

Mars 2022

Taux d'intérêt et obligations

Retour des primes de risque

Etats-Unis

- Sur la courbe des rendements, la hausse plus rapide à l'extrémité courte qu'à la longue s'est poursuivie en février. +31 pb pour le rendement des T-Bonds à 2 ans, fruit de l'anticipation d'un cycle de relèvement agressif dans un contexte de flambée de l'inflation.
- Sept hausses de taux (de 25 pb chacune) ont été en temps anticipées, et même une de 50 pb pour la réunion du FOMC en mars. Puis le marché est revenu à cinq à six relèvements, le conflit en Ukraine basculant vers la guerre.

Zone euro

- La hausse des rendements européens a été un peu moins marquée. Les courbes ont évolué presque en parallèle (+30 pb) avant de baisser avec l'invasion russe en Ukraine.
- L'inflation bondissant également en Europe, la BCE a durci le ton en février ; les marchés ont toutefois rapidement écarté un relèvement significatif de taux directeurs en 2022 vu la dégradation géopolitique.

Royaume-Uni

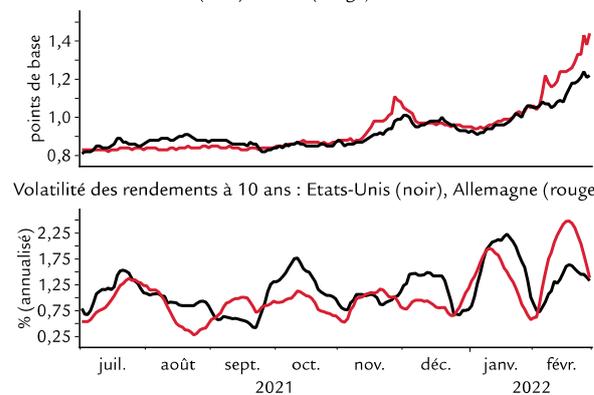
- Bref aplatissement des courbes en février, le point à 2 ans gagnant plus de 50 pb avant de chuter de 40 pb en fin de mois, alors que l'extrémité longue progressait de 20 pb.
- La Banque d'Angleterre a de nouveau relevé son taux directeur en février, et nous en attendons d'autres.

Suisse

- A nouveau, la Suisse était un peu à part, les mouvements étant moins marqués (+10 à 15 pb pour les rendements) et la courbe en légère montée.
- La situation de la BNS reste relativement plus confortable, l'inflation étant moins problématique en Suisse.

Écarts en EUR plus élevés que ceux en USD durant la crise

Écarts de crédit : USD (noir) et EUR (rouge)



Sources : Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Volatilité = volatilité réalisée

Le mois dernier, nous mettions en avant la réaction relativement timide des écarts de crédit à la chute des actions. Ils ont commencé à se rattraper ce mois-ci, en plein conflit russo-ukrainien et dans un contexte de rhétorique offensive des principales banques centrales. Une sortie anticipée des programmes de rachat induits par la pandémie, voire une hausse de taux en 2022, semblent possibles côté BCE, un scénario impensable pour les marchés financiers voilà quelques semaines. Sans surprise, la hausse de volatilité des taux associée à la prévision d'un moindre soutien a induit une nette réévaluation du risque, les écarts de crédit signant +33 pb en EUR et +15 pb en USD. Les premiers sont maintenant à 138 pb, un niveau que nous jugeons élevé pour le risque sous-jacent, les données économiques étant solides. Alors que le risque géopolitique reste élevé, l'impact des guerres sur les marchés financiers est historiquement bref. Si la guerre reste limitée à l'Ukraine et que la Russie ne riposte pas aux sanctions en fermant le robinet du gaz pour l'Europe, les actifs risqués pourraient rebondir. En revanche, la forte activité d'émission pourrait mettre les écarts sous pression haussière en mars. Ainsi, nous saisirions tout resserrement des écarts comme occasion de réduire le risque. Nous restons neutres en duration, la précarité géopolitique contrant l'effet de l'inflation sur les taux.

