

# La hausse des rendements aux Etats-Unis (provisoirement) ignorée par les marchés boursiers

## Attentisme de la Fed

Les images de Washington qui ont fait le tour du monde nous ont laissé sans voix. Elles rappelaient davantage les scènes de manifestations violentes et de combats de rue d'autres régions du monde, mais montraient pourtant la réalité dans la capitale américaine. La tentative de prise d'assaut du Capitole par les partisans de l'ancien président Donald Trump a constitué un chapitre peu glorieux et conclusif de son règne. Joe Biden, son successeur à la tête du gouvernement américain, a adopté un ton plus conciliant lors de sa prise de fonction et a abordé son nouveau poste avec beaucoup d'entrain. Il est également soutenu par la courte majorité du parti démocrate dans les deux chambres du Congrès. En outre, les représentants politiques ont pu se mettre d'accord sur un gigantesque paquet financier d'un montant de 1900 milliards de dollars pour stimuler l'économie américaine. Cependant, chaque médaille a son revers. Dans le cas présent, les rendements des obligations d'Etat américaines ont augmenté en raison de l'amélioration des données économiques et du lancement réussi de la campagne de vaccination au pays de l'Oncle Sam. En février et mars, les marchés financiers ont par ailleurs été pénalisés par la détérioration de la situation économique en Europe, ce qui n'est pas surprenant compte tenu de l'augmentation du nombre de cas de Covid-19. A cela s'ajoutent les effets délétères croissants de la pandémie dans divers marchés émergents et la perspective peu probable de discussions bilatérales détendues entre la Chine et les Etats-Unis le 22 avril. Ces dernières ont été éclipsées

par la répression des autorités chinoises à l'encontre de la minorité ouïgoure et par les restrictions croissantes du droit de vote à Hong Kong.

Dans ce contexte, ni la Fed ni la BCE n'ont ajusté leur politique monétaire extrêmement expansionniste. La Fed ne prévoit pas de relever ses taux directeurs, même pas en 2023, ce qui montre sa volonté de laisser courir l'inflation au-dessus de l'objectif pendant un certain temps. Pour sa part, la BCE a augmenté son programme d'achat d'obligations et a continué à injecter des liquidités dans l'économie et sur les marchés financiers. La retenue des deux banques centrales a largement contribué à l'appréciation de 5,7% de l'indice MSCI World sur le trimestre.

## Titres de substance (« value ») encore à la fête

Les titres « value » ont à nouveau dominé les marchés financiers durant la période et se sont encore appréciés. Cela n'est guère surprenant eu égard à la progression des anticipations d'inflation et à la hausse de 0,80% des rendements à 10 ans sur les bons du Trésor américain. Finalement, la hausse des rendements américains se traduit par un facteur d'actualisation plus élevé pour les bénéfices futurs. Cela a donc affecté négativement en particulier les valeurs de croissance, dont le potentiel de gains tend à se situer dans le futur. Les valeurs énergétiques, industrielles et financières ont été les principaux contributeurs à la progression trimestrielle de 9% en USD du MSCI World Value.

