

Juillet 2022

Taux d'intérêt et obligations

Choc et stupeur

Etats-Unis

- Forte volatilité des rendements des T-Bonds en juin : l'inflation plus élevée que prévu a fait s'envoler le rendement à 10 ans de plus de 60 pb, à 3,5%, avant une baisse en fin de mois. L'horizon économique se dégradant, les écarts signent +18 pb.
- La Fed a surpris les marchés avec une hausse XXL de 75 pb en juin pour reprendre le contrôle de l'inflation. Les marchés attendent un pic du taux directeur à 3,5% début 2023, mais des baisses au 2^e semestre 2023, car la croissance et l'inflation devraient ralentir.

Zone euro

- Net creusement des écarts de crédit (+38 pb), du fait de la dégradation des fondamentaux économiques et de l'estompement du soutien technique des banques centrales. Les taux ont aussi bondi.
- Malgré l'envolée de l'inflation, la BCE maintient sa trajectoire, cessant ses achats d'actifs maintenant et relevant son taux directeur en juillet. Avec le bond des rendements des obligations d'Etat italiennes et grecques, la BCE met au point un outil anti-fragmentation pour limiter l'envolée des primes de risque des pays périphériques.

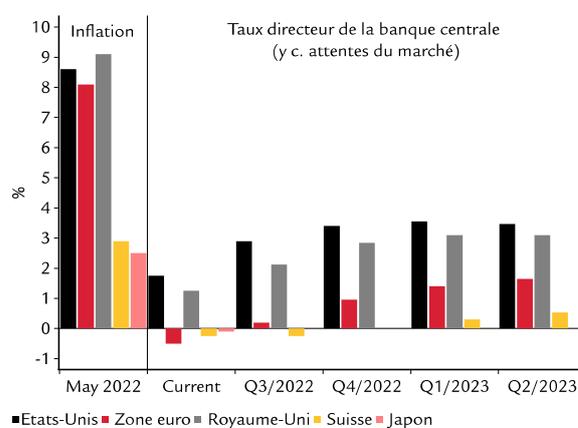
Royaume-Uni

- Des rendements britanniques à 10 ans volatils également : +55 pb avant un repli, clôturant à +25 pb par rapport à début juin.
- La Banque d'Angleterre a relevé ses taux de 25 pb supplémentaires, six autres hausses sont attendues d'ici décembre.

Suisse

- Comme les taux mondiaux, les rendements des obligations de la Confédération ont bondi en première quinzaine, avant un repli.
- La BNS a surpris avec un relèvement de 50 pb pour contrer la pression inflationniste avant qu'elle soit trop élevée, et devrait à nouveau relever son taux directeur en septembre.

Les marchés attendent déjà une première baisse de taux en 2023 aux Etats-Unis



Après avoir sous-estimé l'inflation près d'un an durant, les banques centrales doivent se résoudre à durcir les conditions de financement alors que l'économie mondiale ralentit. Mandats et contextes économiques disparates expliquent la réponse très contrastée des politiques monétaires. Banque d'Angleterre, Fed et BNS ont durci le ton pour faire baisser la demande et atteindre l'objectif d'inflation de 2%. La BCE évoquait déjà de nouveaux achats d'obligations ou des outils anti-fragmentation avant même le premier relèvement. La Banque du Japon n'en a cure : elle s'en tient à son contrôle de courbe des taux, quitte à mettre une pression supplémentaire sur le yen. Mais les taux plus élevés et la fin des achats d'actifs ont déjà touché les marchés financiers, dont la valorisation a perdu des milliards ces derniers mois. Le mantra voulant qu'une économie forte puisse gérer des taux élevés ne résiste pas aux données pointant une décélération alors que l'inflation élevée s'installe durablement. Un nouveau tour de vis s'annonce, et la probabilité d'une récession des deux côtés de l'Atlantique croît. Le contexte macroéconomique défavorable n'aidera pas les rendements à 10 ans, et nous allons limiter notre position en duration courte. Les écarts de crédit sur les emprunts d'entreprises devraient croître.

Actions

Le spectre de la récession déprime les marchés

Etats-Unis

- Encore un mois affreux pour les actions américaines, le marché entrant en phase baissière. En juin, il a cédé 7,4%, et 20,5% depuis janvier 2022.
- Ce déclin éclair de la valorisation est historique. Toutefois, avec un ratio P/E (cours actuel divisé par les bénéfices attendus en un an) attendu à 16,8, la valorisation est neutre, mais pas encore avantageuse.
- Les prévisions de croissance des bénéfices et des marges ont peu baissé malgré la hausse du risque de récession.