Actions

En quête de sens

Etats-Unis

- En février, le marché américain a cédé 2,8%, signant -8,6% depuis début 2022. C'est le moins performant des marchés développés, une première depuis longtemps.
- La principale raison est le changement radical des prévisions de politique monétaire. Fin décembre 2021, trois hausses de taux directeur (25 pb chacune) étaient attendues, contre cinq à six aujourd'hui. La semaine dernière, la guerre en Ukraine a fait plonger les marchés des actions.

Zone euro

- Le marché des actions de l'UEM a cédé 4,5% en février et environ 7,9% en 2022.
- L'évolution des attentes quant à la politique de la BCE a animé la zone euro. Contrairement à la fin 2021, les marchés anticipent un premier relèvement dès fin 2022. La guerre en Ukraine affecte davantage le marché européen que les autres.

Royaume-Uni

- Après des années d'atonie, le marché britannique surperforme ses pairs en 2022, signant +1,2% en février et +2,8% depuis le début de l'année.
- Il affiche toujours la plus faible valorisation parmi les marchés développés.

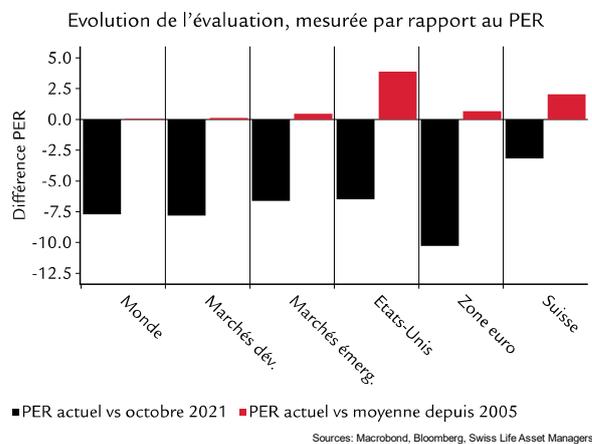
Suisse

- La faible performance du marché suisse a continué en février, où il a cédé 2,3%, et 7,9% depuis début 2022.
- Au sein du SMI, les valeurs industrielles cycliques sont les mauvais élèves.

Marchés émergents

- Sur ces marchés, la performance est moins négative (-4,0% depuis début 2022 et -2,9% en février). Cette année, ils surperforment pour l'heure les marchés des actions développés de 2,9%.
- La valorisation est intéressante et de timides signes d'assouplissement monétaire et budgétaire chinois ont soutenu le marché.

Retour des valorisations aux moyennes historiques



Les bénéfices des entreprises au T4 2021 sont excellents, +28% aux Etats-Unis, et la croissance des revenus signe +16% face à celle du T4 2020. Dans la zone euro, où les restrictions étaient plus sévères fin 2020, les bénéfices ont progressé de 99%, les revenus signant +27% au T4 2021 en glissement annuel. Ces deux marchés ont dépassé les attentes des analystes (5% à 10% pour les bénéfices et 3% à 12% pour les revenus). Les prévisions pour 2022 sont globalement stables, avec une croissance des bénéfices de 5% à 10%. La vigueur des profits et la récente correction des marchés mondiaux des actions ont normalisé les valorisations. Le ratio cours sur bénéfices (PER) a cédé 5 à 10 points en valeur absolue et s'inscrit, pour les marchés développés (hors Etats-Unis) et émergents, autour des moyennes historiques. Sur le marché américain, le PER actuel est de 21, contre 15 en zone euro. Bien que les valorisations soient devenues plus intéressantes, la hausse des taux d'intérêt et la perspective du repli du support de la politique monétaire annoncent des mois difficiles. Historiquement, en période de taux en hausse, les valorisations d'actions baissent. Le tableau actuel est donc globalement conforme à cette expérience. De plus, l'attaque menée par la Russie a pesé sur les marchés des actions. Par le passé, les crises géopolitiques n'ont eu que des effets brefs et limités sur les marchés des actions (voir « Perspectives – Allocation d'actifs »). Le paroxysme de l'anxiété de l'investisseur face à la guerre en Ukraine n'ayant pas été atteint, nous adoptons pour l'heure une position prudente sur les actions, en restant constructifs à moyen terme.

