

Rapport de marché 3^{ème} trimestre 2021

Une reprise risquée



Rapport de marché 3^{ème} trimestre 2021

Une reprise avec des risques

Perspectives économiques

- › La reprise économique, alimentée par les effets de rattrapage, se poursuivra, mais elle dépend des progrès réalisés en termes d'impulsions et devrait donc varier en force d'une région à l'autre.
- › Les pressions inflationnistes sont plus fortes et plus soutenues aux États-Unis qu'en Europe.

Implications pour les marchés financiers

- › L'environnement de taux d'intérêt bas persiste, mais le pic de la vague de liquidité mondiale est derrière nous.
- › Les actions, les obligations d'entreprises et l'immobilier sont souvent surévalués, mais restent relativement attractifs.

Risques

- › Si les hausses de prix temporaires devaient se transformer en une pression durable sur les prix avec la hausse des taux d'intérêt à long terme, il y aurait des corrections de prix sur les marchés financiers et la reprise économique s'arrêterait.
- › L'émergence de nouvelles mutations virales résistantes au vaccin entraînerait de nouveaux lockdowns. Pour les marchés, un tel scénario serait avant tout négatif sur toute la ligne. Toutefois, une nouvelle réaction rapide des banques centrales serait à attendre.

Économie mondiale : la reprise

La **réouverture économique bat son plein dans de nombreux endroits**. De nouvelles mutations du coronavirus ont entraîné un renforcement des mesures de confinement pendant les mois d'hiver. Grâce aux progrès de la vaccination, des assouplissements ont pu être accordés en Europe et en Amérique du Nord. L'économie dans son ensemble en profite, mais ce sont les prestataires de services en particulier qui poussent un soupir de soulagement.

En conséquence, l'indice mondial des directeurs d'achat (PMI) a atteint son plus haut niveau depuis 15 ans en mai et n'était que légèrement inférieur à ce pic en juin. L'économie mondiale est donc dans une phase d'expansion, qui est désormais de plus en plus menée par le secteur des services. L'industrie est également en pleine croissance, mais la production a du mal à répondre à la forte demande, car les capacités de production mondiales sont encore limitées en raison de la pandémie ou ne peuvent pas encore être pleinement exploitées. Les conséquences sont l'allongement des délais de livraison et l'augmentation des coûts.

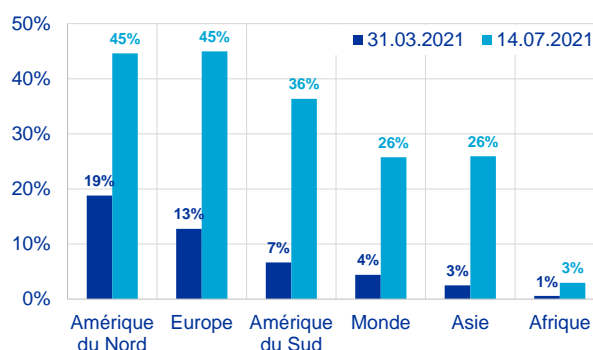
Dans notre scénario de base, nous partons du principe que les capacités de production peuvent être encore augmentées et que les consommateurs vont de plus en plus déplacer leur consommation des biens vers les services. Les goulets d'étranglement de l'offre devraient donc se résorber quelque peu au cours des prochains trimestres et, par conséquent, l'inflation devrait également diminuer à nouveau.

Toutefois, de nouveaux lockdowns, même s'ils n'en sont que régionaux, constituent un risque pour la normalisation, car les chaînes d'approvisionnement sont en définitive mondiales. L'un des défis à cet égard est la vitesse variable de la vaccination (graphique 1). Nous nous attendons donc à ce que le rythme de la reprise économique varie selon les régions et les secteurs. Plus d'informations [ici](#).

Graphique 1

Progrès de la vaccination

Proportion de la population totale qui a reçu au moins une dose de vaccin



Note : Les données pour la Chine ne sont incluses dans les statistiques que depuis le 10 juin.

