

Octobre 2022

Taux d'intérêt et obligations

Signaux de détresse

Etats-Unis

- Nette hausse des rendements des obligations d'Etat ces deux derniers mois. La courbe poursuit son inversion, les rendements à 10 ans signant +64 pb en septembre, l'écart avec ceux à 2 ans se creusant davantage à -44 pb.
- En septembre, la Fed a relevé ses taux directeurs de 75 pb, conformément aux attentes du marché. Les prévisions sont très offensives, le président Jerome Powell annonçant de nouvelles hausses et un maintien à un niveau élevé même en cas de récession.

Zone euro

- Les rendements des Bunds à 10 ans s'envolent de 55 pb, la courbe s'aplatit encore. L'aversion au risque des marchés financiers et le risque politique italien ont attisé les rendements de la dette du pays, supérieurs à l'écart critique de 250 pb contre les Bunds.
- La BCE prend enfin l'inflation au sérieux, elle a relevé son taux directeur de 75 pb en septembre et ouvert la voie à d'autres hausses. Les marchés attendent un pic autour de 3% en 2023 malgré le morne horizon de l'économie européenne.

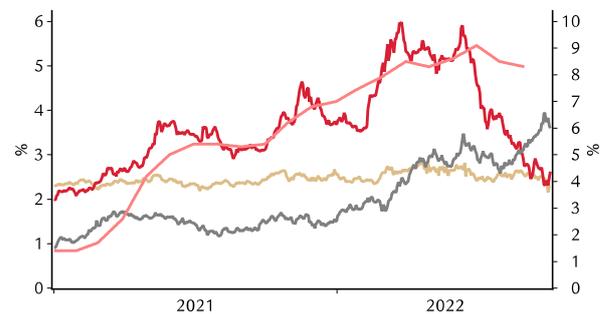
Royaume-Uni

- Vent de folie sur les rendements britanniques après l'annonce de largesses budgétaires, au grand déplaisir des marchés. Conséquences : envolée des rendements obligataires et paire GBP/USD au plus bas.
- La hausse de taux de 50 pb par la Banque d'Angleterre a fait l'effet d'une goutte d'eau, le gouvernement jetant de l'huile sur le feu de l'inflation par des réductions d'impôts pour les plus riches et un plan de relance dispendieux pour compenser les prix de l'énergie.

Suisse

- Alors que le pays reste l'exception avec une inflation plutôt modeste de 3,5%, les rendements des obligations suisses gagnent 50 pb en septembre.
- La BNS poursuit son action proactive contre l'inflation et vient de relever son taux directeur de 75 pb, le ramenant en territoire positif.

Etats-Unis : taux en hausse et attentes d'inflation en baisse



— Swap d'inflation à terme en USD, dans 5 ans sur 5 ans, éch. de g.
— Swap d'inflation en USD sur 1 an, éch. de g.
— Rendement T-Bond à 10 ans, éch. de g.
— Inflation de l'IPC américain (interpolée), éch. de d.

Sources: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Généralement, le mois de septembre est défavorable aux investisseurs obligataires, et cela se confirme. Les rendements totaux des titres investment grade en EUR (-2,8%) et en USD (-4,7%) sont nettement dans le rouge, Fed et BCE étant résolues à dompter l'inflation quoi qu'il en coûte aux marchés et à l'économie mondiale. Vu l'obsession des banques centrales pour l'inflation et le marché du travail, deux indicateurs économiques à la traîne, la Fed notamment pourrait ignorer les premiers signes d'une détente de la pression inflationniste. Ces derniers sont visibles dans les matières premières ou les attentes d'inflation du marché, qui reculent depuis juin (voir graphique). L'évolution de l'inflation en Europe reste très floue en raison de la crise énergétique et de la réponse budgétaire apportée. Avec le resserrement de politique monétaire à l'œuvre malgré le risque élevé de récession, les marchés financiers envoient de premiers signaux de détresse au travers de mouvements intraday démesurés, sur les marchés des changes et du revenu fixe notamment. Les marchés du crédit résistent plutôt bien malgré un volume d'émission très faible et des investisseurs défensifs, mais la perspective d'un ralentissement plus marqué et plus long pourrait peser à nouveau sur ce marché. Nous restons sur une duration courte et défensifs sur le risque de crédit, car la pression sur les banques centrales à relever les taux va se maintenir au 4^e trimestre.