## Actions européennes résilientes

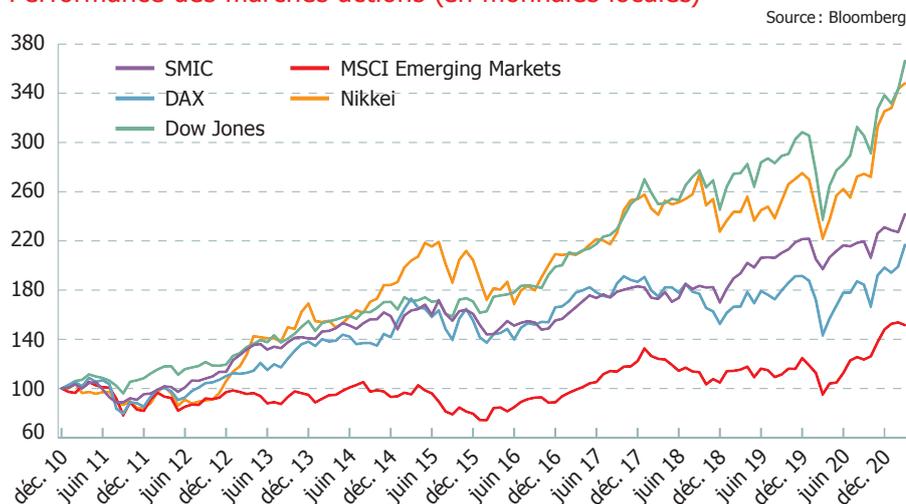
Deux facteurs ont joué en faveur des

marchés d'actions européens : d'une part, la pondération plus faible des valeurs technologiques a conduit à une surperformance par rapport aux marchés américains et, d'autre part, les données économiques ont surpris positivement, malgré les mesures drastiques destinées à lutter contre le Covid-19. Les marchés d'actions asiatiques ont déçu au cours de la période, ce qui pourrait être imputable au lent resserrement de la politique monétaire chinoise. L'indice MSCI Chine a surmonté son recul depuis le milieu de trimestre pour terminer la période pratiquement inchangé.

## Moins-values pour les titres à revenu fixe

Les rendements ont progressé à la suite de la baisse des marchés obligataires, notamment au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. (UK -7,4%, USA -4,6%). Les cours des emprunts d'Etat japonais (-0,5%) sont restés pratiquement inchangés, notamment en raison du contrôle de la courbe des taux par la banque centrale japonaise. La hausse des rendements américains a également laissé des traces dans le segment des obligations d'entreprises. Les obligations ayant une cote de crédit élevée (AAA) se sont inscrites en net recul (USA -7,4%, Europe -2,5%, Suisse -2%). Les marchés émergents n'ont pas non plus fourni de protection et les moins-values ont atteint -4,5%, resp. -6,7% (obligations en monnaie forte, resp. obligations en monnaie locale exprimées en USD). Les obligations chinoises libellées en monnaie locale affichent un rendement positif de 0,6%, après l'intégration de ces titres dans divers indices obligataires.

## Performance des marchés actions (en monnaies locales)



## Le dollar comble son retard

Le dollar s'est raffermi par rapport à la plupart des devises au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2021. Le succès des mesures visant à endiguer la pandémie et du programme de vaccination a conduit à un assouplissement des restrictions et, par conséquent, à une amélioration de la situation économique des Etats-Unis en comparaison internationale. Ces évolutions ont poussé les taux d'intérêt américains à la hausse et dopé le dollar. La paire de devises EUR/USD est tombée à 1,17 à la fin mars. Par rapport au CHF, le dollar s'est même apprécié de près de 7%. L'euro s'est raffermi face au franc suisse, mais n'a pas été en mesure de franchir significativement la barre des 1,10. Les monnaies des marchés émergents ont abandonné leurs gains du 4<sup>e</sup> trimestre 2020.