Sources : Baloise Asset Management, Our World in Data au 14.07.2021

Comme on peut le constater en Amérique du Sud, des taux de vaccination élevés ne suffisent pas à eux seuls à assurer une reprise économique rapide. Là, il est vrai

que la campagne de vaccination a été accélérée grâce aux vaccins chinois, Sinovac et Sinopharm. Toutefois, des études montrent que ces derniers ont un effet protecteur nettement inférieur (dans certains cas, seulement 50%) que ceux utilisés dans les pays industrialisés. Cela retarde l'apaisement de la situation sanitaire et donc la reprise économique.

Étant donné que 75% de la population mondiale n'a pas encore été vaccinée, le risque existe également de voir apparaître des mutations du virus pour lesquelles les vaccins actuels offrent une protection insuffisante, ce qui compromettrait la poursuite de la reprise économique mondiale.

Suisse : une reprise dynamique laisse espérer une normalisation. Les indicateurs économiques avancés, tels que le baromètre du KOF ou les indices des directeurs d'achat, sont proches de sommets historiques. Ils montrent également que la reprise de l'économie suisse repose de plus en plus sur une large base. Il est également encourageant de constater que l'instrument de crise qu'est le chômage partiel diminue. Selon les enquêtes de la société *procure.ch*, le chômage partiel n'est plus utilisé que par 2% des salariés de l'industrie. Au plus fort de la crise de Corona, il était d'un peu moins de 30%. La situation s'est également normalisée dans le secteur des services. Au début de l'année, 18% des effectifs étaient encore en chômage partiel. Actuellement, ce taux n'est plus que de 1%.

L'inflation était de 0,6% en juin. C'est 1,9 points de pourcentage de plus que le niveau de l'année précédente. Nous nous attendons à ce que l'inflation s'accélère encore un peu au cours des prochains mois, mais nous ne pensons pas que la barre des 1% sera franchie.

Aperçu des chiffres, en % par rapport à l'année précédente

	2020	2021
Croissance du PIB	-2,7%	3,5%
Inflation (valeur en fin d'année)	-1,7%	0,8%

USA : Le marasme économique induit par Corona est terminé. L'économie américaine est dans une forte phase de reprise. Après le premier trimestre de 2021, le produit intérieur brut (PIB) n'était déjà plus que de 1% inférieur au niveau d'avant la crise du corona. Au deuxième trimestre, on s'attend maintenant à ce que l'économie se soit complètement rétablie. Les États-Unis sont donc l'un des premiers pays à avoir surmonté les effets économiques, mesurés en termes de PIB. Cette reprise rapide est due à l'apaisement de la situation pandémique et à la politique économique extrêmement expansive. Dans le même temps, cela suscite des inquiétudes quant à l'inflation et la crainte que des taux d'inflation et des taux d'intérêt trop élevés ne finissent par étouffer la croissance économique. De nombreuses entreprises indiquent également que, malgré un taux de chômage de 5,9%, il est de plus en plus difficile de repourvoir leurs postes vacants. Des allocations chômage exceptionnellement généreuses,

des préoccupations en matière de santé et la fermeture d'écoles et de structures d'accueil pour enfants ont jusqu'à présent inhibé l'activité de recherche d'emploi des travailleurs. Ces facteurs perdront de leur importance à mesure que les USD 300 supplémentaires par semaine d'allocations de chômage expireront en septembre. Les écoles devraient également rouvrir dans tout le pays, selon le ministère américain de la santé et des services sociaux.

Sur la base des indicateurs avancés, nous nous attendons à ce que l'expansion se poursuive au cours des prochains mois. Toutefois, la dynamique de la hausse devrait s'affaiblir. Le taux d'inflation est également susceptible de diminuer, car certains effets de base disparaîtront au cours du trimestre actuel. Dans l'ensemble, l'inflation, mesurée par le déflateur des prix à la consommation, devrait encore être bien supérieure à l'objectif à long terme de la Réserve fédérale de 2,0% en moyenne d'ici la fin de l'année.

