

Octobre 2021

Taux d'intérêt et obligations

La reflation fait son retour

Etats-Unis

- Les rendements des T-Bonds ont bondi en septembre, ceux à 10 ans gagnant 20 pb, et l'extrémité courte pourtant bien ancrée gagne 9 pb, les courbes se raidissant.
- La réunion du FOMC en septembre a été plus offensive que prévu, le directeur de la Fed laissant peu de doute quant au début de la réduction des rachats d'actifs en cette fin d'année.

Zone euro

- Les rendements des Bunds ont également progressé, par solidarité avec leurs homologues américains. De plus, le risque d'un gouvernement allemand penchant nettement à gauche s'est évanoui. Le rendement à 10 ans a gagné 24 pb, les courbes se raidissant.
- Mme Lagarde, la présidente de la BCE, a souligné que la majeure partie de l'inflation était due à des chocs d'offre temporaires et que les banquiers centraux ne devaient pas surréagir, tempérant ainsi toute attente de hausse prochaine des taux directeurs.

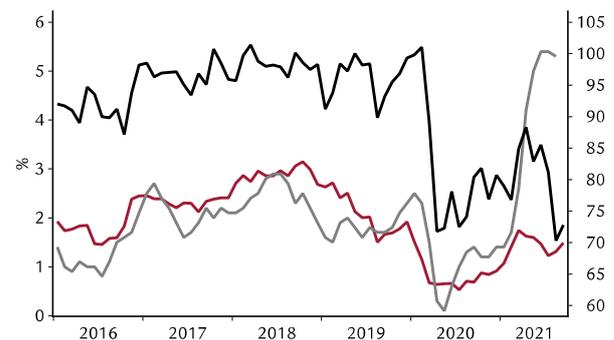
Royaume-Uni

- Les obligations britanniques ont nettement sous-performé en septembre, les Gilts à 10 ans signant un nouveau pic cyclique à près de 1%, en hausse de près de 40 pb depuis fin août.
- La Banque d'Angleterre a surpris les marchés par son ton offensif, avec des hausses de taux dans les mois à venir. Le compte-rendu de la réunion témoigne de l'inquiétude grandissante quant à l'inflation.

Suisse

- Le rendement des obligations suisses a maintenu sa forte corrélation à celui de l'EUR, gagnant 20 pb. A 5 ans, le pic de début d'année, à -0,5%, est atteint.
- A la différence de la plupart des autres économies, la Suisse jouit d'une reprise saine sans flambée de l'inflation, et donc sans pression sur la BNS pour durcir sa politique monétaire.

Le pic d'inflation déprime les ménages



— Rendement T-Bond à 10 ans, échelle de gauche

— Inflation aux Etats-Unis, échelle de gauche

— University of Michigan Consumer Sentiment Index, échelle de droite

MACROBOND

Les écarts de crédits sont englués à des plus bas historiques, et mondialement, les taux font les montagnes russes. Les rendements d'obligations ont globalement bondi fin septembre, les banques centrales se montrant plus restrictives sur fond de crainte inflationniste accrue. En particulier le prix des matières premières et les difficultés côté offre, des semi-conducteurs à la pénurie d'essence outre-Manche, livrent d'authentiques cas d'espèce de l'inflation. Mais ces causes devraient s'avérer temporaires. Les frictions dans l'économie sont bonnes pour la presse, mais font généralement long feu et se résolvent d'elles-mêmes par la force des marchés. De plus, vu la plongée du moral des ménages américains (cf. graphique), la dynamique de croissance devrait ralentir. Cela devrait soulager la pression sur le front de l'inflation, même si cette dernière devrait s'établir au-dessus de la cible de 2% de la Fed dans un futur proche. Avec le pic probablement derrière nous, la hausse de rendement des obligations ne devrait pas durer. Nous voyons plutôt ce dernier mouvement comme un ajustement depuis le point bas de l'été et attendons la définition d'une nouvelle fourchette. Quant aux actifs risqués, nous pensons qu'il peut y avoir un nouveau rallye alimenté par la reflation, même s'il sera sans commune mesure avec celui de 2020. Nous sommes prudents sur la durée et neutres sur les écarts de crédit vu les niveaux actuels très serrés.