## Situation macroéconomique en bref

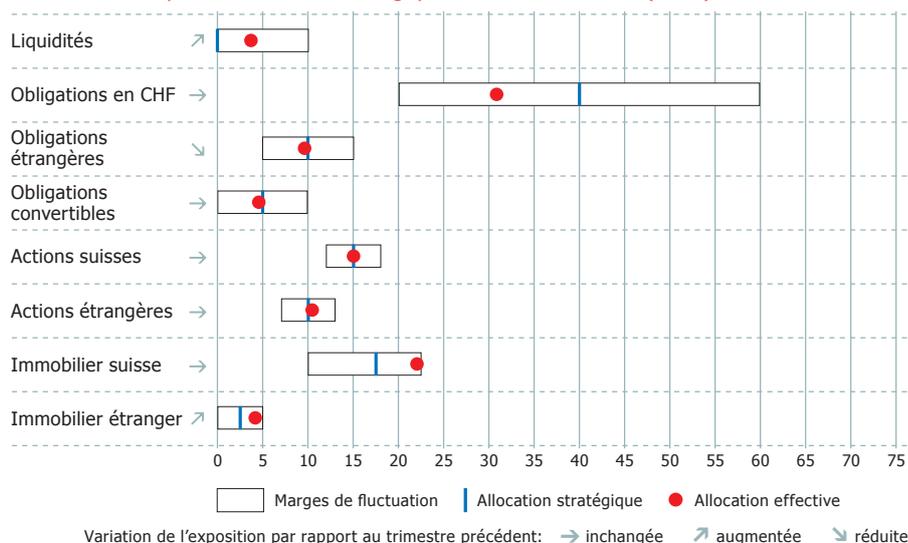
Source: Vontobel

	<b>CROISSANCE</b>	<b>INFLATION</b>	<b>BANQUE CENTRALE</b>
<b>USA</b>	Le plan de relance de USD 1900 mia et les progrès rapides dans la vaccination stimulent la croissance en 2021.	Hausse des prix de plus de 2% au T2, puis baisse en raison de la disparition graduelle des effets ponctuels.	Poursuite des achats de QE par la Fed en 2021, taux nuls jusqu'à la fin de 2023 au moins.
<b>UE</b>	Forte reprise attendue au T2/T3, économie freinée par les mesures supplémentaires contre le Covid au T1.	L'inflation se rapproche de l'objectif de la BCE ou le dépasse même en raison des effets de base et de la reprise conjoncturelle.	Pas d'ajustement des taux par la BCE, utilisation des QE/crédits pour créer des conditions de financement favorables.
<b>CH</b>	Forte reprise attendue au T2/T3, économie freinée par les mesures supplémentaires contre le Covid au T1.	Les effets de base et la reprise conjoncturelle pousseront l'inflation à la hausse, toujours dans la fourchette cible de la BNS.	Pas de modification des taux d'intérêt par la BNS, intervention en cas d'appréciation substantielle du CHF.
<b>CHN</b>	La reprise se poursuit, prévision pour 2021 : 8.8%; forte croissance des exportations en particulier.	L'inflation devrait progresser légèrement, mais rester inférieure à 2% en 2021.	Réduction des stimulations attendue dans un proche avenir, mais stratégie toujours accommodante en 2021.
<b>JPN</b>	Maintenant que les préfectures restantes sont sorties de l'état d'urgence, la reprise devrait à nouveau s'accélérer.	L'objectif de 2% de la BoJ est très éloigné, stabilisation de l'inflation attendue au cours des mois à venir.	Lors du réexamen de sa stratégie, la BoJ a accru sa marge de manœuvre, mais poursuit sa politique expansive.

# Les investisseurs comptent sur les banques centrales et les programmes conjoncturels

Les turbulences qui ont précédé la passation de pouvoir aux USA début janvier n'ont que brièvement pesé sur les marchés boursiers. Avec les premières mesures engagées, le nouveau président a réussi à regagner la confiance perdue sous l'administration Trump. La mise en œuvre rapide du plan de relance économique de 1900 milliards de USD et la confirmation par la Fed qu'elle n'a pas l'intention de modifier sa politique de taux d'intérêt avant la fin 2023 ont favorisé une nouvelle hausse des actions au cours du 1<sup>er</sup> trimestre. L'annonce par le président Biden d'un programme d'infrastructure d'un montant de 2250 milliards de USD supplémentaires a également contribué à restaurer la confiance. Il s'agit toutefois d'un programme sur deux mandats, dont le financement pourrait encore susciter des débats. La situation d'endettement devient donc de plus en plus critique, ce qui a largement contribué à la hausse de 0,8 % des taux d'intérêt pour les obligations d'Etat à 10 ans au cours du trimestre sous revue. D'autres facteurs sont la révision à la hausse de la croissance économique à plus de 6 % pour 2021 et la poussée inflationniste qui en découle, mais qui ne devrait toutefois avoir qu'un caractère temporaire. Une surchauffe, notamment du marché du travail, ne peut être exclue. En Europe, le rythme de la croissance est en revanche plus lent, principalement en raison des récentes mesures de confinement et du retard pris dans la lutte contre la pandémie.

