

Juin 2022

Taux d'intérêt et obligations

Les rendements deviennent intéressants

Etats-Unis

- Pic des rendements des T-Bonds à 10 ans en mai, dépassant 3,1%, avant que la contraction des actifs risqués les ramène à 2,7%. Les écarts de crédit ont signé +14 pb début mai, avant de finir le mois quasi stables.
- Si l'inflation ne ralentit pas ces prochains mois, la Fed pourrait être contrainte d'accélérer le resserrement de sa politique monétaire.

Zone euro

- Le marché du crédit en euro sous-performe toujours son homologue américain, la BCE se retirant du marché. Les écarts ont gagné 16 pb en mai, et les taux ont légèrement augmenté.
- Les marchés anticipent un premier relèvement des taux directeurs en juillet et des mesures dans cette logique lors des prochaines réunions de la BCE. Mais à moyen terme, il reste à voir si la BCE se montrera aussi rigoureuse que la Fed.

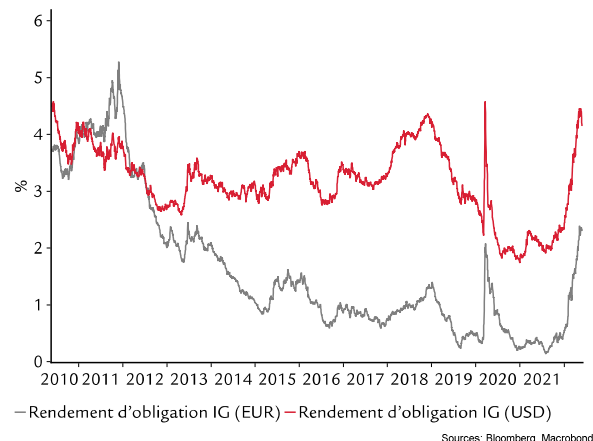
Royaume-Uni

- Après un léger repli en première quinzaine, les taux britanniques ont terminé le mois globalement neutres.
- La Banque d'Angleterre relève son taux de 1% tout en prévenant de risques de récession. Un mouvement étrange qui a dérouté les marchés. La Banque d'Angleterre s'attend à cinq hausses de taux pour freiner l'inflation, ce qui ralentira également la croissance.

Suisse

- Les rendements des obligations de la Confédération détonnent, car ils sont en baisse sur tout le mois de mai. L'écart face aux Bunds est revenu à -27 pb, un niveau observé la dernière fois avant la pandémie.
- De même, la BNS devient plus offensive alors que l'inflation est relativement contenue en Suisse.

Rendement des obligations IG en EUR et USD



Avec la forte hausse des taux et des écarts de crédits, les fonds à revenu fixe ont connu le pire début d'année de leur histoire. Les rendements totaux des obligations américaines investment grade (IG) se sont inscrits à -11,5% fin mai, et leurs homologues en EUR ne font guère mieux, à -8,2%. L'inflation reste bien supérieure aux cibles des banques centrales, les tensions géopolitiques sont fortes et les craintes de récession s'accumulent, desservant les actifs risqués. Toutefois, il y a un regain d'intérêt pour le crédit IG. Les obligations IG en EUR affichent actuellement un rendement de 2,3%, un niveau inédit depuis 2013. Celles en USD livrent 4,15%, atteignant presque les pics de décembre 2018 ou de mars 2020 quand la pandémie a éclaté. Les écarts de crédit pourraient encore se creuser vu la croissance qui ralentit. Les taux devraient recommencer à couvrir une baisse des actifs risqués. De plus, nous estimons que croissance et inflation ont atteint leur pic, soit un bon moment, historiquement, pour investir dans les obligations d'Etat. Mais actuellement, nous restons prudents sur la durée et le risque. Bien que nous attendions une baisse à court terme des écarts de crédit, nous profiterions de cette évolution de marché pour réduire l'exposition aux émetteurs cycliques ou moins bien notés et privilégier les émetteurs de meilleure qualité.

