

Mai 2022

Taux d'intérêt et obligations

La tendance haussière des taux devrait se maintenir

Etats-Unis

- Les taux d'intérêt à long terme augmentent encore en avril, sur fond de vigueur économique et d'envolée de l'inflation. Les rendements réels à 10 ans sont revenus à zéro. Hausse des intérêts à court terme, à mesure qu'approche le durcissement plus rapide de la politique monétaire.
- Le marché attend un taux directeur de la Fed en hausse jusqu'à 2,25% d'ici fin 2022. Selon nous, un relèvement de 50 pb suivra chacune de ses réunions, en mai et en juin.

Zone euro

- Les prix de l'énergie en hausse attisent encore l'inflation. Hausse notable des rendements des obligations d'Etat lors des premiers mois de 2022. La guerre en Ukraine pèse sur l'économie, mais les PMI d'avril traduisent pour l'instant un effet limité. L'Allemagne est l'économie européenne la plus touchée.
- La BCE réduit son programme de rachats d'actifs et devrait y mettre un terme au 3^e trimestre 2022. Certains responsables ont laissé entendre que le relèvement des taux pourrait intervenir dès juillet. C'est peu probable selon nous ; la première hausse devrait être pour septembre, avant une seconde en décembre.

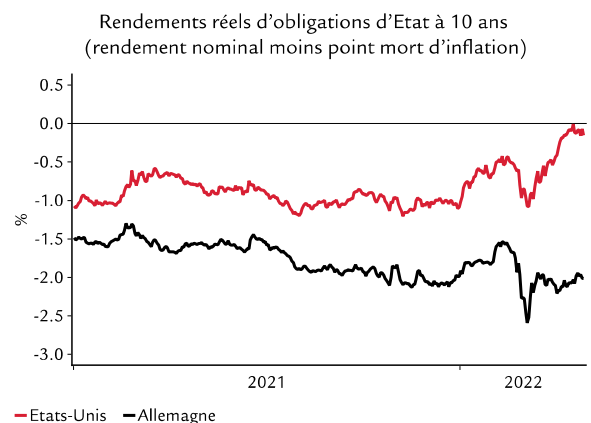
Royaume-Uni

- Le rendement des gilts progresse, mais moins que dans la zone euro.
- La Banque d'Angleterre devrait relever ses taux deux nouvelles fois cette année, soit quatre au total en 2022.

Suisse

- Les taux d'intérêt ont suivi la même courbe que leurs pendants européens. Les obligations à rendement négatif ont quasiment disparu.
- Selon nous, la BNS ne relèvera pas ses taux avant que la BCE le fasse, et donc pas avant décembre.

Retour à zéro des rendements réels américains



Source : Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Vive hausse des rendements des obligations d'Etat depuis début 2022, portée par la forte inflation exacerbée par la flambée des prix de l'énergie et des matières premières, conséquence de la guerre en Ukraine. Aux Etats-Unis, la marque neutre des rendements réels attendus est presque atteinte. C'est un signe de conditions favorables pour les affaires. En Europe, les rendements réels sont ancrés en territoire négatif, l'économie y étant davantage affectée par la guerre. Les PMI d'avril indiquent toutefois un effet limité pour l'instant. Mais l'heure n'est pas aux bilans, car le conflit pourrait s'enliser. L'incertitude économique demeure élevée, car l'arrêt des livraisons de gaz russe est un risque qui affecterait lourdement l'Allemagne. En Chine, la stratégie zéro covid entraîne le confinement de villes clés, et la chaîne logistique pourrait s'en voir affectée. L'inflation pourrait ainsi progresser et entraver la croissance économique. L'envolée des taux d'inflation a entraîné une volte-face des banques centrales. Le resserrement des conditions financières va restreindre l'activité de crédit des banques, alimentant le risque de récession en 2023 et notre prudence sur le risque de crédit. Nous pensons également que les rendements des obligations d'Etat vont augmenter à court terme, mais moins rapidement. Les banques centrales augmentant leur taux directeur, les courbes devraient s'aplatir.

Actions

Forte inflation, faible croissance : les marchés peinent

Etats-Unis

- En avril, le marché américain a cédé pas moins de 7,9%, signant -12,8% depuis début 2022.
- Les marges bénéficiaires ont commencé à reculer au T3 2021, et il y a fort à parier que la tendance se poursuive. Le consensus du marché attend cependant des marges record au T3 2022. La saison des résultats a bien démarré.
- Le marché américain reste plus cher que les autres (rapport cours/bénéfice (P/E) : 21) et la hausse des rendements réels et nominaux rend les actions moins intéressantes que les obligations.

