

Février 2022

Taux d'intérêt et obligations

2022 à l'image de son mois de janvier ?

Etats-Unis

- Notons un aplatissement des courbes de rendement en janvier, l'extrémité courte augmentant plus que la longue. Le marché a anticipé des hausses supplémentaires de taux directeur vu l'inflation élevée et persistante.
- La Fed va très certainement augmenter ses taux directeurs en mars. Nous prévoyons quatre hausses au total, de 25 pb chacune en 2022, ainsi qu'un début de réduction du bilan de la Fed plus tard dans l'année.

Zone euro

- En zone euro, les taux ont plus progressé dans la partie centrale des courbes de rendement, alors que les extrémités très courte et longue ont été stables.
- Certes, la BCE adopte une rhétorique plus offensive, mais elle devrait laisser ses taux inchangés en 2022. Toutefois, la fin des opérations de refinancement à plus long terme ciblées des banques (TLTRO) va réduire le bilan, une première en près de dix ans.

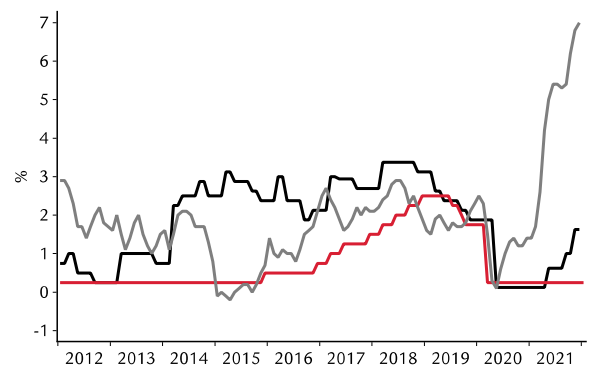
Royaume-Uni

- Evolution à la hausse quasi parallèle des taux britanniques en janvier.
- La menace Omicron refluant, la Banque d'Angleterre devrait reprendre son cycle de relèvement : elle ne l'a pas fait en novembre, mais en décembre, dérotant son monde par deux fois.

Suisse

- Le mois dernier, les taux suisses ont augmenté et la courbe de rendement s'est aplatie.
- Le franc fort préoccupant davantage la BNS que l'inflation, aucune normalisation de politique monétaire ne devrait intervenir en 2022, voire en 2023, pour permettre au différentiel de taux d'intérêt avec la zone euro de croître.

Une Fed offensive jusqu'à quel point ?



— Inflation globale — Taux cible de la Fed, limite supérieure
— Projection médiane des taux directeurs des membres du FOMC dans 2 ans
Source: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Souvent, janvier donne le ton du reste de l'année. 2022 n'a pas démarré sous les meilleurs auspices, les rendements des emprunts souverains et les écarts de crédit augmentant. Ainsi, les rendements totaux sont négatifs, les emprunts d'entreprise en EUR cédant 66 pb et ceux en USD 346 pb, suite au mouvement de taux plus fort et à la durée plus longue du segment USD. Les prévisions de resserrement de politique monétaire plus rapide n'ont pas ravi les investisseurs, même si selon nous, la souplesse reste de mise, les bilans des banques centrales augmentant. Certes, le début d'année n'est pas idéal, mais les écarts de crédit ne se sont creusés que de 7 pb (en EUR) et 8 pb (en USD). En réalité, vu la vente massive sur le marché des actions, les obligations d'entreprises ont été relativement bien soutenues. Mais cela pourrait nous avoir donné un avant-goût du reste de l'année. Un élément quasi certain est le retour de la volatilité des écarts, les banques centrales freinant leur soutien ; des creusements sont donc prévisibles. A court terme, les taux d'intérêt présentent un plus grand potentiel haussier, car l'inflation reste élevée et les banques centrales pourraient être forcées de passer à l'offensive. Notre position reste donc prudente en risque de crédit, et notre durée courte dans nos portefeuilles.

Actions

Passage des titres croissance aux titres valeur

Etats-Unis

- -8,8% : c'est la performance du marché américain en 2022 (toutes les données sont au 25 janvier), soit le plus faible début d'année en 13 ans quand le S&P 500 cédait 8,6% en janvier 2009. Une vente massive due au relèvement attendu côté Fed et à la hausse des rendements des T-Bonds.
- Comparé aux autres marchés développés, l'américain est cher et axé sur les titres croissance (voir texte principal). Ainsi, il pourrait sous-performer ses pairs, un épisode inédit depuis longtemps.