Actions

Bénéfices corrects et attractivité relative réduite

Etats-Unis

- En mai, le marché américain a été très volatil. Jusqu'au 20 mai, il a perdu 5%, mais un fort rebond a largement atténué la perte, de 0,3% en fin de mois. Depuis janvier, la performance est de -14,1%.
- La valorisation a baissé ces derniers mois, mais le marché américain reste cher en termes absolus comme relatifs (face à d'autres marchés d'actions).
- Relativement, la politique monétaire américaine est la moins souple.

Zone euro

- Le marché des actions de l'UEM a gagné 0,6% en mai, mais perd 10,4% en 2022.
- La saison des bénéfices a été excellente, malgré l'impact de la guerre en Ukraine.
- Pour l'UEM, la politique monétaire est à double tranchant : alors qu'elle est bien plus souple qu'outre-Atlantique, il faudrait clairement que la BCE la resserre.

Royaume-Uni

- Le marché britannique reste le meilleur élève cette année, signant +1,3% en mai, et +7,2% en 2022.
- Il affiche la plus faible valorisation et l'allocation sectorielle la plus cyclique de tous les grands marchés. A titre d'exemple, le poids de l'énergie y est de 14%, contre seulement 5% dans les pays développés.

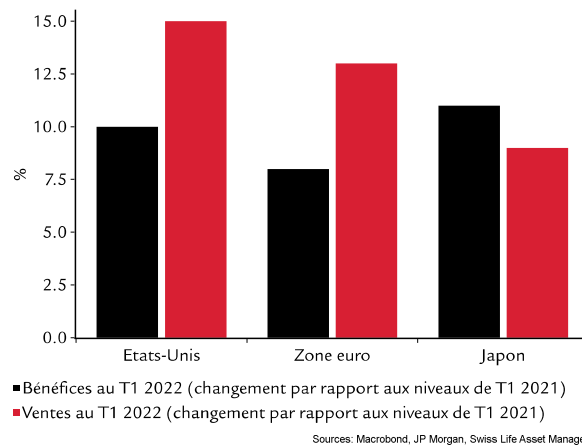
Suisse

- Le marché suisse a cédé 4,5% en mai, et 9,4% depuis janvier. En mai, il n'a pas participé à la reprise observée ailleurs en fin de mois.
- Cette faible performance face à ses homologues s'explique par le mauvais mois de Roche et de Nestlé. Ces deux titres pèsent 32% dans le SPI et ont cédé respectivement 7% et 10% en mai.

Marchés émergents

- Un gain de 0,4% en mai pour les marchés émergents, signant -11,8% depuis début 2022.
- Faiblesse de l'économie chinoise, prix agricoles et alimentaires élevés, hausse des rendements américains et graves effets de la guerre en Ukraine pèsent sur les marchés émergents.
- La valorisation est intéressante, mais l'inquiétude concernant l'économie chinoise justifie une position prudente pour l'heure.

Publication des résultats, perspectives et valorisation



La période de publication des bénéfices pour le 1^{er} trimestre 2022 s'achève. Globalement, les résultats sont très bons. De +8% à +11%, la croissance des bénéfices (vs 1^{er} trimestre 2021) n'est dépassée que par celle des revenus, dépassant de 2% et 14% les attentes. Les attentes pour l'ensemble de l'année 2022 ont profité de ces bonnes surprises et sont plus élevées qu'en début d'année, malgré les tracas liés à l'inflation, aux taux d'intérêt et à la guerre en Ukraine. Les analystes relevant leurs estimations de croissance pour l'année entière, les révisions de bénéfices (hausse moins baisse) repassent en positif. Pour 2023, les attentes n'ont été réduites qu'à la marge. Si cette croissance se concrétise, la plupart des marchés des actions sont actuellement valorisés à la moyenne historique ou en deçà, en considérant le rapport cours/bénéfice. Ensemble, prévisions de bénéfices et valorisation indiquent des marchés des actions à valorisation raisonnable. Un rebond pourrait se produire lorsque les craintes d'une inflation élevée persistante, de la stagflation et de la guerre seront apaisées. D'autre part, les obligations ont largement gagné en attractivité face aux actions, battant en brèche l'argument voulant qu'il n'y ait pas d'alternative.