Allocation tactique vs allocation stratégique MIXTA OPTIMA 25 (en %) à fin mars 2021



## Un optimisme prudent

Alors que les économistes brossent un tableau optimiste de l'économie, de nombreux analystes voient le début d'un nouveau cycle et relèvent leurs prévisions de bénéfices, parfois de manière significative. Les valorisations étant déjà très élevées, notamment pour les valeurs de croissance, une poursuite de la hausse des cours doit être justifiée par une croissance correspondante des bénéfices. L'environnement actuel offre des opportunités pour les actions cycliques. Globalement, les **actions** restent légèrement surpondérées. Au 1<sup>er</sup> trimestre, les actions suisses sont restées à la traîne. En tant que marché plutôt défensif, la Suisse reste toutefois intéressante. Notre préférence va aux valeurs industrielles et aux titres du secteur de la santé. Nous continuons de

surpondérer les petites et moyennes capitalisations, tout comme les stratégies à faible bêta et à volatilité minimale. Les **obligations** restent peu intéressantes malgré la hausse des rendements, même si la hausse de l'inflation ne devait être que temporaire. Nous sous-pondérons les obligations « investment grade » en raison de leur longue durée. Les marchés émergents, qui offrent des rendements réels intéressants, nous paraissent en revanche attrayants. Du point de vue des flux de trésorerie, nous considérons **l'immobilier** comme une alternative intéressante aux obligations. Les actions immobilières américaines (REITs) présentent encore un potentiel de hausse en raison des perspectives économiques favorables. Le manque apparent d'inquiétude des investisseurs nous incite à faire preuve de prudence. Partant de l'hypothèse que les BC et les gouvernements, en tant que prêteurs de dernier ressort, ne laisseraient pas un incident isolé se propager comme un feu de paille, les investisseurs ne sont impressionnés ni par la hausse des taux d'intérêt ni par la hausse des anticipations d'inflation.

## Aperçu des performances MIXTA OPTIMA à fin mars 2021

Catégorie I, nette de frais

	YTD	2020	3 ans*	5 ans*	10 ans*
<b>MIXTA OPTIMA 15**</b>	0.87 %	2.85 %	3.20 %	3.32 %	3.63 %
<b>MIXTA OPTIMA 25</b>	2.51 %	1.62 %	4.23 %	4.57 %	4.72 %
<b>MIXTA OPTIMA 35</b>	3.28 %	1.61 %	4.78 %	5.25 %	5.06 %
<b>Pictet LPP 25 (2000)</b>	1.59 %	2.57 %	3.92 %	3.74 %	4.19 %

\*annualisée \*\*Catégorie II

# ESG et placements obligataires ne sont pas antinomiques !

## Les actionnaires ne sont pas les seuls à exercer une influence sur la direction

Les mécanismes de fixation des prix sur les marchés obligataires primaires et secondaires offrent aux investisseurs la possibilité d'induire des changements en matière d'environnement, de société et de gouvernance (ESG). Cours et évaluations des obligations ne reflètent pas seulement l'offre et la demande, mais aussi les attentes et les représentations de valeur des investisseurs en tant que bailleurs de fonds.

Bien que les créanciers obligataires n'aient pas directement voix au chapitre lors des assemblées générales, ils ont néanmoins la possibilité d'exercer une influence (« **engagement** »). En tant que bailleurs de fonds, ils ont un accès direct aux directions des entreprises et aux représentants des gouvernements et leur action en tant que groupe leur donne le poids nécessaire. Etant donné l'importance croissante de la question de la durabilité, la création d'un forum commun n'est peut-être qu'une question de temps. Un tel forum permettrait de faire pression sur les émetteurs, notamment parce que les améliorations ESG peuvent avoir un impact direct sur les notations de crédit.

## Les évaluations des agences ESG ne suffisent pas

Les notations de crédit des trois grandes agences S&P, Moody's et Fitch sont suivies attentivement par les investisseurs. Comme leurs approches sont

similaires, il est rare que les résultats soient fondamentalement différents en ce qui concerne la probabilité de défaut d'un émetteur.

La situation est différente avec les notations ESG. L'évaluation subjective des données et de leur qualité constitue ici un défi. Etant donné l'importante charge de travail qui en découle pour les petites entreprises, celles-ci ne sont souvent pas au même niveau que leurs grandes sœurs en termes d'information et de divulgation et obtiennent donc des notes inférieures. Aussi, les investisseurs ne doivent pas se fier à une évaluation unique, mais prendre en compte un large éventail d'informations dans leur évaluation. En outre, il est important d'identifier les entreprises qui gèrent non seulement l'étape vers une meilleure notation de crédit, mais aussi vers un niveau ESG plus élevé.