Actions

Pression des banques centrales sur les marchés

Etats-Unis

- -7,8% pour le marché américain en septembre, -23,8% depuis janvier (toutes les données de cette colonne sont arrêtées au 27 septembre). En cause, la rhétorique offensive de la Fed associée à d'importants relèvements de taux et à des chiffres d'inflation supérieurs aux attentes.
- La valorisation reste élevée (voir l'analyse détaillée à droite), contrastant avec les autres grands marchés des actions, où elle est souvent sous les moyennes historiques.
- La position des investisseurs est fortement baissière, et aussi négative que lors de la pandémie.

Zone euro

- Le marché des actions cède 6,0% en septembre, et 22,1% depuis janvier 2022. Les risques géopolitiques ont nettement augmenté.
- La valorisation des actions de l'UEM et les titres valeur s'échangent autour d'un ratio P/E de 9.

Royaume-Uni

- Le marché britannique des actions caracole en tête cette année. Cédant seulement 0,1% depuis le début de l'année, il perd -3,8% en septembre.
- Il reste le marché ayant la plus faible valorisation, avec un ratio P/E prévisionnel d'environ 8 et un rendement du dividende de 4,1%.

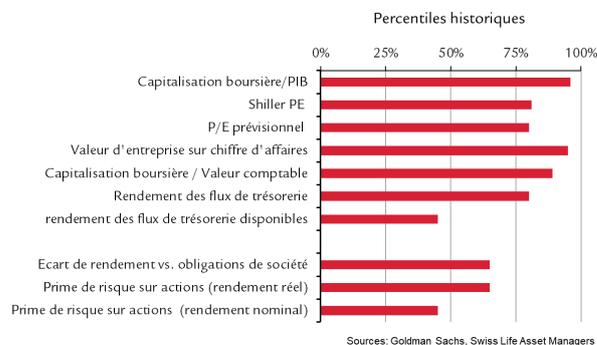
Suisse

- -7,0% pour le marché suisse des actions en septembre, et -21,1% depuis janvier. Son caractère généralement défensif n'a pas déployé son effet cette année.
- Une raison à cela est que des entreprises ayant signé d'excellentes performances ces dernières années comme Geberit ou Partners Group ont perdu plus de 40%, alors que dans le trio des grands, seul Novartis affiche une bonne performance relative.

Marchés émergents

- Exprimée en USD, perte colossale de 10,1% en septembre, et de -25,9% depuis janvier.
- A nouveau, les marchés émergents asiatiques sont en cause, leur poids dans l'indice mondial étant supérieur à 70%. La performance relativement bonne de leurs homologues européens et latino-américains (-3,7% pour les deux) n'a pas pu compenser leurs effets. Le marché chinois a cédé environ 12% en septembre.

Valorisation des actions US : comparaison historique



Selon la métrique utilisée, la valorisation du marché américain des actions oscille historiquement entre neutre et cher. En termes absolus (les sept premiers indicateurs du graphique ci-dessus), le ratio cours/bénéfice selon la méthode du prix Nobel Shiller (« Shiller PE ») est dans les 20% supérieurs, alors qu'avec la métrique de Warren Buffett (capitalisation boursière/PIB), il est dans le 96^e centile ; autrement dit, il a été supérieur dans seulement 4% des observations. Le rendement des flux de trésorerie disponibles montre toutefois que le marché est moins coûteux que la moyenne historique. Cet indicateur renseigne sur la liquidité dont dispose l'entreprise pour les distributions (p. ex. dividendes). La valorisation relative des actions par rapport aux obligations (les trois indicateurs en bas du graphique) a bien meilleure allure et signale une valorisation globalement neutre.

La valorisation actuelle est plutôt élevée vu le risque croissant de récession aux Etats-Unis. Historiquement, le point bas du P/E prévisionnel au cours de récessions tutoie 12, contre 17 actuellement. En y ajoutant le risque de compression des marges des entreprises et des bénéfices en repli, on pourrait conclure que l'horizon n'est en effet pas rose. Nous notons que la valorisation des autres grands marchés des actions est bien inférieure et, souvent, en deçà de la moyenne historique. Les actions européennes et des marchés émergents sont vraiment intéressantes désormais. Néanmoins, la valorisation est un indicateur de moyen terme peu utile pour planifier un mouvement. Même si le moral des investisseurs est très bas, les flux nets vers les actions sont plus élevés que ce morne tableau le laisse supposer. Nous restons négatifs sur les actions, mais un pessimisme exagéré serait une occasion d'achat que nous saisissons au vol.

