

Novembre/décembre 2021

Taux d'intérêt et obligations

L'inflation contraindra-t-elle les banques centrales?

Etats-Unis

- La courbe des T-Bonds s'est aplani en octobre, les rendements à 5 ans signant +20 pb, contre -11pb à 30 ans. Les marchés financiers attendent deux hausses du taux directeur de la Fed d'ici fin 2022.
- Selon nous, la Fed ne le relèvera qu'une seule fois l'an prochain, deux si l'inflation ne fléchit pas.

Zone euro

- La crise gazière sur le Vieux Continent et la corrélation positive avec les T-Bonds ont aplati la courbe de rendement des Bunds. A cinq ans, les rendements gagnent 17 pb en octobre.
- La BCE estime l'évaluation relativement offensive du marché concernant les hausses de taux non conforme à ses prévisions. Elle devrait annoncer un nouveau programme de rachat d'actifs en décembre, prolongeant l'actuel tout en adjoignant des traits flexibles du PEPP (programme d'achats d'urgence face à la pandémie).

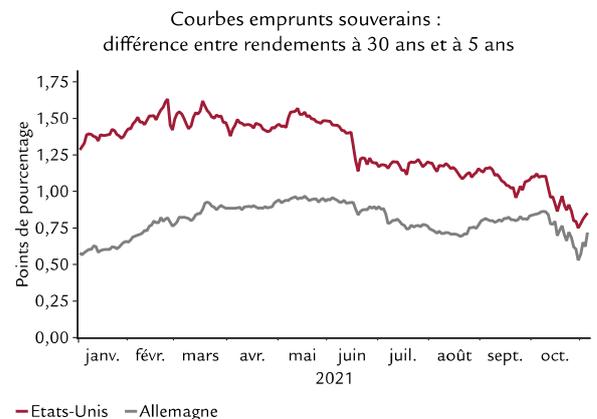
Royaume-Uni

- Les gilts ont signé les mouvements les plus marqués en octobre. Les rendements à 5 ans ont signé +20 pb, ceux à 30 ans -26 pb.
- Au sein du G10, la Banque d'Angleterre est l'une des plus offensives, et plusieurs de ses membres envisagent une hausse dès 2021. Pour nous, un premier relèvement est plus probable au T1 2022.

Suisse

- Les taux d'intérêt en Suisse ont évolué comme leurs homologues en EUR, hormis l'échéance à 2 ans, neutre en glissement mensuel.
- Même si le pays ne voit pas son inflation bondir, la BNS pourrait décider de commercer à resserrer sa politique monétaire si ses homologues européens font de même. Mais cela est une question qui se posera au plus tôt en 2023.

Courbes aplaties par crainte d'inflation et de ralentissement



En octobre, les craintes inflationnistes persistantes dans les pays développés ont amené les marchés financiers à anticiper un début de cycle de relèvement des taux. Les courbes du rendement obligataire se sont donc nettement aplaties (voir graphique), en hausse à l'extrémité courte et en baisse à l'extrémité très longue. De nombreux investisseurs s'inquiètent d'une inflation persistante supérieure à la cible forçant les banques centrales à relever les taux directeurs dans un contexte de croissance qui freine. Selon nous, l'inflation sera transitoire et ces institutions vont répondre à une évaluation du marché qui nous semble trop agressive. A court terme, l'impact des prix des matières premières et des difficultés d'approvisionnement sur les bénéficiaires inquiète les investisseurs. Les résultats du 3^e trimestre sont meilleurs que prévu, les entreprises effaçant largement la hausse de coûts des intrants par des prix à la production plus élevés, avec un impact minime sur les volumes de ventes. A cela s'ajoute le report de l'échéance du plafond de la dette américaine et de moindres craintes concernant la Chine, favorisant le retour de l'achat à la baisse. Léger creusement des écarts de crédit tout de même en octobre, la volatilité des taux pesant sur la classe d'actifs. L'évolution future des écarts devrait être latérale. Concernant les taux, ceux à long terme devraient croître timidement, ceux à court terme se stabiliser après le récent pic.