Devises

Une Fed plus engagée soutiendra l'USD

Etats-Unis

- En mai, l'USD a cédé un peu de terrain à l'EUR et au CHF, les marchés attendant le début de la normalisation de la part de la BCE et de la BNS plus rapidement que prévu.
- Selon nous, la Fed reste plus déterminée à combattre l'inflation que ses homologues en Europe, expliquant notre position d'un USD en appréciation ces prochains trimestres.

Zone euro

- L'inflation s'accélérait encore en mai, la BCE doit lancer la normalisation de sa politique monétaire plus tôt que prévu. Les premiers relèvements sont désormais pleinement anticipés.
- La BCE affiche moins de rigueur que la Fed pour contrer l'inflation. Un euro à nouveau faible devrait suivre le premier relèvement par la BCE.

Royaume-Uni

- La paire GBP/USD baissera parallèlement à l'appréciation anticipée du dollar ces prochaines semaines.
- Une position plus offensive de la Banque d'Angleterre ou un meilleur sentiment de risque parmi les investisseurs seraient des risques à la hausse pour la GBP.

Suisse

- A en juger par la baisse des dépôts à vue détenus par les grandes banques, la BNS s'est abstenue d'intervenir sur les marchés des changes en mai.
- Le franc va rester prisé vu la situation géopolitique, nous réitérons donc notre position négative sur la paire EUR/CHF.

Japon

- La banque centrale du Japon est la seule à être accommodante. Sa rhétorique quant à la perspective de politique monétaire est inchangée.
- La paire USD/JPY est au plus haut depuis 20 ans. A ces niveaux élevés, nous sommes neutres sur la paire USD/JPY.

Baisse des dépôts à vue en Suisse



■ Dépôts à vue des grandes banques auprès de la BNS (évolution en glissement hebdomadaire)

Sources: SNB, Bloomberg, Macrobond

Une évolution que nous attendions plus tôt dans le trimestre s'est concrétisée en mai : l'USD a cédé du terrain face à toutes les grandes devises. La raison ? Une réévaluation des attentes du marché quant à la normalisation de la politique monétaire par la BCE et la BNS. Selon nous, l'appréciation de l'euro devrait être temporaire, même si les taux de dépôt dans l'UEM devraient être positifs ces douze prochains mois. La BCE est moins déterminée que la Fed à contrer l'inflation. Le carry réel devrait ainsi porter l'USD à l'avenir. En contraste notable avec nos hypothèses de début d'année, la BNS devrait désormais entamer un relèvement au 2^e semestre 2022. Ce serait une première depuis 2007. Dernièrement, les interventions de la BNS pour éviter l'appréciation du franc face à l'euro se sont raréfiées. A en juger par les volumes des dépôts à vue détenus par les grandes banques, la BNS s'est abstenue d'intervenir en mai (voir graphique). Notre analyse est que la BNS a une certaine tolérance à l'appréciation du CHF face à l'EUR, et nous prévoyons toujours une évolution de la paire EUR/CHF vers la parité. Obstinement élevé, le différentiel d'inflation entre la Suisse et la zone euro tire encore plus vers le bas la « juste » valeur de la paire EUR/CHF. L'euro pourrait voir la pression s'accroître avec une éventuelle dégradation de la situation en Ukraine et le risque latent d'un arrêt soudain des livraisons de gaz pouvant plonger l'UEM en récession. Les risques pour notre prévision d'un euro plus faible face au billet vert et au franc résident dans une improbable désescalade de la guerre en Ukraine ou de potentiels vents favorables cycliques pour l'Europe si la Chine abandonne sa politique zéro covid. Deux événements improbables, à court terme du moins.

Swiss Life Asset Managers



Thomas Rauh
Portfolio Manager Fixed Income
thomas.rauh@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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.