Devises

Le franc, roc dans le marasme européen

Etats-Unis

- Robuste en août, l'USD a encore progressé en septembre, gagnant 4% pondéré des échanges.
- Nous pensons toujours que la Fed est la banque centrale la plus engagée dans la lutte contre l'inflation. En y associant un carry intéressant, l'USD devrait rester solide.

Zone euro

- La BCE a de nouveau relevé ses taux en septembre, avec d'autres hausses probables, l'inflation en zone euro continuant de bondir.
- Toutefois, la crise énergétique empire, et les sondages indiquent que la région pourrait déjà être entrée en récession. En y ajoutant les risques (géo)politiques, nous pensons que la paire EUR/USD restera orientée à la baisse jusqu'à fin 2022.

Royaume-Uni

- La livre s'est effondrée après l'annonce d'un *mini budget* expansionniste par le nouveau gouvernement.
- Les interventions d'urgence de la Banque d'Angleterre ont permis de ramener l'ordre sur le marché obligataire et ont temporairement stabilisé les taux de change de la GBP. Mais la Première ministre Liz Truss a réitéré sa volonté de mettre en œuvre les baisses d'impôt annoncées : selon nous, la livre va rester sous pression ces prochains mois en raison de la dégradation rapide des finances publiques.

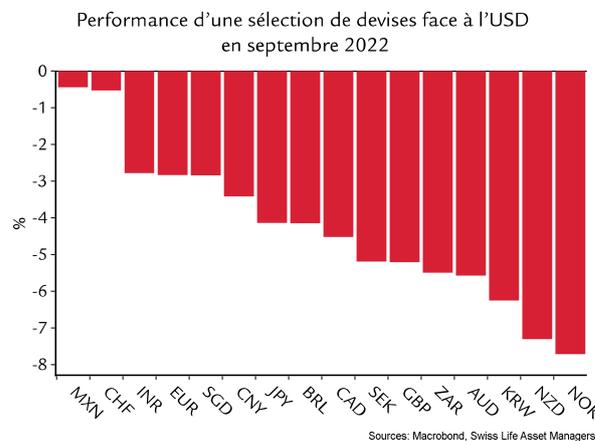
Suisse

- Derrière l'USD, le CHF a été la meilleure devise en septembre.
- Même si la BNS suit désormais simplement ses concurrents en termes de hausse de taux directeur, le CHF devrait être recherché dans l'environnement de marché actuel réticent au risque. Nous réitérons donc notre position négative sur la paire EUR/CHF.

Japon

- Début septembre, la paire USD/JPY a augmenté avant de se stabiliser autour de 145.
- Nous sommes neutres sur la paire. La Banque du Japon va probablement maintenir sa politique monétaire ultra-expansionniste, mais le yen est tant dévalué que le potentiel de dépréciation semble limité.

L'USD progresse face à toutes les devises



Nouveau mois de vigueur pour l'USD en septembre alors que la Fed monte encore le ton et maintient une trajectoire de resserrement rapide pour réduire l'inflation. En Europe, les banques centrales ont aussi nettement relevé leurs taux, mais de nombreux investisseurs (nous y compris) mettent en doute leur détermination vu la récession qui s'annonce pour de nombreuses économies européennes en raison de la crise énergétique. L'EUR a en outre souffert de la montée des risques géopolitiques et des coûts d'emprunt pour l'Italie qui pourraient limiter la marge de manœuvre de la BCE. La GBP et la NOK étaient les lanternes rouges en Europe. La livre s'est effondrée, car les investisseurs ont perdu confiance dans le nouveau gouvernement après l'annonce du mini budget intégrant d'importantes baisses d'impôt sans fondement et qui va porter l'émission d'obligations dès cet exercice fiscal. De fortes hausses du taux directeur et/ou un rétro-pédalage budgétaire seront sûrement nécessaires pour restaurer la confiance dans la devise britannique. La faiblesse de la NOK s'explique par les allusions de la Norges Bank quant à un ralentissement du resserrement et par le prix du pétrole en baisse. Selon nous, les fondamentaux des marchés des changes resteront globalement inchangés jusqu'à fin 2022. Nous prévoyons donc toujours un USD fort, porté par le resserrement de la politique monétaire et des devises européennes faibles en raison de la crise énergétique qui s'aggrave. En Europe, le franc suisse fera sûrement bande à part, car il devrait profiter des risques géopolitiques.

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, 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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.