Zone euro

- Le marché des actions de l'UEM a perdu 3,5% en avril, et 12,3% en 2022.
- Comme outre-Atlantique, les résultats attendus nous semblent trop optimistes. Mais à l'inverse du marché américain, les taux d'intérêt réels restent négatifs, et la valorisation tutoie les moyennes historiques (P/E : 15).

Royaume-Uni

- Après des années d'atonie, le marché britannique surperforme ses pairs en 2022, cédant certes 0,7% en avril, mais gagnant 4,0% depuis le début de l'année. En 2022, c'est le seul grand marché à être dans le vert.
- Sa valorisation reste la plus faible des marchés développés, et ses pondérations sectorielles dans l'énergie et les matériaux les plus fortes.

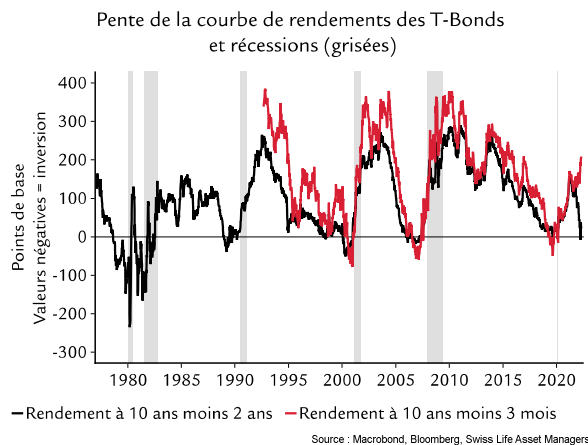
Suisse

- Le marché suisse a cédé 0,5% en avril, et 6,4% depuis début 2022.
- Il a profité de la forte performance des pharmaceutiques en première quinzaine d'avril et du caractère globalement défensif.
- En termes de valorisation, le marché suisse est le plus cher derrière les Etats-Unis (P/E : 16,5). Cette nature défensive justifie selon nous une prime de valorisation dans le contexte de marché actuel.

Marchés émergents

- Encore une fois, ces marchés sont à la traîne, signant -14,8% depuis janvier, et -8,4% en avril.
- Ils sont nombreux à pâtir des prix élevés de l'alimentaire, de l'énergie et des produits agricoles. En Chine, de nouveaux confinements font tousser l'activité économique et les expéditions.

Etats-Unis : inversion de courbe, signe classique de récession



Historiquement, l'inversion de la courbe des rendements est le meilleur indicateur de marché d'une récession. Depuis 1967, toutes les récessions ont succédé à une inversion, mais la réciproque n'est pas systématique. Une inversion de la courbe des taux signifie que les acteurs du marché attendent une baisse des taux directs, un signe classique d'une récession. Mais actuellement, une brève inversion sur une seule échéance (10 ans moins 2 ans) ne suffit pas : il faudrait que l'inversion dure au moins un à trois mois, et que la courbe à 10 ans moins 2 ans et celle à 10 ans moins 3 mois s'inversent. Ces deux conditions ne sont pas réunies (voir graphique). La comparaison avec le taux à 3 mois est quelque peu trompeuse, car la Fed a du retard quant à la fixation d'un taux adéquat pour le marché monétaire. Défiant l'intuition, une inversion de la courbe des rendements n'induit pas des rendements négatifs des actions sur les 6 à 12 mois qui suivent. Depuis 1967, le marché américain des actions a en moyenne atteint un pic seulement onze mois suivant l'inversion et ce pic intervenait en moyenne cinq mois avant le début de la récession. Ainsi, l'intervalle moyen entre l'inversion de la courbe et la récession est de 16 mois. Le rendement moyen du marché des actions entre le début de l'inversion et le pic est de 15% ; il a été négatif une seule fois, lors du premier choc pétrolier de 1973, où le pic est intervenu avant l'inversion. Cette analyse permet de tirer deux conclusions. Primo, l'inversion actuelle n'est selon nous pas encore significative. Secundo, le potentiel de perte de performance est important en cas de vente prématurée des actions.

Devises

Une vigueur infinie du billet vert ?

Etats-Unis

- L'USD n'en finit pas de gagner du terrain face aux principales devises, sur fond de hausse des rendements des obligations d'Etat, d'anticipation d'un tour de vis plus vif de la Fed et de risques géopolitiques.
- DXY, l'indice de l'USD face à un panier de devises majeures, s'est apprécié de plus de 8% depuis début 2022, atteignant son plus haut depuis 20 ans.