Zone euro

- Le marché des actions de l'UEM a perdu 6,6% en juin, et 16,3% depuis janvier 2022.
- Avec un P/E prévisionnel tutoyant 12, sa valorisation est intéressante, mais la BCE va entamer le cycle de relèvement et la guerre en Ukraine affecte l'économie.

Royaume-Uni

- Le marché britannique n'a pas pu se démarquer de ses homologues le mois dernier. Cédant 3,2% en juin, il affiche +3,8% en 2022.
- Parmi les grands marchés, c'est le plus avantageux. Mais la Banque d'Angleterre relève rapidement ses taux, et les prévisions de croissance pour 2023 sont mornes.

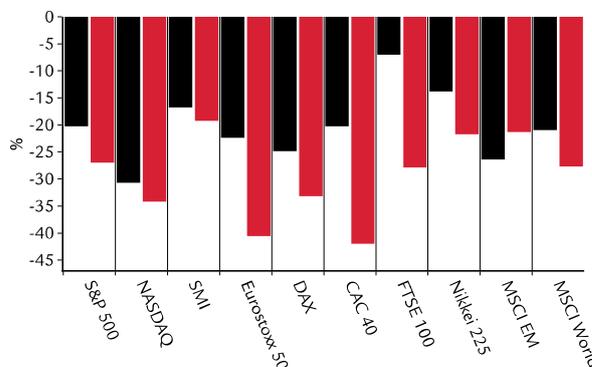
Suisse

- Le marché suisse a cédé 6,7% en juin, et 15,4% depuis janvier. Sa nature défensive ne s'est pas traduite par de meilleurs rendements.
- Certains poids lourds du SMI affichent des valorisations inédites depuis des années.

Marchés émergents

- Repli de 4,1% en juin sur les marchés émergents. Depuis janvier, la performance est de -15,4% en USD, mais de -11,6% en devise locale.
- Après une longue phase de sous-performance, une stabilisation émerge, et le marché a récemment légèrement surperformé les marchés développés.
- La pression à relever les taux est moindre, les taux réels étant en majorité positifs. En outre, Pékin déploie l'arsenal budgétaire et monétaire en raison des graves répercussions de sa politique zéro covid. Nous surpondérons désormais les actions des marchés émergents.

Nombre d'indices glissent en territoire baissier



■ Baisse de l'indice depuis le pic sur les 12 derniers mois
■ Evolution de la valorisation depuis le pic sur les 12 derniers mois

Sources: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Ces dernières semaines, la plupart des marchés des actions mondiaux sont entrés en phase baissière (perte de 20% ou plus entre le pic et le creux). Le marché mondial cède environ 20%, et le Nasdaq Composite Index plus de 28%. Les valorisations mesurées par le ratio P/E prévisionnel ont baissé au moins autant que les cours. Toujours selon cette mesure, la baisse de valorisation est comprise entre 25% et 45%. Ce marché baissier, contrairement à la majorité, n'est pour l'heure pas du fait des prévisions de bénéfices en baisse. Les valorisations actuelles sont au niveau des moyennes historiques. Celle des actions sera ainsi neutre si les bénéfices ne sont pas revus à la baisse. Toutefois, par rapport aux points bas des précédentes phases baissières, de récession et de forte inflation, les valorisations actuelles restent élevées. En 2001 - 2003 et 2008 - 2009, les deux dernières phases baissières du marché américain, les creux de valorisation (ratio P/E prévisionnel) étaient respectivement de 15 et 12. Le ratio actuel est de 16,8. Mais à l'époque, les taux d'intérêt réels étaient nettement supérieurs. Autre risque, celui du niveau record des marges bénéficiaires et des prévisions de croissance des bénéfices d'environ 10% pour 2022 et 2023. Lors d'une légère récession - notre scénario de référence - un tel niveau de prévision est trop élevé, et les marges devraient baisser. La publication des bénéfices du T2 2022 en juillet sera une indication pour établir des prévisions à cet égard. D'une part, la valorisation actuelle du marché des actions semble bien plus intéressante qu'il y a un an. De l'autre, les marchés n'ont pas encore pleinement anticipé une légère récession. Une position légèrement défensive est donc indiquée, même si un bref rebond peut se produire à tout moment.

