

Avril 2022

Taux d'intérêt et obligations

Des taux paraboliques

Etats-Unis

- Les T-Bonds à 2 ans se sont envolés de près de 90 pb en mars, et l'écart avec le point à 10 ans s'est inversé pour la première fois depuis 2019.
- Bien que la Fed ait procédé à un relèvement prudent de 25 pb en mars, la rhétorique de ses membres s'est durcie, réclamant plus de hausses, par incrément de 50 pb, lors de certaines réunions à venir.

Zone euro

- Malgré la guerre en Ukraine et ses effets sur l'économie européenne, l'inflation est aux commandes, comme en témoigne la nette hausse de la courbe des rendements. L'extrémité courte a signé environ +70 pb, le rendement à 30 ans affichant +56 pb.
- Le terme des programmes de rachat d'actifs approchant et leurs effets devant refluer ces prochains mois, le marché a anticipé à nouveau des relèvements, la BCE devant maîtriser l'inflation.

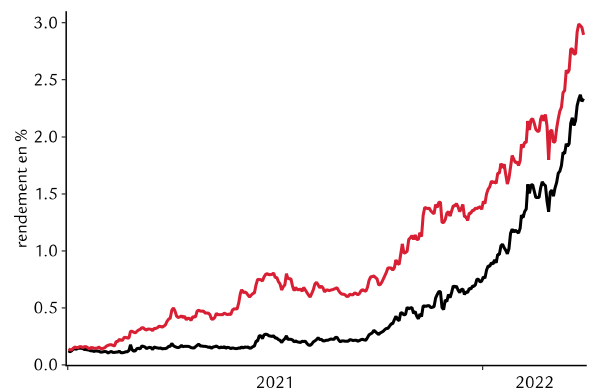
Royaume-Uni

- Moins marquée, la hausse des taux britanniques est de +20 à +30 pb sur l'ensemble de la courbe.
- La Banque d'Angleterre a encore relevé son taux directeur de 25 pb en mars vu l'envolée continue de l'inflation.

Suisse

- En ligne avec l'Europe, les rendements des emprunts de la Confédération gagnent environ 40 pb sur l'ensemble de la courbe.
- Saisissant contraste de l'inflation des prix à la consommation en Suisse (seulement 2,2%) par rapport aux autres pays. Mais les prix à la production et à l'importation augmentent, à 5,8% actuellement.

Envolée des T-Bonds, de plus forts relèvements attendus



— Fed Funds Future du décembre 2023 — T-Bond générique à 2 ans
Source: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Les banques centrales ont changé de focale : elles tâchent désormais de contenir l'inflation, jugée jusque-là comme transitoire. Conséquence, les taux s'envolent. Il y a à peine six mois, le marché anticipait simplement deux relèvements de taux de la Fed d'ici fin 2023, malgré la hausse persistante de l'inflation. Aujourd'hui, il prévoit désormais douze hausses (de 25 pb chacune), et estime à 70% probable que celle de mai soit de 50 pb. Jusqu'ici, le marché du crédit réagit étonnamment bien, même si nous considérons le récent resserrement comme un rebond plutôt technique des obligations d'entreprises. Dégradation du contexte macroéconomique et hausse continue de l'inflation doublée du vif durcissement des conditions financières vont maintenir la pression sur les consommateurs et les bénéficiaires. Les banques centrales réduisant la voilure, le soutien au marché du crédit va refluer. Nous prévoyons une volatilité élevée des écarts, et un élargissement de ceux-ci. A cela s'ajoute la situation géopolitique, expliquant notre positionnement défensif. Notre position en durée sur les taux en USD est plus neutre, vu les prévisions déjà élevées. En Europe, les rendements obligataires souverains devraient augmenter.

Actions

Rebond des actions en mars

Etats-Unis

- En mars, le marché américain a gagné 5,1%, signant -4,1% depuis début 2022.
- Il a surperformé les autres sur ce mois, la guerre en Ukraine et les sanctions contre la Russie pesant moins sur l'économie américaine que sur celle d'Europe continentale notamment.
- Ce marché reste très cher relativement à ses congénères. Toutefois, le ratio P/E prévisionnel est passé de 24 en mars 2021 à environ 20 aujourd'hui.

Zone euro

- Le marché des actions de l'UEM a gagné 0,6% en mars, mais perd 8,1% en 2022.
- La guerre en Ukraine fait à nouveau de la zone euro le moins performant des grands marchés, et la surperformance du début d'année s'est inversée. L'ampleur de l'effet du conflit et des sanctions n'est pas encore totalement appréhendée.
- La valorisation est relativement attractive, le ratio P/E prévisionnel tutoie 14, et le rendement du dividende est de 2,8%. A noter que les prévisions de croissance des bénéfices et des revenus sont en hausse depuis début 2022.

Royaume-Uni

- Après des années d'atonie, le marché britannique surperforme ses pairs en 2022, signant 2,9% en mars et 5,3% depuis le début de l'année. En 2022, c'est le seul grand marché à être dans le vert.
- Il affiche toujours la plus faible valorisation parmi les marchés développés.