Aperçu des chiffres, en % par rapport à l'année précédente

	2020	2021
Croissance du PIB	-3,5%	6,6%
Inflation* (valeur en fin d'année)	1,2%	3,5%

* Mesuré au déflateur de la consommation.

Zone euro : sortie du creux de la récession. Confrontée à des mesures d'endiguement strictes et à un faible démarrage de la vaccination, la zone euro est retombée en récession au début de l'année. L'assouplissement des restrictions corona a relancé le secteur des services. L'indice PMI des services a récemment atteint son plus haut niveau en 14 ans. Grâce à la simplification des règles d'entrée, la région peut désormais bénéficier du tourisme d'été. Cela est particulièrement important pour des États membres comme la Grèce, le Portugal et l'Espagne, où le tourisme représente entre 14% et 20% du PIB.

L'inflation a certes augmenté de manière significative, passant de -0,3% en décembre 2020 à 1,9% en juin 2021, mais cela est principalement dû à des effets ponctuels tels que des changements dans les pondérations de l'indice et des évolutions exceptionnelles des prix du pétrole. La réduction temporaire de la TVA allemande à l'été 2020 est également susceptible d'entraîner une hausse du taux d'inflation en juillet. Les taux devraient également rester supérieurs à la moyenne vers la fin de l'année avant que ces effets ne s'atténuent à nouveau au début de 2022.

Aperçu des chiffres, en % par rapport à l'année précédente

	2020	2021
Croissance du PIB	-6,5%	4,5%
Inflation (valeur en fin d'année)	-0,3%	2,7%

Chine : la dynamique économique s'essouffle. Après la reprise rapide de l'année dernière, le rythme de croissance a quelque peu ralenti cette année. Cependant, l'industrie et le commerce extérieur sont restés les piliers de l'expansion. La consommation

intérieure, en revanche, se développe plus lentement. De nouvelles épidémies régionales du virus ont provoqué de nouveaux lockdowns, ce qui a eu un impact négatif sur les voyages autour du Nouvel An chinois, par exemple, et donc aussi sur la consommation. La campagne de vaccination, désormais accélérée, a pour but de contrer ce phénomène à l'avenir. Dans le même temps, le gouvernement réduit progressivement les mesures de stimulation économique afin de normaliser l'offre de crédit et de contenir les risques financiers.

La hausse des prix des produits de base ainsi que les coûts élevés de fret et d'expédition ont entraîné une forte augmentation des prix à la production en Chine. Toutefois, cette augmentation n'a jusqu'à présent été répercutée que dans une faible mesure sur les consommateurs.

Aperçu des chiffres, en % par rapport à l'année précédente

	2020	2021
Croissance du PIB	2,3%	8,5%
Inflation (valeur en fin d'année)	0,1%	2,5%

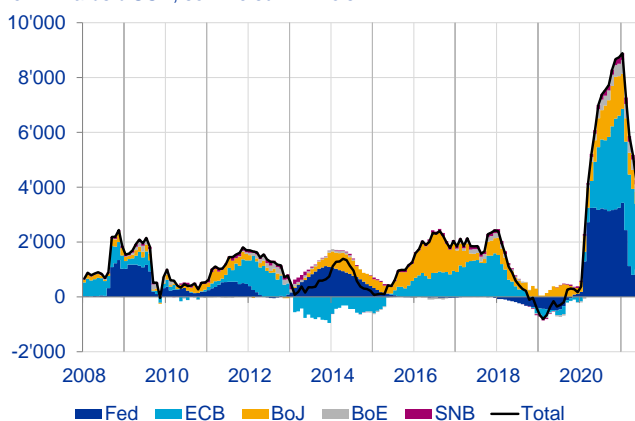
Politique monétaire : l'environnement de taux d'intérêt bas reste intact, mais la vague de liquidités s'éloigne

La reprise économique après la pandémie a suscité des craintes d'inflation. Le consensus parmi les banques centrales est que la hausse de l'inflation est un phénomène temporaire. Un retournement des taux directeurs n'est donc pas encore attendu dans l'immédiat. Toutefois, une réduction des achats d'obligations est un peu plus proche, du moins aux États-Unis.

