

Janvier 2022

Taux d'intérêt et obligations

Le marché obligataire ignore la Fed

Etats-Unis

- Aplatissement des courbes de rendement américaines sur fond d'émergence du variant Omicron, les écarts de crédit sortant de leur hibernation et se creusant de 12 pb.
- L'inflation continue d'accélérer et la Fed s'enhardit, remisant enfin son discours d'une « inflation transitoire ». Lors de sa réunion de décembre, elle a annoncé hâter sa réduction d'achats d'actifs, et la première hausse de taux directeur est attendue en juin 2022.

Zone euro

- Les rendements des Bunds ont cédé du terrain en novembre, le segment à 5 ans perdant 24 pb. Les écarts de crédit en EUR sont en nette hausse, se creusant de 20 pb.
- La BCE aussi est plus offensive, et certains programmes de rachat d'obligations pourraient cesser. Mais l'arrêt du soutien devrait être bien moins rapide qu'outre-Atlantique, et sans hausse de taux directeur en 2022.

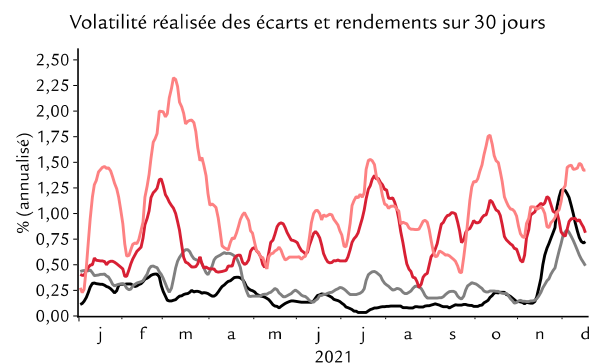
Royaume-Uni

- Les écarts de crédit britanniques se sont creusés de 10 pb en novembre, alors que la courbe du rendement s'aplatit encore : seuls 8 pb séparent les segments 10 ans et 30 ans.
- Après une réunion de novembre soldée sans hausse de taux directeur, la Banque d'Angleterre a surpris en l'augmentant de 15 pb un mois plus tard, le comité dédié considérant la pression inflationniste comme une menace plus importante que l'impact économique du variant Omicron.

Suisse

- Les rendements des obligations de la Confédération baissent en novembre, mais moins que les Bunds. Les points à 10 ans et à 30 ans cèdent seulement 10 pb environ.
- Nullement inquiète de l'inflation, la BNS se retrouve toutefois sous pression pour intervenir sur le marché des changes, les monnaies refuges étant prisées.

Une faible volatilité moyenne en 2021



— Rendement T-Bond à 10 ans — Ecart de crédit en USD
— Rendement Bund à 10 ans — Ecart de crédit en EUR

Source: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

En 2021, la répression financière par les banques centrales a pris tout son sens. Suite aux vastes programmes de rachat d'obligations, la volatilité du crédit a plongé, située au tiers de sa moyenne historique en EUR, et à la moitié en USD. Serrés, les écarts de crédit ont connu une faible dispersion, les courbes s'aplatissant sur les plans du risque et de la durée. Les investisseurs ont été forcés de ne pas lésiner sur le risque pour espérer un rendement positif, notamment au regard de la forte hausse des taux d'intérêt des premiers mois de 2021. Si les écarts de crédit ont peu bougé, les taux ont fait les montagnes russes, le ralentissement estival dû au variant Delta tirant sans relâche le rendement vers le bas malgré une inflation en flèche, avant de se stabiliser dans une fourchette relativement large. Selon nous, l'année 2022 sera différente avec l'arrêt progressif des programmes de rachat. Volatilité et dispersion du crédit devraient croître, la sélection des émetteurs et l'allocation sectorielle seront des clés de performance. En 2022, les écarts de crédit devraient eux aussi augmenter, tout comme les rendements obligataires, le caractère «transitoire» de l'inflation s'avérant erroné. Cela étant, c'est à l'extrémité courte que le mouvement sera le plus marqué. En cas de nette correction des actifs risqués ou d'un plus fort ralentissement de la croissance et de l'inflation, les taux devraient baisser.