Actions

Timide septembre, mais de beaux lendemains

Etats-Unis

- Le marché américain a cédé 4,8% le mois dernier, une première depuis janvier. Les principales causes de la correction ont été l'incertitude de l'évolution économique chinoise, attisant la hausse des taux et l'agenda politique américain. Toutefois, depuis début 2021, le rendement total de ce marché reste de 16,7%.
- La bonne saison de publication des résultats et la récente correction ont fait passer le Shiller PE de 30 à environ 26. Mais parmi les grands marchés, l'américain reste le plus cher, il y a donc peu de marge de hausse.

Zone euro

- Le marché a cédé 3,4% en septembre, avec une performance qui reste à environ 16,5% depuis début 2021.
- La valorisation et la dynamique économique favorisent le marché européen par rapport à l'américain.

Royaume-Uni

- En septembre, le marché britannique a perdu 0,5%, signant une performance de 11,4% depuis début 2021.
- Il est défensif et affiche le plus fort rendement du dividende des grands marchés.

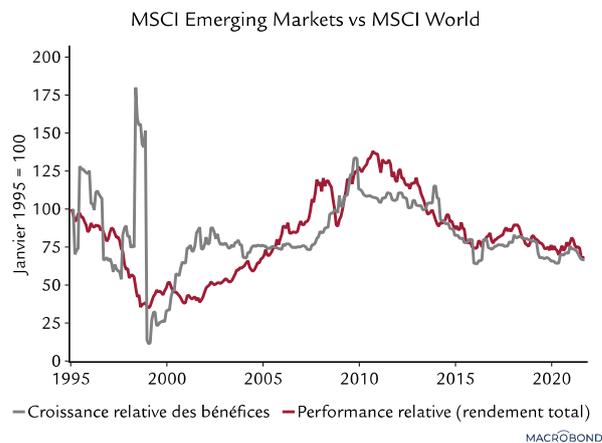
Suisse

- Le marché suisse a perdu 6,8% en septembre, sa performance depuis début 2021 est de 12,9%.
- Le secteur pharmaceutique, poids lourd du SMI, a fortement pesé sur les actions helvètes en septembre.

Marchés émergents

- Cédant 4,0%, les marchés émergents sont dans le sillage des développés le mois dernier. Mais avec une performance de -1,1% depuis début 2021, les premiers sont très loin des seconds (14,2%).
- La valorisation des actions des marchés émergents par rapport aux marchés développés est intéressante, mais la situation politique en Chine reste pour l'heure un souci.

Marchés émergents – Risques et opportunités



Depuis la crise financière en 2009, et cette année également, les marchés émergents peinent. En 12 ans, ils ont sous-performé l'indice du marché développé (MSCI World) d'un stupéfiant 160%, et le différentiel de performance en 2021 est de plus de 15%. Même la performance à long terme depuis 1995 est désormais inférieure à celle des marchés développés. Depuis la création du concept de marchés émergents en 1987, la surperformance reste de près de 2% p. a. Le graphique ci-dessus montre que la performance relative à long terme est étroitement liée à l'évolution relative des bénéfices. Ainsi, si les marchés émergents veulent signer un retour, de solides bénéfices seront déterminants. Les conditions sont réunies : la productivité et la population devraient croître, les bénéfices actuels et les niveaux de rentabilité sont plutôt faibles, et la fin de la pandémie redonnerait de l'élan à ces économies. De plus, la plupart des devises sont sous-évaluées, mais les perspectives sont moins claires à court terme. Les données économiques chinoises sont plutôt faibles actuellement (p. ex. croissance ralentie du crédit, mais un plancher semble atteint), et Pékin a nettement resserré la vis sur le marché immobilier et les sociétés technologiques. Depuis février, les actions de ces dernières (15% de l'indice MSCI Emerging Markets) ont sous-performé leurs pairs mondiaux de près de 50%. Ailleurs dans les pays émergents, la pandémie fait toujours rage et la vaccination ne décolle pas. Toute amélioration de ces indicateurs garantirait un mouvement vers une surpondération des actions des marchés émergents.

