

Novembre/décembre 2022

Taux d'intérêt et obligations

Ceci n'est pas un pivot

Etats-Unis

- Nouvelle hausse des taux d'intérêt en octobre, les T-Bonds à 10 ans signant temporairement près de +60 pb avant de finir le mois en progression de 27 pb.
- En novembre, la Fed a une nouvelle fois relevé ses taux directeurs de 75 pb. Elle devrait opter pour des hausses plus modestes lors des prochaines réunions, avec un taux final approchant 5% en 2023.

Zone euro

- Globalement inchangé fin octobre, le Bund à 10 ans a toutefois atteint un nouveau pic cyclique à 2,42%, avant de chuter à nouveau fortement.
- Comme prévu, la BCE a relevé son taux directeur de 75 pb en octobre et ajusté quelques outils, tout en soulignant le risque baissier pour la croissance. Les attentes des marchés financiers quant aux futures hausses sont volatiles vu le bras de fer entre l'inflation à deux chiffres et les feux de détresse de la récession qui sont désormais allumés.

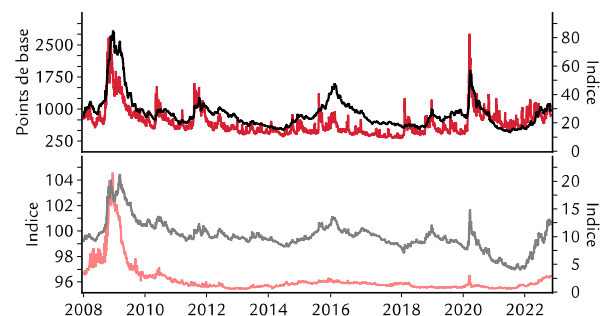
Royaume-Uni

- Les rendements des gilts à 10 ans ont cédé 60 pb, l'agitation retombant grâce à la désignation d'un nouveau Premier ministre et à la perspective de politique budgétaire durcie.
- La Banque d'Angleterre sera la première institution du genre à mener un resserrement quantitatif, alors qu'elle vient d'être obligée de racheter des obligations pour empêcher la dévastation sur le marché des gilts.

Suisse

- Les rendements des obligations de la Confédération à 10 ans ont cédé 7 pb sur le mois, car l'inflation est attendue en repli.
- Cette dernière étant relativement faible, la BNS devrait être moins offensive dans ses futures hausses. Toutefois, elle relèvera probablement son taux directeur de 75 pb en décembre pour compenser le fait qu'elle ne se réunit qu'une fois par trimestre, soit moins souvent que ses homologues.

Niveaux de tension des marchés financiers



- Ecart high yield (CCC) en USD, éch. de g.
- Indice de volatilité des actions VIX, éch. de d.
- Indice GS US Financial Conditions, éch. de g.
- Indice de la liquidité de T-Bonds, éch. de d.

Source : Macrobond, Bloomberg, Goldman Sachs (GS), Swiss Life Asset Managers

La rumeur d'un «pivot de la Fed», soit un revirement de politique monétaire, enflé sur fond de ralentissement de la croissance et de prétendue tension sur les marchés financiers. Certes, le financement coûte plus cher et la croissance a ralenti, mais le tableau n'est pas si sombre, et l'inflation est trop élevée pour appeler à la fin du resserrement monétaire. Dans la zone euro, l'inflation est supérieure à 10% et en hausse, le taux moyen en glissement mensuel ce dernier trimestre indique une inflation annualisée de 14%. Si les Etats-Unis ont peut-être passé le pic d'inflation, la mesure d'inflation sous-jacente, plus significative et qui exclut l'énergie et l'alimentaire, reste en hausse. De plus, le marché américain de l'emploi demeure solide, et l'observation des niveaux de tension financière ne trahit pas de signes de stress important ; indices des écarts de crédit CCC, de volatilité implicite des actions (VIX), de liquidité des T-Bonds ou des conditions financières globales : aucun n'affiche de valeur extrême (voir graphique). Cela dit, le cycle de relèvement approche de son terme, mais attention à ne pas le confondre avec un pivot. L'objectif des banques centrales reste la réduction de bilan et le maintien durable de taux élevés pour contrer l'inflation. Il en résultera des taux de chômage plus élevés et un ralentissement de la croissance. Nous privilégions donc une position défensive sur le risque de crédit et maintenons une durée courte.

