats : si le scénario d'inflation temporaire défendu par la Fed semble bien ancré dans les esprits et accepté par les marchés obligataires, la question se pose à présent de savoir quel sera le niveau moyen atteint après la normalisation, vraisemblablement courant 2022. Tout l'enjeu est là pour les banques centrales et les investisseurs. Les incertitudes et la volatilité des données macroéconomiques ne permettent pas (encore) de répondre précisément à cette question.

Nous écartons un scénario de tapering « dur » comme celui de 2013 sous Bernanke, car les banques centrales préparent mieux les marchés à la réduction du soutien monétaire. Selon nous, la fenêtre de tir se situe entre Jackson Hole et le FOMC de novembre pour l'annonce de la réduction des achats d'actifs, qui pourra ainsi avoir lieu en 2022 (réduction de 10 milliards par mois pour passer de 120 milliards d'achats à zéro), suivie de la première hausse de taux début 2023.

Sur la question du caractère provisoire ou durable de la hausse d'inflation, notre analyse rejoint celle de la Fed, à

savoir qu'elle est temporaire. L'augmentation de la masse monétaire s'est encore accélérée depuis la pandémie, mais ce seul phénomène ne nous semble pas suffisant pour valider la thèse d'une inflation forte à venir. En effet, deux composantes manquent pour une diffusion plus rapide de la monnaie dans l'économie : la demande de prêts et l'augmentation des salaires réels qui restent faibles (sans les transferts de paiements des gouvernements aux particuliers). **A ce stade, le scénario le plus vraisemblable est que le niveau d'inflation « atterrisse » entre 2,0 % et 2,5 % sur le prochain cycle, un cran au-dessus de la moyenne des dix dernières années.** La croissance de l'économie et le cycle d'inflation ont certainement atteint leur sommet.

Sur le plan politique

Le terrain d'entente sur le plan d'investissements dans les infrastructures a été accueilli favorablement par les marchés, bien que le montant articulé de 1 000 milliards soit inférieur aux 2 300 milliards annoncés précédemment. S'il représente une avancée majeure, cet accord ne marque cependant pas la fin des discussions. L'aile progressiste démocrate veut lier l'accord avec le plan d'« infrastructures familiales », la lutte contre le réchauffement climatique et le volet des recettes fiscales. Pour les républicains, même cet accord réduit peut sembler excessif et certains répugneront à offrir une victoire à Joe Biden.

Le G7 a-t-il ouvert la voie au G20 pour l'acceptation d'un taux minimal d'imposition sur les bénéfices des multinationales ? Selon le G7, les entreprises « les plus grandes et les plus rentables » doivent payer des impôts sur une partie de leurs bénéfices dans les pays où elles réalisent leurs affaires, et non pas uniquement où elles rapatrient leurs bénéfices. Comment définir les entreprises « les plus grandes et les plus rentables » et quelles taxes numériques imposées unilatéralement seront supprimées en contrepartie ? De nombreuses questions de mise en œuvre restent en suspens. En cas d'accord, la nouvelle norme internationale entrerait en vigueur en 2022. L'organisation *Tax Justice Network* a estimé qu'un taux de 15% pourrait générer jusqu'à 275 milliards de dollars de nouvelles recettes par an pour les gouvernements. Les enjeux sont donc conséquents. **La Confédération suisse et les cantons affûtent les potentielles mesures compensatoires qu'ils seront prêts à offrir aux entreprises multinationales pour maintenir l'attractivité du pays.**

Décisions d'investissement

A mi-année, le Comité d'Investissement confirme le positionnement actuel des grilles, en pesant les opportunités et les risques et valide le positionnement des portefeuilles. Globalement, l'environnement reste propice à la prise de risque dans les portefeuilles tout en évitant les surconcentrations. **Le risque « corporate » est surreprésenté par rapport aux poids neutres, au détriment des obligations et du risque de taux.**

Sur les actions nous maintenons notre diversification entre les régions et entre secteurs défensifs, technologiques et plus cycliques, car nous cherchons à tirer le meilleur parti du contexte actuel via un mix équilibré entre bénéficiaires de la reprise et gagnants structurels de long terme. **Sur les régions, l'Europe est un bon candidat à la diversification et à la recherche de performance, comme en témoignent ses résultats depuis le début d'année. La vaccination à large échelle facilite l'adoption de plans de réouverture et l'accélération de l'activité dans le domaine des services. Les révisions de bénéfices restent bien orientées et les thématiques domestiques attractives.** Nous gardons aussi notre surpondération dans les convertibles (7,5%), dont le marché a retrouvé une dynamique d'émissions primaires très attractive et qui ont démontré leurs valeurs en 2020.

Dans l'univers obligataire notre préférence va clairement du côté du crédit d'entreprise. Avec une activité économique attendue élevée en 2021 et en 2022, les défaillances et les défauts de paiement des entreprises devraient rester faibles et les valorisations élevées. Nous sommes investis sur un mix entre les entreprises de bonne qualité et des émissions offrant plus de rendement, notamment en Chine. A noter que les segments les plus risqués (comme le CCC) n'offrent plus d'excès de performance suffisant par rapport au risque encouru.

Les obligations « catastrophes », généralement émises par des compagnies d'assurance pour transférer une partie des risques liés à des événements naturels exceptionnels, offrent une diversification intéressante dans un environnement de taux bas et des rendements attractifs. En effet, les prix de ces actifs sont indépendants de la conjoncture économique et peu corrélés à celles des autres actifs, comme les actions et les obligations traditionnelles.

Nous restons globalement prudents sur la partie longue de la courbe, susceptible de continuer sa remontée, même si le rythme d'appréciation sera moins élevé qu'en début d'année.

Notre conviction est neutre sur l'or car il reste lié à la fluctuation du dollar américain (l'or bénéficie des tendances baissières sur le dollar) **et aux taux d'intérêts réels qui ne se sont pas normalisés** (l'or souffre lorsque les taux réels augmentent). La thèse d'investissement n'est pas invalidée car les politiques monétaires sont toujours accommodantes et les gouvernements sont encore engagés dans des programmes de soutien.

Dans le contexte actuel, nous recommandons d'exposer les portefeuilles à l'immobilier coté global. La thèse d'investissement repose sur la relation positive entre les performances de l'immobilier coté global et la hausse des anticipations d'inflation sur le long terme. Elle est due à la réactualisation des contrats de location qui ont souvent des augmentations annuelles fixes ou liées à l'inflation (par exemple pour les baux à loyer des appartements et les baux commerciaux de l'industrie). Le secteur réagit aussi bien à la remontée des taux d'intérêts, avec des baisses de prix limitées sur des horizons de temps à 12 mois.

Par rapport aux secteurs qui ont calé face aux hausses d'anticipation d'inflation, l'immobilier coté international montre un profil intéressant, comme en témoigne la performance depuis le début d'année (+16,8% pour l'indice FTSE EPRA Nareit des pays développés, en dollar). Par ailleurs, le retard relatif accumulé depuis 5 ans par rapport aux grands indices est synonyme de réservoir de performance dans le cas où les investisseurs accompagnent la hausse de l'inflation par des modifications d'allocation sectorielle.

Pour les devises, notre stratégie consiste à investir les actions dans la devise de cotation des titres et de couvrir le risque de devises pour les obligations, à l'exception du yuan pour les obligations domestiques chinoises, et les stratégies à caractère alternatif ou asymétrique comme les convertibles. **Les profils équilibrés sont ainsi exposés entre 60% et 70% à la monnaie de référence.**

Sébastien Gyger

Directeur des Investissements

+41 22 316 02 00

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.