Graphique 2

Bilans des principales banques centrales

en milliards d'USD, somme sur 12 mois



Sources : Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L.P. au 30.06.2021

En mars, la **Réserve fédérale américaine** (Fed) a encore signalé qu'aucun ajustement des taux d'intérêt n'était à prévoir avant la fin de 2023. En juin, elle a revu fortement à la hausse ses prévisions de croissance économique et d'inflation. En conséquence, elle

considère désormais que deux hausses de taux en 2023 sont appropriées. Actuellement, la banque centrale continue d'acheter pour USD 120 milliards d'obligations par mois jusqu'à ce que des progrès substantiels soient accomplis en ce qui concerne le mandat relatif à l'emploi et l'objectif d'inflation. Compte tenu de la trajectoire de reprise de l'économie américaine, nous prévoyons qu'une réduction progressive du programme d'achat sera communiquée au quatrième trimestre et qu'elle interviendra à partir de 2022.

La **Banque centrale européenne** (BCE) est un peu plus éloignée que la Fed de la normalisation de sa politique monétaire. Lors de sa réunion de politique monétaire en juin, elle a promis de maintenir le rythme des achats d'obligations à un niveau aussi élevé au cours du trimestre actuel qu'au cours du deuxième trimestre (environ EUR 80 milliards par mois) afin de contenir la hausse des taux d'intérêt. Dans le cadre d'une révision de son orientation stratégique, la BCE a ajusté son objectif d'inflation, qui est passé d'un niveau inférieur mais proche de 2% à un objectif d'inflation symétrique de 2%. Par cette mesure, la BCE indique qu'elle veut éviter l'erreur de la dernière crise, lorsqu'elle a relevé les taux d'intérêt trop tôt.

Les dernières prévisions d'inflation de la **Banque nationale suisse** (BNS) montrent que l'inflation restera sous la barre des 1% en 2023, même en supposant que le taux directeur reste à -0,75%. Il n'y a donc pas de signes d'une politique monétaire plus restrictive en Suisse. Par conséquent, les taux d'intérêt négatifs resteront en place pour l'instant.

Les obligations : des spreads de crédit historiquement bas

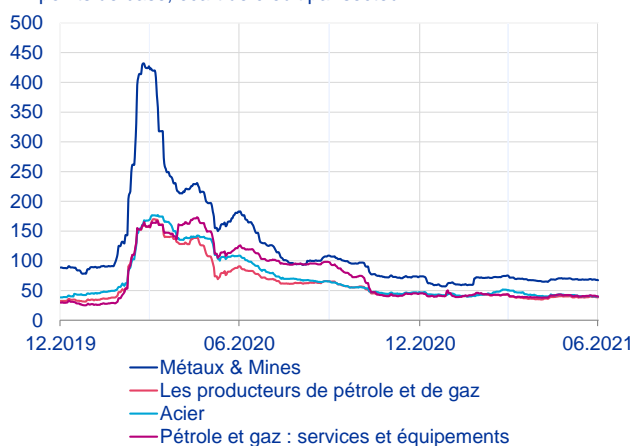
Révision : La combinaison de la reprise économique et du maintien d'une politique monétaire très souple se reflète également dans les spreads de crédit des obligations d'entreprises. Ils ont maintenant atteint des niveaux historiquement bas dans presque tous les secteurs. Les secteurs de l'exploitation minière, de la sidérurgie, du pétrole et du gaz en sont de criants exemples. La prime de crédit pour les obligations d'entreprises libellées en euros dans le secteur des métaux et des mines, par exemple, était d'environ 67 points de base à la fin du mois de juin, soit déjà 21 points de base en dessous du niveau d'avant la crise à la fin de 2019.