Actions

L'espoir d'un « pivot de la Fed » stimule les marchés

Etats-Unis

- En octobre, le marché américain des actions signe +7,9% (le Dow Jones a même gagné plus de 14%), effaçant un septembre morose. Il cède 19,2% depuis janvier désormais.
- La conviction des acteurs du marché de l'arrêt prochain des relèvements par la Fed a alimenté cette performance.
- Les bénéfices ont dépassé les attentes, mais leur croissance en glissements mensuel et trimestriel est négative. Les sociétés décevant les attentes (Meta p. ex.) ont essayé de nets replis de leur cours.

Zone euro

- Le marché des actions gagne 7,9% en octobre, et cède 16,2% depuis janvier.
- La saison des bénéfices est plus belle en Europe qu'outre-Atlantique ; malgré un contexte économique difficile, ils sont en hausse comparés à l'an dernier.

Royaume-Uni

- Le marché britannique des actions caracole en tête cette année, signant 1,5% depuis janvier et 2,8% en octobre.
- Le Royaume-Uni connaît un environnement macroéconomique très complexe, ayant entraîné la démission de la Première ministre et des mouvements de taux débridés forçant la Banque d'Angleterre à intervenir.

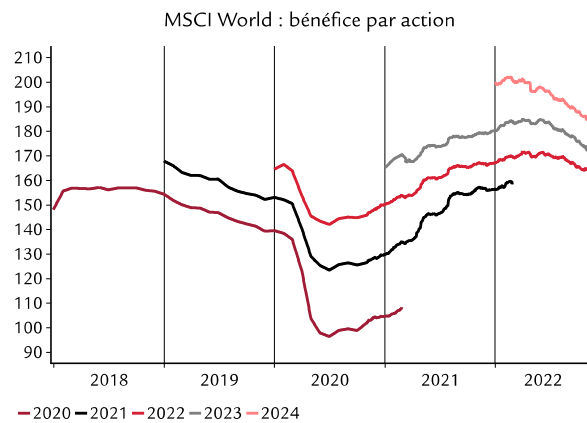
Suisse

- Le marché suisse progresse de 4,8% en octobre, et cède 16,2% depuis janvier. Sur le mois, il sous-performe le marché mondial de 4,2%.
- Les PME ont vécu une année 2022 très difficile : l'indice de référence des petites et moyennes capitalisations SMI-Mid cède 28,3% depuis janvier. Ces sociétés sont en moyenne bien plus cycliques que celles du SMI, territoire des grandes capitalisations.

Marchés émergents

- Exprimée en USD, la perte se creuse de 3,1% en octobre, et s'élève à -29,4% depuis janvier.
- Une morosité largement due à la Chine. La confiance dans le gouvernement s'amenuise depuis quelque temps déjà, et le dernier Congrès du Parti n'a fait que renforcer les doutes. Le marché chinois des actions cède 15,6% en octobre, et 40% depuis janvier.

Evolution des prévisions de bénéfices



Source: Factset, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Comme nous le soulignons depuis plusieurs mois, les prévisions de bénéfices étaient et sont probablement trop optimistes, même si elles ont nettement été abaissées ces dernières semaines. Les chiffres du T3 2022 prouvent que les entreprises peinent à faire progresser leurs résultats, notamment aux Etats-Unis. En glissement annuel, ils cèdent 3% alors que les revenus signent +9% (aussi en raison de l'inflation). Les deux taux de croissance dépassaient toutefois les attentes. Côté secteurs, les services financiers, les matériaux et les services de communication ont cédé plus de 10%. Aux antipodes, l'énergie signe une croissance des bénéfices de 200%. Malgré ces chiffres, le marché américain des actions signe +9% depuis le début de la saison. La zone euro livre de belles surprises en comparaison, les bénéfices signant +6% et les revenus +23%. Comme outre-Atlantique, l'énergie affiche la plus forte croissance (57%) ; seuls deux secteurs sont en baisse (informatique et matériaux). Le consensus prévoit toujours une hausse des bénéfices en 2023 et en 2024, autour de 10% (voir graphique). Si, comme nous le prévoyons, la zone euro vit une récession hivernale et que les Etats-Unis tombent en récession en 2023, ces attentes sont trop optimistes pour nous. Depuis 1945, les bénéfices reculent en moyenne de 16% lors des récessions. Aucune d'entre elles n'a vu de hausse des bénéfices, mais dans trois cas sur onze, la baisse a été inférieure à 10%. Ces replis ont été moins marqués lorsque la récession est intervenue en période de forte inflation. Mais en observant les attentes actuelles du marché, ce dernier semble toujours considérer un atterrissage en douceur comme l'issue la plus probable en 2023. Un scénario que nous jugeons trop optimiste.