Zone euro

- L'EUR a cédé quelque 5% à l'USD en avril, mais a surpris par sa stabilité face aux autres devises européennes, à savoir GBP, CHF, SEK ou NOK.
- L'inflation bondit encore en zone euro, et la normalisation devrait intervenir plus tôt que prévu selon nous, un premier relèvement étant probable au 3^e trimestre. De ce côté de l'Atlantique, les rendements obligataires à long terme peuvent encore progresser, limitant la baisse de la paire EUR/USD malgré les risques élevés issus de la guerre en Ukraine. Nous sommes neutres sur la paire EUR/USD pour le prochain mois.

Royaume-Uni

- La vigueur générale de l'USD a fait fléchir la paire GBP/USD d'environ 5% en avril.
- Notre position est neutre pour les paires GBP/USD et GBP/EUR pour le prochain mois.

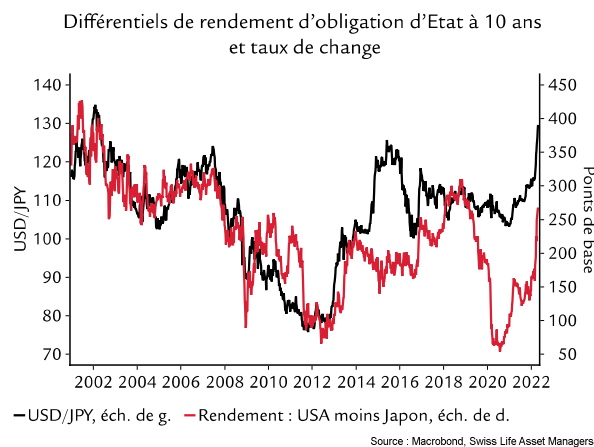
Suisse

- En avril, la paire EUR/CHF a stagné autour de 1,02. A l'instar des autres devises d'Europe, le CHF a cédé 5% à l'USD.
- Le franc va rester prisé vu la situation géopolitique, nous réitérons donc notre position négative sur la paire EUR/CHF.

Japon

- Comme en mars, le yen est la lanterne rouge des grandes devises en avril. La Banque du Japon a en effet surpris le marché par sa rhétorique très conciliante quant à sa future politique monétaire.
- La paire USD/JPY a atteint un pic inédit depuis 20 ans. A ces niveaux élevés, nous devenons neutres sur la paire USD/JPY.

Pic inédit en 20 ans pour la paire USD/JPY



Notre prévision du mois dernier d'un USD neutre était prématurée : le billet vert s'apprécie en avril, surperformant les devises tous marchés développés et émergents confondus. Le mouvement est très prononcé face au yen notamment. Le 28 avril, la Banque du Japon a réitéré sa décision de politique de contrôle de la courbe des rendements, visant à limiter celui des obligations d'Etat à 10 ans à 0,25%. De nombreux analystes attendaient de cette banque centrale une réaction au moins rhétorique à la vente massive du JPY éveillant l'inquiétude des politiques et des ménages. Les rendements nippons à 10 ans gelés à près de zéro, et les américains à 10 ans augmentant inlassablement, le carry s'est renforcé et a poussé le taux de change USD/JPY au-dessus de 130, une première en pile 20 ans. L'USD s'est également apprécié face à l'EUR, même si les rendements des emprunts d'Etat dans l'UEM ont progressé, les attentes d'un resserrement par la BCE allant croissant. La faiblesse persistante de l'EUR tient certainement à l'actualité du front ukrainien, et au danger latent d'un arrêt brutal des livraisons de gaz, susceptible de plonger la zone euro en récession.

Au niveau actuel des taux de change face à l'USD, nous restons neutres sur le triptyque EUR, GBP et JPY en mai. En effet, les rendements américains sont allés suffisamment loin, tout comme les attentes quant au relèvement des taux directeurs. Nous réitérons notre position négative sur la paire EUR/CHF, le différentiel d'inflation élevé et tenace entre la Suisse et la zone euro tirant davantage vers le bas la « juste » valeur de ce taux de change. En outre, le CHF devrait rester prisé vu le contexte géopolitique actuel.

Swiss Life Asset Managers



Patrick Haas
Portfolio Manager Fixed Income
patrick.haas@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Product Specialist
Equity and Multi Asset
andreas.homberger@swisslife-am.com
🐦 @Homberger_A



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian

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.