Actions

Un excellent cru 2021, malgré un récent passage à vide

Etats-Unis

- Le marché américain des actions gagne 25% depuis début 2021 : c'est le plus performant parmi ses pairs développés. Il progresse de 2,5% depuis début novembre, malgré une correction en fin de mois.
- Les technologiques restent maîtresses de la performance, notamment le sextuor FAANGM (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google, Microsoft). A eux six, ces titres ont constitué 15% à 20% de la performance du Nasdaq en 2021.
- C'est un marché très cher et le différentiel de valorisation face à ses pairs est à un niveau record.

Zone euro

- Le marché européen gagne près de 20% en 2021, sous-performant à nouveau son homologue américain. La performance est neutre depuis fin octobre 2021.
- La valorisation de marché comparée aux moyennes historiques est neutre. La croissance des bénéfices et revenus en Europe ressemblera fort à celle du marché américain en 2022.

Royaume-Uni

- Le marché britannique gagne 18% depuis début 2021, et 1,1% depuis fin octobre.
- Sa valorisation est très séduisante, mais les risques politiques liés au Brexit, de potentielles hausses de taux directeur et la forte exposition aux valeurs de rendement pourraient continuer de peser.

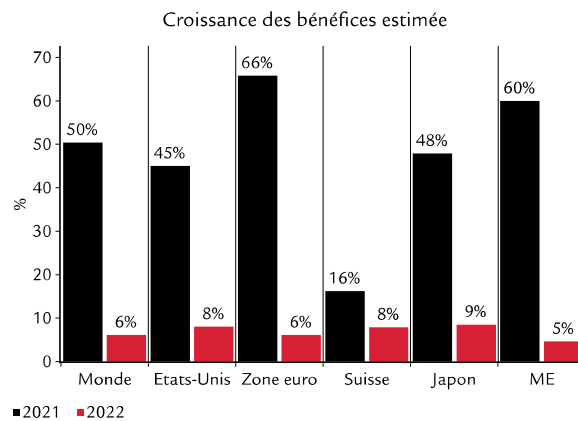
Suisse

- Depuis début 2021, le marché suisse affiche un rendement total de 21%, surperformant l'américain de 0,5% depuis fin octobre.
- C'est le second marché le plus cher au monde. Mais les poids lourds de l'indice que sont les secteurs pharmaceutique et financier ne sont pas démesurément valorisés et ce marché se tient bien en cas de forte volatilité.

Marchés émergents

- Depuis le début de l'année, les marchés émergents sont neutres, cédant même 2% depuis fin octobre. La Chine, pesant 35% de l'indice, perd près de 20% sur 2021.
- La valorisation rend les actions intéressantes, et le récent assouplissement monétaire en Chine pourrait déclencher un rattrapage.

La croissance des bénéfices augure d'un bon cru 2022



Source: Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Après un excellent cru 2021 (croissance des bénéfices de 50%, voire plus), le potentiel de rendement des actions pour 2022 est moindre, mais pourrait tutoyer les 10%. Primo, la croissance économique restera forte, plus que la normale, dans la plupart des économies. Même si une correction peut intervenir à tout moment, un repli prolongé des marchés des actions coïncide presque toujours avec une récession, très improbable actuellement. Secundo, l'inflation devrait baisser en 2022, allégeant la pression à durcir le ton pour les banques centrales. Tertio, la croissance des bénéfices des entreprises devrait tutoyer 10% sur tous les marchés majeurs. Au niveau actuel des valorisations, cela signifierait un rendement du marché de 5% à 10%. Quarto, l'argument TINA (« there is no alternative ») reste recevable, les taux nominaux et réels étant négatifs en Europe et en Suisse.

Bien sûr, nous surveillons plusieurs facteurs de risque. Si l'inflation reste nettement supérieure à 2%, les banques centrales seraient contraintes de relever leurs taux plus vite que prévu. Dans un tel scénario, la valorisation élevée des marchés des actions – Etats-Unis en tête – serait sous pression. Les autres risques majeurs à court terme sont politiques. Nous surveillons de près le conflit commercial sino-américain et les tensions entre Moscou et Kiev. Enfin, le covid pourrait venir semer le trouble à court terme sur les marchés des actions. La volatilité devrait donc être élevée en 2022.