Zone euro

- Dans l'UEM, le marché des actions a cédé 5,9% en ce début d'année.
- Sa valorisation est plus intéressante et sa structure sectorielle est plus axée valeur que l'américain. Le marché profite aussi de l'absence prévue de hausse de taux de la part de la BCE en 2022.

Royaume-Uni

- Après l'atonie des dernières années, le marché britannique surperforme ses pairs en 2022, le FTSE 100 cédant seulement 0,4%. 2011 était la dernière année complète où le britannique a surperformé les marchés mondiaux.
- Parmi les grands marchés développés, le britannique affiche la plus faible valorisation et le plus fort rendement du dividende. Il est aussi plus cyclique que les autres et a une exposition relativement élevée aux actions ayant le vent en poupe (financières, énergies, biens de consommation de base).

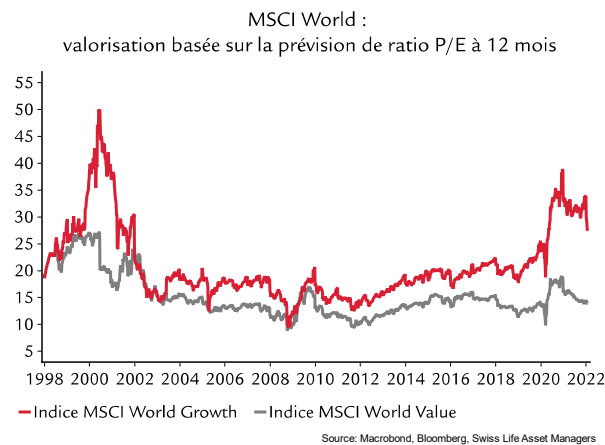
Suisse

- En repli de 7,8%, le marché suisse n'entame pas idéalement 2022. Des poids lourds de l'indice comme Roche ou Lonza ont eu un impact important, mais bien d'autres noms moins connus des secteurs technologique et pharmaceutique ont aussi été sous pression.
- Les titres suisses profitent de la croissance globale, mais les valorisations sont élevées.

Marchés émergents

- Cédant 1,0%, les titres des marchés émergents ont bien résisté, surperformant nettement les marchés développés.
- La valorisation est intéressante et de timides signes d'un assouplissement monétaire et budgétaire chinois ont soutenu le marché.

L'écart croissance/valeur appelé à se réduire



Ces 12 derniers mois, les titres « valeur » ont nettement surperformé ceux axés croissance (17% vs 2%), principalement du fait de la performance des premiers cette année, surperformant de 11% jusqu'ici. Mais la longue surperformance des titres « croissance » a cessé en juillet 2021. Deux raisons l'expliquent selon nous. Primo, il est devenu clair ces derniers mois que les politiques des banques centrales à l'échelle mondiale allaient se resserrer. La hausse des taux est un souci plus important pour les entreprises très endettées et actuellement faiblement rentables, p. ex. les titres technologiques, de la biotech ou les sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SPAC). Secundo, l'écart de valorisation entre les titres valeur et croissance vient d'atteindre un pic, la différence de ratio P/E dépassait 20 fin 2021 (18,8 pour les premiers, 39,5 pour les seconds, voir graphique). Partant, l'écart de performance et de valorisation entre ces deux types de titres devrait se réduire. L'environnement de taux ne va pas favoriser les titres axés croissance, et l'écart de valorisation reste trop important. De plus, les taux de croissance des bénéfices attendus pour ces actions restent très élevés, voire présomptueux. Tesla, p. ex., vaut plus que les dix autres plus grands constructeurs réunis, malgré une part de marché largement inférieure à 5% et des bénéfices quasi nuls. Il faudrait que Tesla absorbe 50% du marché automobile existant pour justifier sa valorisation actuelle. Si notre évaluation s'avère juste, les investisseurs orientés valeur et fondamentaux seront gagnants. Autre implication, les marchés des actions hors américain surperformeront en 2022.