Devises

Un dollar toujours soutenu en mars

Etats-Unis

- La faiblesse initiale de l'USD début février s'est vite inversée avec l'escalade du conflit en Ukraine. En février, le billet vert a joué son rôle de devise refuge en pareil événement, et s'est apprécié face à l'EUR et à la GBP, plus cycliques.
- En mars, l'incertitude géopolitique et la détermination de la Fed à poursuivre le relèvement devraient soutenir l'USD face aux devises de tous les principaux marchés développés.

Zone euro

- Parmi les devises majeures, c'est l'euro qui est le plus exposé à la guerre en Ukraine, non seulement par la proximité géographique, mais surtout en raison de la dépendance au gaz russe.
- De plus, la BCE pourrait temporairement édulcorer sa rhétorique, affaiblissant davantage l'EUR. Nous réitérons donc notre position négative sur la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- La paire GBP/USD a connu un mois de février contrasté, pour finir quasi stable.
- Dans la logique de notre vision d'un USD fort, nous avons rétrogradé celle sur la paire GBP/USD de neutre à négative.

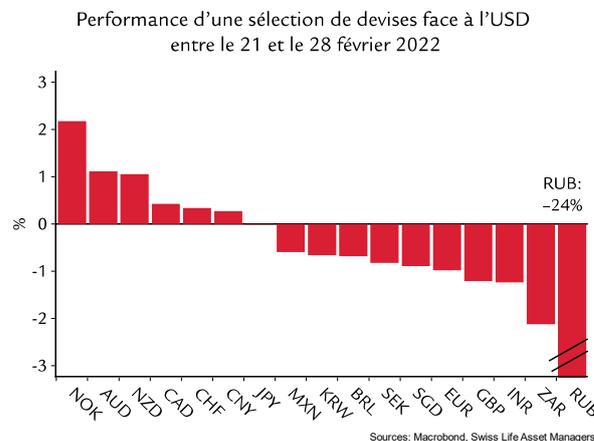
Suisse

- Courant février, la paire EUR/CHF a atteint 1,03, la tendance étant aux valeurs refuges.
- Un faible niveau qui nous fait opter pour une position neutre, une large part d'incertitude étant peut-être déjà anticipée. En cas de grave escalade et de menaces militaires à l'encontre des pays occidentaux, la paire EUR/CHF pourrait approcher la parité et déclencher une intervention de la BNS.

Japon

- La paire USD/JPY oscille autour de 115 depuis début 2022.
- Le JPY devrait être une devise refuge de second rang dans cette crise et sous-performer l'USD en mars. En outre, le carry reste favorable à une paire USD/JPY plus élevée.

Dépréciation du rouble de 24% en une semaine



Le rapide basculement vers la guerre ouverte lors de la dernière semaine de février a fait des dégâts sur les marchés des changes. Sans surprise, le rouble russe a fait les frais du sévère régime de sanctions et perdu 24% de sa valeur. Les devises des principaux pays exportateurs de matières premières (Norvège, Australie, Nouvelle-Zélande et Canada) se sont appréciées. La livre sterling a fait bande à part. Même si le Royaume-Uni est un producteur majeur de pétrole et de gaz, la GBP a signé la pire performance parmi les grandes devises. Généralement, les valeurs refuges sont le CHF et le JPY, l'USD aussi. Le franc a joué son rôle comme prévu, mais la paire USD/JPY est restée inchangée lors de la crise. Rien de surprenant vu la nature du choc. La hausse du prix des matières premières est l'effet le plus important des sanctions contre Moscou. Le Japon, grand importateur net d'énergies fossiles, notamment de brut et de gaz naturel liquéfié, y est très exposé. La crise détériore ainsi les termes de l'échange, ce qui tend à affaiblir la devise. Depuis la révolution du gaz et du pétrole de schiste, les Etats-Unis sont un producteur majeur. La crise se traduira surtout par l'inflation des prix à la consommation, et la Fed ne déviara pas de sa trajectoire de resserrement. Le carry de l'USD demeurera et portera le billet vert face à l'EUR, au JPY, au CHF et à la GBP. L'euro va céder du terrain au dollar, car si la situation s'envenime, l'Europe continentale en fera directement les frais, de par sa proximité avec la guerre, mais aussi de sa dépendance au gaz russe. Les investisseurs vont donc sûrement intégrer une prime de risque au taux de change EUR/USD.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
 @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. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.