Actions

Les pertes de septembre sont effacées

Etats-Unis

- L'indice S&P 500 a gagné 7,1% en octobre, terminant le mois sur un record historique au-delà des 4600 points. Le marché américain a surperformé les autres par 2% à 3%, grâce aux excellents résultats des grandes sociétés technologiques. Depuis début 2021, la performance tutoie 25%.
- La saison des résultats aux Etats-Unis a démarré en fanfare : au 3^e trimestre, les bénéfices gagnent 37% et les revenus 16% en glissement annuel. Une croissance des bénéfices près de 10% supérieure aux attentes, avec plus de 80% des entreprises les dépassant.

Zone euro

- Le marché a gagné 4,7% en octobre, et sa performance est d'environ 21% depuis début 2021.
- L'UEM est actuellement le marché le plus actif de notre grille d'évaluation, associant valorisation et indicateurs techniques.

Royaume-Uni

- En octobre, le marché britannique a pris +2,1%, signant une performance de 13,9% depuis début 2021.
- Sa valorisation est très attractive, mais le Brexit et la forte exposition aux actions valeur pèsent toujours.

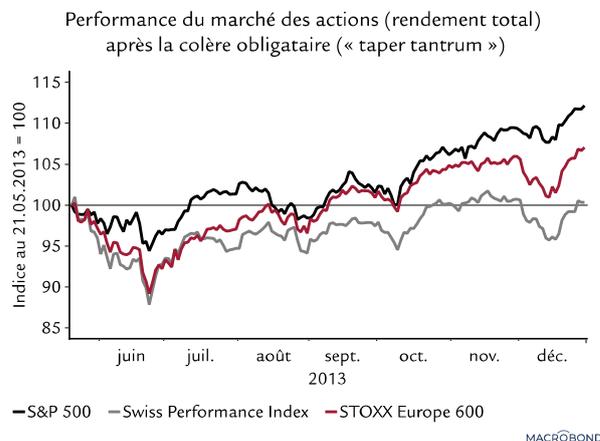
Suisse

- Le marché suisse a gagné 3,8% en octobre, sa performance depuis début 2021 est de 17,2%.
- Un joli mois pour les financières, alors que la santé a suivi l'indice.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain, mais c'est une place défensive, susceptible de surperformer dans un contexte agité.

Marchés émergents

- En signant 1,0% en octobre, les marchés émergents sous-performent toujours. Depuis le début de l'année, la performance est de zéro à cause de la faiblesse du marché chinois, qui pèse 35% de l'indice.

Rendements et actions en hausse



La hausse des rendements obligataires depuis août, conséquence d'annonces prudentes de plusieurs banques centrales de la fin des rachats d'actifs, a ravivé les craintes d'une nouvelle colère obligataire (*taper tantrum*) comme il y a huit ans. En mai 2013, la Fed annonçait la réduction (*tapering*) de ses rachats d'actifs, et le marché des actions réagissait par une correction de 5% aux Etats-Unis, tutoyant respectivement 11% et 13% en Suisse et en zone euro (voir graphique) en quelques jours. Sur la même période, les rendements à 10 ans gagnaient 0,3% à 1,0%. Mais fin 2013, comme la correction datait de mai, le marché des actions américain signait +13%, l'euro péen +7% et le suisse cédait 0,7%. D'autres épisodes brossent le même tableau : depuis 1990, nous avons connu huit phases de forte hausse des rendements obligataires. Seule la période 1993/1994 fait exception avec des rendements des actions négatifs entre le creux et le pic de rendement des T-Bonds à 10 ans. Ce rendement obligataire a gagné en moyenne 2% lors de ces phases, et les marchés des actions ont progressé de plus de 20%. Mais la situation actuelle est différente à deux égards. Primo, le niveau de départ du rendement obligataire est bien inférieur et secundo, toutes les classes d'actifs affichent de fortes valorisations. Ainsi, toute hausse substantielle et rapide des rendements obligataires affecterait davantage les marchés des actions que par le passé. Si la croissance économique et celle des bénéfices restent solides (c'est notre avis) et que les banques centrales restent expansionnistes, les actions devraient cette fois aussi résister si la hausse des rendements est modérée et progressive.

Devises

Le CHF devrait rester ferme face à l'EUR

Etats-Unis

- Pondéré des échanges, l'USD est resté quasi inchangé en octobre.
- Les craintes d'inflation grandissent, favorisant la réévaluation offensive des attentes en matière de politique monétaire par les marchés. Comme il en est de même dans presque tous les pays développés, l'impact sur les taux de change de l'USD a été limité.
- Toutefois, le carry (différentiel de taux d'intérêt) reste favorable au billet vert, notamment face aux devises à faible rendement (EUR, CHF et JPY). L'USD devrait donc s'apprécier face à elles à moyen terme.