Lorsque l'économie mondiale s'est arrêtée en quelques jours en mars de l'année dernière à cause de la pandémie, la demande de matières premières est tombée à un plus bas absolu. La chute des prix des matières premières en a résulté et les exploitants miniers et les producteurs de pétrole et de gaz ont été contraints de suspendre la production lorsque cela était possible. La situation s'est depuis inversée. L'économie mondiale a retrouvé le chemin de la croissance plus rapidement qu'on aurait pu le prévoir

au début de la pandémie. Si l'on ajoute à cela la réduction importante de la production mondiale de matières premières, nous sommes actuellement confrontés à une pénurie d'approvisionnement et les prix des matières premières ont très fortement augmenté au cours des douze derniers mois.

Graphique 3
Obligations d'entreprises en euros

En points de base, écart de crédit par secteur

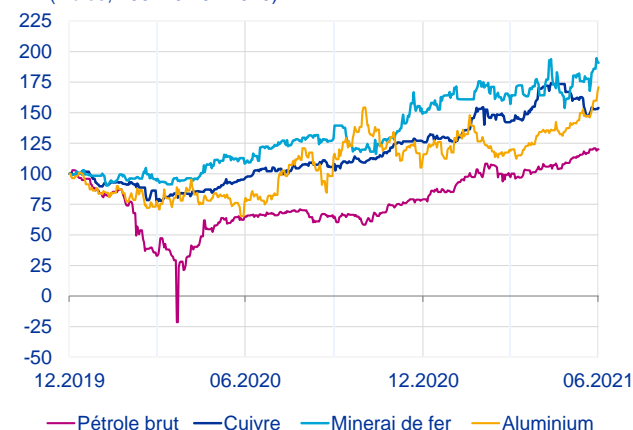


Sources : Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L. P., au 30.06.2021

Outlook : Compte tenu des programmes d'infrastructure prévus aux États-Unis et en Europe, la forte demande de matières premières va se poursuivre. Par conséquent, les spreads de crédit devraient également rester faibles. Nous nous attendons également à ce que les spreads de crédit des autres secteurs évoluent latéralement au cours du second semestre, tant pour les obligations libellées en euros que pour celles libellées en dollars américains, et qu'ils restent à un niveau très bas. Un revirement de la politique monétaire souple en Europe est peu probable, comme nous l'avons déjà mentionné, et même une éventuelle réduction prématurée des achats d'obligations par la Fed ne devrait pas entraîner une forte hausse des spreads, car nous supposons une réduction contrôlée des achats d'obligations par la Fed dans un tel cas.

Graphique 4
Évolution des prix des matières premières

Prix (indice, 100 = 01.01.2020)

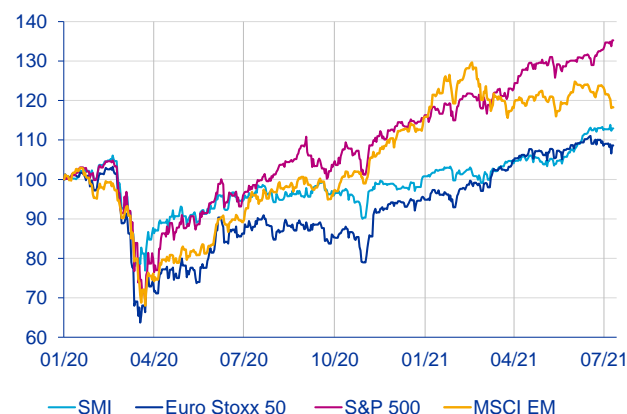


Sources : Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L. P., au 30.06.2021