Devises

Divergence accrue des politiques monétaires

Etats-Unis

- La réunion au ton ferme de la Fed le 26 janvier a revigoré l'USD, qui progresse depuis début 2022 d'environ 1% pondéré des échanges.
- Nous maintenons notre estimation d'un USD s'appréciant face à l'EUR et au JPY ce prochain mois, notamment du creusement des différences de taux (carry).

Zone euro

- L'EUR connaît un début d'année mitigé : il recule face à l'USD et à la GBP, stagne face au CHF, mais progresse de 1,7% face à la SEK.
- L'inflation devrait baisser plus vite en zone euro qu'aux Etats-Unis. La hausse des prix de l'énergie liée aux tensions géopolitiques est un risque haussier pour nos prévisions d'inflation, mais la BCE ne devrait pas réagir. Nous réitérons donc notre position négative sur la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- La livre sterling a relativement bien démarré l'année, en très léger repli face à l'USD et progressant de presque 1% face à l'EUR.
- La Banque d'Angleterre devrait à nouveau augmenter son taux directeur cette année, alimentant une nouvelle appréciation face à l'EUR. Nous restons neutres sur la paire GBP/USD.

Suisse

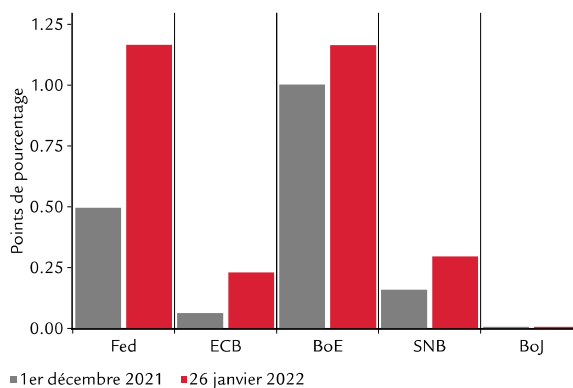
- La paire EUR/CHF a brièvement effleuré la marque de 1,05 en janvier, avant de vite replonger sous 1,04.
- A moyen terme, le CHF a un potentiel d'appréciation face à l'EUR, vu le différentiel de taux quasi inexistant par rapport à l'Allemagne. Les risques géopolitiques liés aux tensions entre Moscou et Kiev pourraient encore affaiblir la paire.

Japon

- La paire USD/JPY oscille autour de 115 depuis début 2022.
- Conforme à notre prévision de vigueur globale de l'USD, la paire devrait progresser ces prochains mois.

12 mois, 4 à 5 hausses attendues par les marchés

Evolution des taux directeurs sur 12 mois attendue par les marchés



Source: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Selon nous, la divergence des politiques monétaires animera les marchés des changes en 2022, qui anticipent de nouveaux resserrements aux Etats-Unis. Alors que les marchés des taux attendaient deux hausses de la part de la Fed (de 25 pb chacune) sur 12 mois en décembre 2021, ils en prévoient quatre à cinq après la réunion au ton ferme du FOMC du 26 janvier (voir graphique). Ces attentes à l'égard des autres grandes banques centrales n'ont grandi qu'à la marge, voire aucunement dans le cas de la Banque du Japon, malgré de brèves rumeurs d'un possible tour de vis à son ultra-expansionnisme monétaire. La plus grande surprise est venue de la réaction modérée de l'USD face à la divergence accrue des politiques monétaires depuis début décembre. La paire EUR/USD oscille autour de 1,13, et la paire USD/JPY a timidement augmenté. Seule la déclaration offensive de Jerome Powell, président de la Fed, lors de la conférence de presse suivant la réunion du FOMC a revigoré le billet vert. Cette réaction timide pourrait s'expliquer, de notre point de vue, par le fait que la force de l'USD fasse consensus depuis 2021 et que les positions spéculatives des traders sur le marché des changes privilégient le billet vert depuis un bon moment. Tout aussi curieusement, l'escalade des risques géopolitiques sur le front russo-ukrainien n'a pas entraîné de ruée vers les devises refuges que sont le CHF et le JPY. Nous n'en maintenons pas moins nos prévisions principales pour 2022 communiquées le mois dernier, à savoir l'appréciation de l'USD pondéré des échanges, et la vigueur du CHF face à l'EUR.

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.