Zone euro

- Un euro faible en octobre (également face à des devises continentales comme le CHF, la GBP, la SEK et le NOK), malgré de solides données économiques, de vraies surprises concernant l'inflation et des attentes accrues quant à une hausse de taux côté BCE.
- Selon nous, les marchés ont réagi de façon exagérée à la dernière réunion de l'institution, et en effet, ces attentes ont déjà reflué début novembre. Nous réitérons donc notre position négative sur la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- Conformément à notre prévision, la GBP s'est appréciée face à l'USD en octobre, les marchés guettant avec insistance la Banque d'Angleterre et une hausse de taux directeur.
- Nous sommes désormais neutres sur la paire GBP/USD, car ces attentes sont justes.

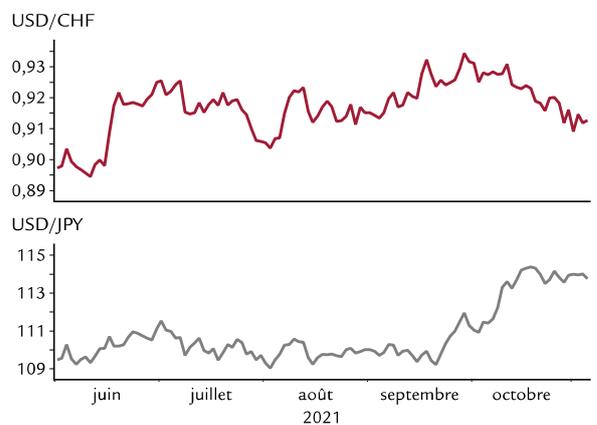
Suisse

- Surprise côté CHF, qui a gagné près de 2% face à l'EUR en octobre (voir texte principal).
- Les différentiels de rendement entre la Suisse et l'Allemagne étant proches et appelés à le rester vu l'alignement des politiques monétaires de la BNS et de la BCE, nous restons neutres sur la paire EUR/CHF.

Japon

- Le JPY continue de céder du terrain à l'USD dans la première quinzaine d'octobre, la paire USD/JPY se stabilisant à 114 ensuite.
- Cette faiblesse devrait perdurer, car l'environnement de croissance et d'inflation faibles alimentera encore la déprime des taux d'intérêt nippons.

Des valeurs refuges aux trajectoires contrastées



En octobre, le CHF a signé la troisième meilleure performance des devises des marchés développés. Seuls l'AUD et le NZD ont fait mieux, tous deux profitant d'une nette réévaluation des attentes de politique monétaire. Un mouvement particulièrement frappant face à la monnaie unique, la paire EUR/CHF glissant sous 1,06 fin octobre, proche du point seuil cyclique de mai 2020, quand la morosité économique régnait. Mais cette fois, la force du franc ne traduit pas une aversion au risque des investisseurs. Bien au contraire, les actifs risqués ont été à la fête en octobre, et l'autre valeur refuge traditionnelle, le JPY, a cédé 2,5% pondéré des échanges. L'appétence au risque a certainement induit cette faiblesse, que le contexte politique va maintenir, les élections générales ayant cimenté la majorité absolue du PLD au pouvoir. Politiques monétaire et fiscale devraient donc rester souples au Japon.

Sans flux de valeurs refuges, la bonne performance du CHF face à l'EUR s'explique donc par l'absence de carry. A diverses échéances, les rendements obligataires suisses dépassent ceux des Bunds, et les marchés financiers estiment plus probable un relèvement de taux directeur par la BNS que par la BCE ces 12 prochains mois (hausse de 8 pb pour la BCE contre 18 pb pour la BNS à la clôture de la rédaction). Si cela semble étrange vu l'inflation bien plus faible en Suisse, le retour d'un carry positif de l'EUR n'est pas pour demain. Nous maintenons donc notre vision neutre de la paire EUR/CHF, tout en reconnaissant que les risques de cette estimation sont asymétriques à très court terme, une reprise étant plus probable qu'une autre vente massive.

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.