Devises

Resserrement précoce : l'USD et la GBP en verve

Etats-Unis

- Même si les données économiques américaines, notamment les chiffres de l'emploi en août, ont déçu en septembre et que l'inflation confirme son caractère transitoire argué par la Fed, celle-ci a clôturé sa réunion de septembre sur une note offensive (cf. texte principal).
- La hausse consécutive des rendements des obligations a fait s'affermir l'USD face à toutes les devises majeures et des marchés émergents, à l'exception notable du RUB et du CNY.
- La vigueur de l'USD devrait durer jusqu'à la fin de l'année grâce au carry du billet vert.

Zone euro

- En septembre, l'EUR a cédé 2% à l'USD, mais il a été stable face au CHF.
- L'Europe est gagnée par la poussée inflationniste surprise, et le bond du prix du gaz et de l'électricité viendra s'ajouter à l'inflation ces prochains mois.
- Comme cette hausse de l'inflation devrait être temporaire, la BCE ne devrait pas devenir offensive, et nous réitérons notre prévision négative sur l'EUR/USD.

Royaume-Uni

- Malgré des chaînes d'approvisionnement en pointillé, la Banque d'Angleterre prévoit une reprise continue et un resserrement de sa politique monétaire plus tôt que tard.
- Les taux de change n'y ont pas réagi : la paire GBP/EUR a évolué latéralement en septembre et la paire GBP/USD a reculé. Selon nous, celle-ci devrait renverser la vapeur au prochain trimestre.

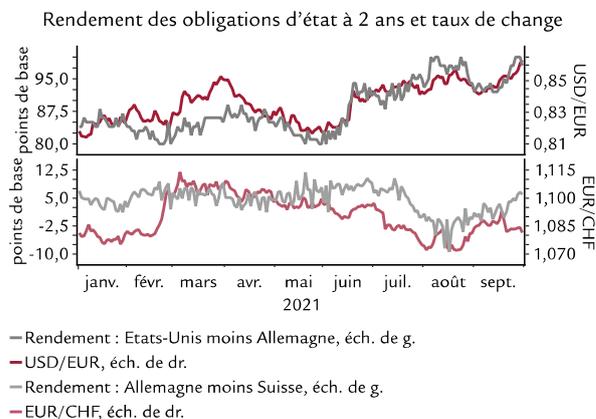
Suisse

- En septembre, la paire EUR/CHF a oscillé entre 1,08 et 1,09.
- Les différentiels de rendement entre la Suisse et l'Allemagne étant proches, et ils devraient le rester vu l'alignement des politiques monétaires de la BNS et de la BCE, nous restons neutres sur la paire EUR/CHF sur les trois prochains mois.

Japon

- Le JPY a cédé près de 1% à l'USD en septembre.
- Optimistes sur l'USD, nous le sommes également sur la paire USD/JPY pour le prochain trimestre.

Les différentiels de rendement portent les changes



MACROBOND

En septembre, les attentes du marché quant à la politique monétaire ont été motrices des marchés des changes. Même si on s'attendait globalement à ce que la Fed prépare les marchés à la réduction prochaine des rachats d'actifs (« tapering »), le ton offensif de la réunion de septembre du FOMC a tout de même surpris les investisseurs. En effet, les nouvelles projections de taux directeurs de la plupart des membres du FOMC font état d'un appétit pour des hausses plus tôt et plus importantes que prévu. La projection médiane actuelle pour la fin 2022 est une hausse de 25 pb, suivie de deux voire trois autres en 2023. Le rendement du T-Bond à 2 ans a ainsi culminé, celui des homologues européens a bien moins bougé, creusant le différentiel de taux (carry) et faisant baisser la paire EUR/USD. En effet, le carry explique largement les mouvements de la paire EUR/USD cette année (cf. graphique), et il devrait continuer de soutenir l'USD contre toutes les devises majeures. Le carry, ou son absence, reste le principal argument de notre position neutre sur la paire EUR/CHF. La seule devise majeure qui devrait s'apprécier face à l'USD est la livre sterling. Avec la Banque d'Angleterre passant à l'offensive et qui, selon nous, devrait augmenter son taux directeur dès le T1 2022, le rendement du Gilt à 2 ans a bondi au-dessus de son homologue américain, une première depuis 2015. Malgré cette transition du carry, la paire GBP/USD a connu un recul en septembre, un mouvement qui devrait s'inverser au moins partiellement au prochain trimestre.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels.

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.

Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.