Devises

EUR/CHF : un répit de courte durée

Etats-Unis

- Pondéré des échanges, l'USD s'est déprécié en octobre, cédant le pas à des devises cycliques comme l'EUR et la GBP, mais s'appréciant face au JPY et au CNY.
- La récente rumeur d'un «pivot de la Fed», soit un revirement de la politique monétaire qui a miné l'USD en octobre, est prématurée selon nous. En y associant un carry déjà intéressant, l'USD devrait rester solide jusqu'à la fin de l'année.

Zone euro

- L'euro a profité d'un marché friand de risque en octobre et d'attentes plus fortes quant au resserrement de la BCE. Le net recul du prix au comptant de l'électricité et du gaz a peut-être joué un rôle dans le rebond de l'EUR, comme la hausse des prix de l'énergie avait fait s'effondrer la balance courante de l'UEM.
- Toutefois, la récession hivernale approchant, nous doutons de la détermination de la BCE à combattre l'inflation et attendons une nouvelle baisse de l'EUR face à l'USD et au CHF d'ici la fin de l'année.

Royaume-Uni

- Les remous au sommet de l'Etat et le virage à 180 degrés de la perspective budgétaire ont alimenté un net rebond de la GBP depuis le creux de fin septembre.
- Malgré une confiance restaurée, la faiblesse des fondamentaux économiques (déficit courant et récession à venir) plaide toujours en faveur d'un repli de la paire GBP/USD.

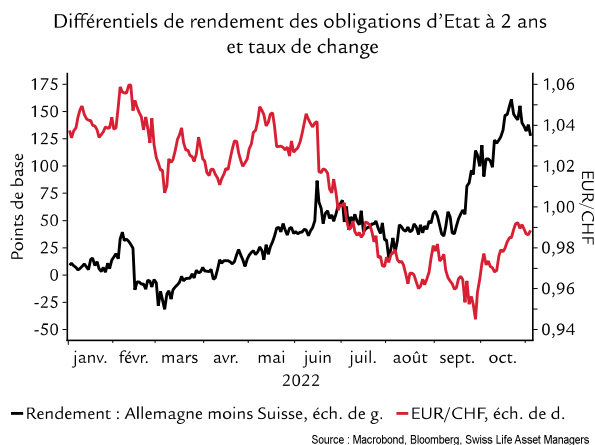
Suisse

- En octobre, le franc a cédé du terrain à la plupart des grandes devises.
- Toutefois, il devrait être recherché vu la faible inflation, la politique budgétaire crédible et le risque relativement mesuré de récession. Dès que le marché se détournera du risque, le CHF devrait à nouveau s'apprécier, face à l'EUR notamment.

Japon

- La paire USD/JPY progresse un peu plus en octobre ; nous sommes neutres sur celle-ci.
- La Banque du Japon va probablement maintenir sa politique monétaire ultra-expansionniste à court terme, mais le yen est tant dévalué que le potentiel de dépréciation semble limité.

Le carry a porté l'EUR face au CHF



Hormis le JPY, le CHF pondéré des échanges a connu la plus forte dépréciation face aux grandes devises en octobre. Un mouvement très marqué face à l'EUR, la paire EUR/CHF livrant la plus forte hausse mensuelle (+2,6%) depuis juillet 2017. La BNS en a profité pour réduire la liquidité de sa devise : le total des dépôts à vue est passé de 754 mia. CHF mi-septembre à 582 mia. CHF fin octobre. C'est le fruit de mises en pension et d'émissions de bons de la BNS, mais aussi, dans une moindre mesure, de ventes de devises. Un marché friand de risque et un creusement des différentiels de taux d'intérêt ont certainement porté l'EUR face au CHF en octobre. Le rendement du Bund à 2 ans a été plus ou moins équivalent à celui de son homologue suisse au T1 2022. Le carry a toutefois nettement augmenté depuis mi-septembre, passant d'environ 50 pb mi-septembre à 150 pb fin octobre. Ce mouvement traduit l'opinion des marchés financiers voulant que la BCE doive procéder à davantage de relèvements que la BNS pour maîtriser l'inflation. Ce n'est pas faux, mais nous restons convaincus que le marché anticipe des hausses trop offensives de la part de la BCE au vu des contraintes pesant sur celle-ci, notamment la récession imminente et une prime de risque élevée sur les obligations d'Etat italiennes. En y ajoutant le fort différentiel d'inflation qui enfle entre la Suisse et la zone euro et sape la valeur de l'EUR, la solution de facilité pour la paire EUR/CHF est le repli jusqu'en fin d'année.

Swiss Life Asset Managers



Thomas Rauh
Portfolio Manager Fixed Income
thomas.rauh@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
🐦 @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
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, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 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.