Devises

L'USD et le CHF toujours forts en 2022

Etats-Unis

- Notre prévision était juste : l'USD pondéré des échanges a gagné près de 2% en novembre avant de se stabiliser en première quinzaine de décembre. De nouvelles surprises côté inflation et l'anticipation d'un resserrement monétaire l'expliquent.
- La réunion du FOMC en décembre n'a pas produit la réaction initiale attendue. Certes, la Fed s'est montrée plus offensive, mais l'USD a légèrement fléchi juste après la réunion. Toutefois, le creusement des différentiels de taux d'intérêt devrait soutenir le billet vert ces trois prochains mois.

Zone euro

- La dépréciation de l'EUR face à l'USD et au CHF a continué depuis notre dernière édition. La monnaie unique a toutefois repris le terrain cédé aux devises nordiques SEK et NOK, et évolué latéralement face à la GBP.
- Nous sommes largement convaincus que le pic d'inflation dans l'UEM est transitoire, principal fruit des prix de l'énergie, et que la BCE restera relativement expansionniste en 2022. Nous réitérons donc notre position négative sur la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- Après un mois d'octobre positif, la paire GBP/USD a un temps cédé 3,5%, la Banque d'Angleterre décevant l'attente de hausse de taux directeur. Mais la hausse surprise en décembre a redonné de l'élan à la GBP.
- Nous restons neutres sur la paire GBP/USD au prochain trimestre.

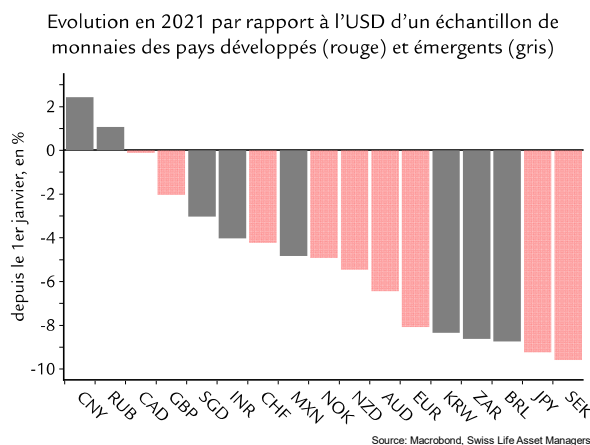
Suisse

- Toujours en baisse en novembre, la paire EUR/CHF a glissé brièvement sous 1,04 début décembre, du jamais vu depuis 2015.
- Le potentiel d'appréciation du CHF demeure pour le prochain trimestre (voir texte principal). A court terme, les risques géopolitiques liés aux tensions entre Moscou et Kiev pourraient encore affaiblir la paire.

Japon

- La paire USD/JPY oscille autour de 114 en novembre et début décembre.
- Conforme à notre prévision de vigueur globale de l'USD, la paire devrait progresser au prochain trimestre.

Un dollar américain en forme en 2021



L'USD a régné sur 2021. A l'heure où nous écrivons, il surperforait toutes les devises des grands marchés développés et émergents, hors CNY et RUB. Le CNY a certainement profité de la forte reprise des exportations et de la politique monétaire relativement restrictive de Pékin. Le rouble a surfé sur la forte hausse des prix de l'énergie, à l'instar des devises sensibles aux matières premières comme le CAD et la NOK, qui ont cédé moins de terrain à l'USD que d'autres monnaies cycliques. Parmi elles, le trio EUR, JPY et SEK est le bonnet d'âne de 2021 dans les marchés développés, cédant jusqu'à 10% à l'USD. Outre leur nature cyclique, ces devises ont également subi la pression de la hausse du carry de l'USD (différentiel de taux). Le CHF fait exception et s'apprécie notablement face à l'EUR en 2021. Nous faisons deux prévisions majeures pour 2022. Primo, l'USD restera fort, notamment face à l'EUR. En décembre, lors de la réunion du FOMC, la Fed a durci sa position, indiquant trois hausses de 25 pb du taux directeur en 2022, renforçant davantage le carry du billet vert. Secundo, une nouvelle appréciation du CHF face à l'EUR est plutôt probable. La BNS y semble plus tolérante, notamment car la devise helvète n'est pas aussi surévaluée que par le passé. Le net écart d'inflation entre la Suisse et la zone euro a permis une valorisation plus juste du CHF mesurée par les modèles de parité du pouvoir d'achat. De plus, les exportations nettes suisses ont battu des records en 2021, signe que de nombreux secteurs sont à même de gérer les niveaux de change actuels.

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.