Actions : moins de potentiel au 2^{ème} semestre

Révision : Les investisseurs en actions ont pu se réjouir d'un premier semestre globalement très satisfaisant. Le marché boursier mondial, mesuré par l'indice MSCI All Country, a augmenté de 11,4%. La performance du Swiss Market Index est légèrement supérieure, à 12%. L'EuroStoxx 50 et le S&P 500 ont été particulièrement performants au cours de cette période, avec une performance d'un peu plus de 14% chacun. Compte tenu de la lenteur des importations et de la hausse des taux d'intérêt américains, les performances des actions des marchés émergents ont été un peu plus modestes ces derniers mois. À la fin du mois de juin, l'indice MSCI Emerging Markets était en hausse de 6,6% par rapport à la fin de l'année.

Graphique 5
Evolution des marchés boursiers



Sources : Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L. P., au 10.07.2021

Outlook : L'environnement de taux d'intérêt bas, la politique monétaire souple ainsi que la réouverture économique plaident globalement pour une évolution positive du marché des actions, notamment dans les secteurs cycliques.

Compte tenu de cette forte reprise, le marché boursier mondial se situe déjà à 25% au-dessus de son pic d'avant le choc du corona. La bonne nouvelle est que les bénéfices des entreprises se sont redressés depuis le choc du corona. Cela permet de contenir une nouvelle hausse des valorisations déjà élevées. Les investisseurs et les analystes s'attendent à ce que la forte performance des bénéfices des entreprises se poursuive. Cette situation risque d'être décevante et laisse peu de place aux bonnes surprises ou aux fortes hausses de prix, en particulier dans les régions où la dynamique économique est déjà en train de ralentir. Nous considérons que les préoccupations économiques ainsi que les discussions sur le "tapering" de la Fed sont des sources de volatilité potentielle sur les marchés boursiers dans les mois à venir.

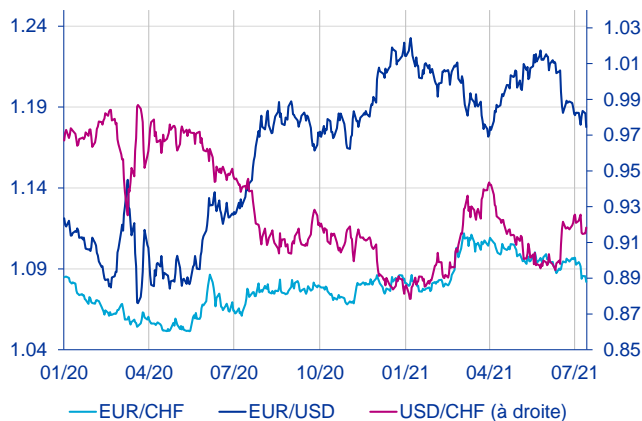
Monnaies : la nouvelle évaluation de la Fed renforce le dollar américain

Révision : Ces derniers mois, le dollar américain en particulier a provoqué quelques mouvements sur les marchés des changes. Après un faible début de deuxième trimestre, la demande pour le billet vert a de nouveau augmenté en juin. Le déclencheur de ce retournement de situation a été la réévaluation de la Fed. Lors de sa réunion de la mi-juin, la banque centrale a annoncé que deux hausses de taux d'intérêt en 2023 étaient appropriées. En mars, la Fed a encore signalé que les taux d'intérêt resteraient inchangés jusqu'en 2023. En conséquence, le dollar américain a gagné 1,9% par rapport au franc suisse et 2,2% par rapport à l'euro en un mois.

Outlook : Compte tenu des préoccupations économiques émergentes au début du mois de juillet, les investisseurs sont devenus un peu plus averses au risque et le franc suisse, en tant que valeur refuge, s'est à nouveau quelque peu apprécié. Nous considérons que ce renforcement est temporaire. Dans l'ensemble, nous supposons donc que les prochains mois seront caractérisés par un environnement de marché favorable aux risques grâce à l'avancement des campagnes de vaccination mondiales. Cela affaiblit quelque peu la pression d'appréciation sur le franc suisse et donc la nécessité pour la Banque nationale suisse d'intervenir sur le marché des changes.