Devises

EUR/CHF : la parité, nouvelle réalité

Etats-Unis

- En juin, l'USD – ainsi que le CHF – a signé la meilleure performance parmi les grandes devises, gagnant près de 3% (pondéré des échanges).
- Les attentes d'un nouveau tour de vis de la Fed allant croissant et le sentiment général d'aversion au risque ont contribué à la vigueur du billet vert.
- Selon nous, la Fed reste plus déterminée à combattre l'inflation que ses consœurs en Europe et au Japon, motivant notre prévision de hausse de l'USD au prochain trimestre.

Zone euro

- En juin, l'EUR a cédé face à l'USD et au CHF, mais s'apprécie face à la GBP et aux devises nordiques.
- Montée des risques de récession et des inquiétudes quant aux écarts de crédit des pays méridionaux vont pousser le directoire de la BCE à la prudence malgré l'inflation élevée. L'euro devrait encore perdre du terrain face à l'USD et au CHF ces trois prochains mois.

Royaume-Uni

- Timide mois de juin pour la livre sterling, les données économiques traduisant un ralentissement de la dynamique.
- Nous sommes négatifs sur la paire GBP/USD ce prochain trimestre, mais la GBP devrait évoluer latéralement face à l'EUR.

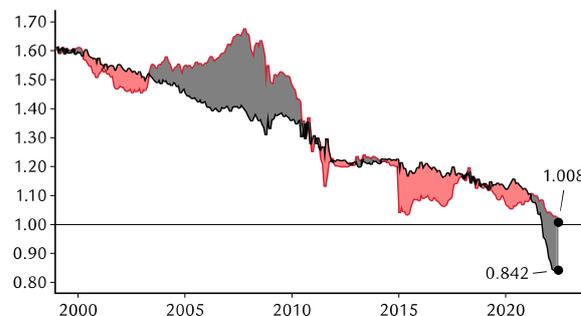
Suisse

- Le franc a profité de la hausse surprise de taux par la BNS et atteint la parité avec l'euro fin juin.
- L'actuelle aversion au risque parmi les investisseurs, les tensions géopolitiques, les risques de récession et une BNS proactive sont autant d'arguments en faveur d'une appréciation face à l'EUR ce prochain trimestre.

Japon

- La Banque du Japon s'est défendue de spéculations contre sa politique de contrôle de la courbe des taux. L'écart face aux autres marchés développés s'est creusé et le yen s'est encore déprécié.
- La paire USD/JPY a atteint un niveau record depuis 1998 et pourrait encore grimper à court terme, Tokyo étant disposée à maintenir sa politique monétaire ultra-expansionniste. Mais sur un horizon trimestriel, la paire USD/JPY devrait reculer légèrement, le yen étant notoirement sous-évalué.

Parité EUR/CHF, mais le franc peut-être toujours sous-évalué



— Taux au comptant EUR/CHF

— Juste valeur dans le modèle de parité de pouvoir d'achat basé sur les prix à la production

■ CHF sous-évalué ■ CHF surévalué

Sources: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

La Banque nationale suisse (BNS) a fait sensation en relevant son taux directeur de 50 pb lors de sa réunion trimestrielle du 16 juin dernier. Un mouvement qui nous a surpris, comme la plupart des acteurs du marché, par sa précocité. Le franc s'est ainsi apprécié d'environ 2% face à toutes les grandes devises juste après l'annonce. Il a continué ainsi pour atteindre la parité face à l'euro le 29 juin. L'élément le plus intéressant n'est pas la hausse de taux elle-même, mais le changement dans la communication à propos de la devise nationale. Les jours où la BNS se plaignait du franc fort sont révolus, elle semble désormais l'apprécier, car c'est une digue face à l'inflation importée. Ce changement majeur de politique est le fruit du gigantesque différentiel d'inflation entre la Suisse et la zone euro, qui a fait baisser la « juste valeur » de la paire EUR/CHF. Il est possible d'estimer la juste valeur d'une devise en observant la parité de pouvoir d'achat, soit le taux de change permettant d'acheter la même quantité de bien dans les deux économies considérées. Selon les prix à la consommation, le CHF reste surévalué par rapport à l'EUR ; le niveau de prix en Suisse est donc en moyenne supérieur à celui en zone euro. Mais selon les prix moyens à la production, comportant davantage de biens échangeables et plus pertinents pour estimer la compétitivité des exportateurs suisses que les prix à la consommation, le franc est nettement sous-évalué selon Bloomberg (voir graphique). Le franc devrait donc s'apprécier davantage sans pour autant rendre nerveux le Conseil de la BNS.

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.