Le secteur des services publics, qui connaît de profonds bouleversements, en est un exemple. Une entreprise dont le modèle économique doit être amélioré de manière concrète et crédible en faveur de l'efficacité énergétique et des énergies renouvelables n'a peut-être pas encore la meilleure note ESG, mais elle peut devenir un bon élève.

## Une prise en compte différenciée des risques ESG élevés s'impose

L'importance des risques ESG d'une entreprise n'est pas déterminante à elle seule ; la manière dont ils sont gérés et un plan clair pour les réduire sont tout aussi importants. Les entreprises

dotées d'une solide gestion des risques ESG tiennent compte d'un éventail plus large de risques et ont tendance à mettre en place de meilleurs mécanismes de contrôle. Il est ainsi possible de laisser dans l'univers de placement des entreprises qui dépassent actuellement (encore) un certain seuil de revenus en termes de production d'électricité à partir de charbon, par exemple, mais qui ont un plan de transition concret pour réduire ce seuil, voire éliminer complètement cette activité. L'exclusion d'entreprises n'est pas la seule option viable, d'autant qu'elle limite l'univers de placement et donc la diversification. Cependant, il est essentiel de se concentrer sur les principaux risques ESG et de garder un œil sur leur impact sur la trésorerie et la flexibilité financière d'une entreprise.

## Conclusion

Les facteurs ESG doivent être intégrés dans toute approche obligataire, et pas uniquement pour les stratégies durables. L'inclusion de critères de durabilité dans l'analyse des émetteurs d'obligations d'entreprises et souveraines semble plus urgente que jamais.

Source : Vontobel Asset Management



IST Situation conjoncturelle  
Edition avril 2021

IST Investmentstiftung

Manessestrasse 87 | 8045 Zürich

Tel 044 455 37 00 | Fax 044 455 37 01

info@istfunds.ch | istfunds.ch

IST Fondation d'investissement

Avenue Ruchonnet 2 | 1003 Lausanne

Tél 021 311 90 56 | Fax 044 455 37 01

info@istfunds.ch | istfunds.ch

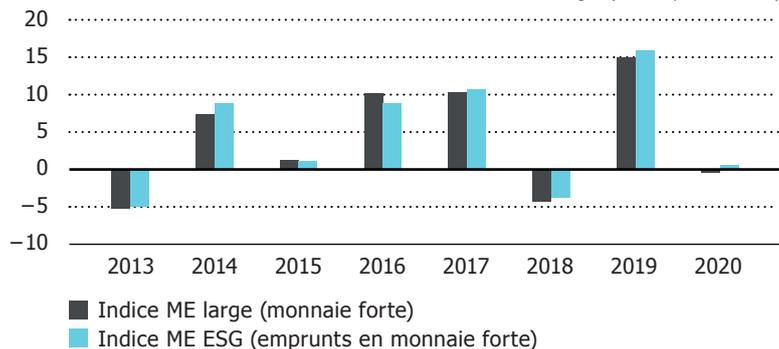
## Clause de non-responsabilité

La documentation relative aux groupes de placements de la Fondation d'investissement IST n'a qu'un caractère informatif et ne constitue ni une recommandation d'achat, ni une incitation à souscrire des droits des groupes de placements qui y sont mentionnés. Les principes généraux de placement et les directives de placement édictées pour chaque groupe de placements peuvent être obtenus sur demande auprès de la Fondation d'investissement IST, Manessestrasse 87, 8045 Zurich ou téléchargés sur le site [istfunds.ch](http://istfunds.ch). Veuillez lire attentivement cette documentation et prendre en considération les aspects liés aux risques. La valeur des placements et les produits sont susceptibles de diminuer. Les performances passées ne fournissent pas nécessairement une indication quant aux performances futures.

## Les obligations durables des marchés émergents libellées en monnaie forte offrent des rendements supérieurs à la moyenne

Performance en %

Source : JPMorgan (état : septembre 2020)



Les performances passées ne sont pas un indicateur des performances actuelles ou futures.