Graphique 6

Evolutions du cours des devises



Sources : Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L. P., au 12.07.2021

Les perspectives économiques et de taux d'intérêt étant similaires pour la Suisse et la zone euro, aucune appréciation ou dépréciation significative n'est attendue pour le taux de change EUR/CHF. Toutefois, les moteurs de la force du dollar américain, à savoir le différentiel positif de croissance et de taux d'intérêt, restent intacts et devraient continuer à soutenir quelque peu le dollar au cours du prochain trimestre.

Immobilier suisse

Révision : En raison de l'offre excédentaire, les loyers résidentiels en Suisse sont inférieurs d'environ 2,2% au niveau de l'année précédente. Mais malgré la baisse des loyers, les investisseurs préfèrent toujours les immeubles d'investissement résidentiels et acceptent la compression des rendements. Par rapport à janvier 2021 (1,89%), le taux d'actualisation réel minimum pour un immeuble de placement résidentiel neuf de taille moyenne et bien situé à Zurich est à nouveau plus bas en avril 2021 (1,88%). Comme pour les immeubles résidentiels, les immeubles de bureaux situés dans les quartiers A sont également particulièrement recherchés.

Graphique 7 Evolution de l'immobilier suisse

Evolution de l'immobilier suisse



Sources : Baloise Asset Management, Bloomberg Finance L. P., au 12.07.2021

Au cours du premier semestre, la performance des fonds immobiliers selon l'indice SXI Swiss Real Estate Funds Total Return a été de 5,95%. Au 31 mai 2021, l'agio moyen de tous les fonds immobiliers suisses cotés en bourse était de 38,1% (à titre de comparaison, au 31 décembre 2020 : prime de 40,7%). La différence d'agio entre les fonds immobiliers commerciaux et les fonds immobiliers résidentiels était d'environ 14% à la fin du mois de mai 2021.

Outlook : Même si la BNS a récemment relevé sa prévision d'inflation pour la fin 2021 de 0,6% à 1,0%, elle poursuit sa politique monétaire expansionniste et laisse le taux directeur inchangé à -0,75%. L'environnement de taux d'intérêt bas continue donc de soutenir le marché immobilier suisse.

Les progrès de la campagne de vaccination devraient continuer à stimuler la reprise de l'économie et se traduire par une croissance économique supérieure à la moyenne. Grâce aux mesures d'aide gouvernementales très importantes, une vague de licenciements et de faillites a pu être évitée.

L'environnement macroéconomique est et restera donc positif pour le marché immobilier suisse. Toutefois, les déséquilibres régionaux sont susceptibles de persister.

Editorial

Melanie Rama

Senior Economist, Investment Strategy
melanie.rama@baloise.com

Philipp Karstens

Portfolio Manager Real Estate (external client
mandate)
philipp.karstens@baloise.com

Baloise Asset Management SA

Aeschengraben 21, 4002 Bâle
www.baloise-asset-management.com

Parution

Quatre fois par an, date limite de rédaction : 13.07.2021

Avertissement

Baloise Asset Management SA n'assume aucune garantie quant aux données et aux indications de performance utilisés. Le contenu de la publication comprend des opinions sur l'évolution du marché; il a une vocation purement informative et ne doit pas être considéré comme un conseil en placements. En particulier, les informations ne représentent en aucun cas une offre d'achat, une recommandation en matière de placement ou une aide pour la prise de décision en matière juridique, fiscale, économique ou autre. Nous déclinons toute responsabilité pour des pertes ou des bénéfices non réalisés qui découleraient d'une utilisation des présentes informations.

Dominik Schmidlin

Head of Investment Strategy
dominik.schmidlin@baloise.com

Dominik Sacherer

Junior Credit Analyst
dominik.sacherer@baloise.com

Blaise Roduit

Head of Fixed Income
blaise.roudit@baloise.com