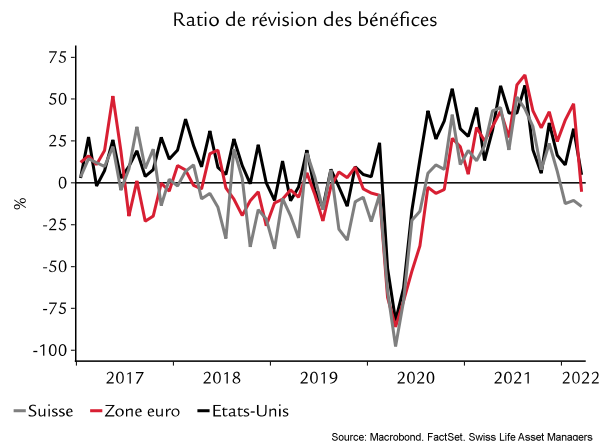
Suisse

- Le marché suisse a gagné 3,2% en mars, mais cède 4,8% depuis janvier.
- En termes de valorisation, c'est le second plus cher. Son ratio P/E prévisionnel est de 19 et le rendement du dividende s'inscrit à 2,4%.

Marchés émergents

- En baisse de 4,2% en mars, les actions des marchés émergents signent -5,7% depuis janvier, sous-performant les marchés développés de 1,7%.
- La valorisation est intéressante, et Pékin a récemment annoncé une série de mesures politiques et économiques qui devraient porter le marché des actions (la Chine représente 32% du MSCI Emerging Markets Index).

Zone euro : les révisions à la baisse l'emportent



Ces derniers mois, les prévisions de croissance ont été ajustées à la baisse, celles d'inflation à la hausse, et les actions ont subi une correction. Le marché intègre à ses prévisions les fortes attentes de relèvements de taux directeurs et la guerre en Ukraine. Prévisions et révisions de bénéfices n'ont traduit que partiellement cette évolution. Fin 2021, les prévisions de croissance des bénéfices et des revenus pour 2022 étaient les suivantes, respectivement : 9,2% et 7,3% aux Etats-Unis, contre 7,7% et 5,0% en zone euro. Concernant la première prévision, le consensus actuel du marché est désormais de 10,9% aux Etats-Unis et 14,5% pour la zone euro. Ces prévisions sont donc supérieures. Le ratio de révision des bénéfices (relèvements - abaissements / total de changements de notation) a lourdement chuté, passant en territoire négatif en mars (voir graphique). Cela laisse à penser que les prévisions pourraient être revues à la baisse ces prochains mois.

Si les entreprises parviennent à enregistrer une croissance de leurs bénéfices en 2022, le marché des actions pourrait finir l'année dans le vert. Partant des niveaux actuels, on pourrait enregistrer des rendements de 5% à 15% jusqu'à fin 2022. La guerre en Ukraine et la spirale inflationniste restent des risques majeurs, appelant à la prudence et alimentant la probabilité de révision à la baisse. Nous pensons que les marchés sont un brin trop optimistes sur ce point. Mais, comme nous l'avons souligné le mois dernier, les valorisations ont nettement baissé et tutoient actuellement les moyennes historiques. Notre position sur les actions reste constructive, mais prudente à court terme en raison de la guerre en Ukraine.

Devises

Position désormais neutre sur l'USD

Etats-Unis

- Sur les marchés, le sentiment de risque s'est dégradé début mars vu l'évolution en Ukraine, soutenant l'USD. Avec la légère amélioration du sentiment de risque, avec à la clé une belle amélioration sur le marché américain des actions, l'USD s'est stabilisé le reste du mois.
- Nous avons changé notre position de positive à neutre sur l'USD face au triptyque EUR, GBP et JPY. Le carry porte toujours le billet vert, mais les attentes quant au durcissement de la politique monétaire américaine sont un brin exagérées.

Zone euro

- Après une correction début mars, la paire EUR/USD a rebondi et fini le mois quasi inchangée.
- L'inflation bondissant en zone euro, nous avons avancé notre prévision de hausse du taux directeur de la BCE de début 2023 au 4^e trimestre 2022. De ce côté de l'Atlantique, les rendements obligataires à long terme peuvent encore progresser, limitant la baisse de la paire EUR/USD malgré les risques élevés issus de la guerre en Ukraine. Notre position pour cette paire passe donc de négative à neutre pour le prochain trimestre.

Royaume-Uni

- Le ton étonnamment moins offensif de la Banque d'Angleterre a affaibli la paire GBP/USD en mars.
- Notre position est neutre pour les paires GBP/USD et GBP/EUR pour le prochain trimestre.

Suisse

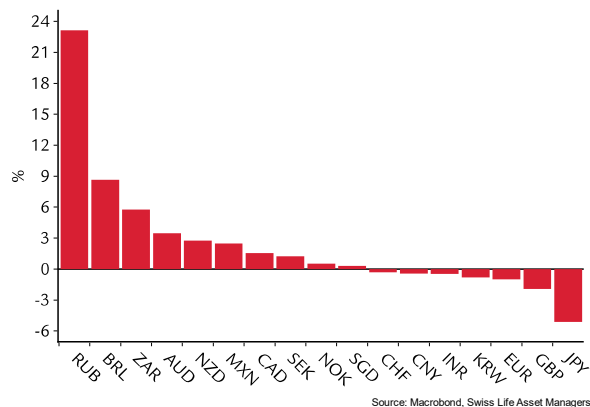
- Le 7 mars, la paire EUR/CHF a brièvement atteint la parité, avant de remonter, se stabilisant entre 1,02 et 1,04.
- Le franc va rester prisé vu la situation géopolitique, notre position trimestrielle est négative pour la paire EUR/CHF.

Japon

- Avec +6% en mars, la paire USD/JPY est au plus haut depuis début 2016.
- Nous sommes donc passés de positifs à neutres sur la paire.

Le yen lanterne rouge, impressionnant rebond du rouble

Performance d'une sélection de devises face à l'USD en mars 2022



Le marché des changes n'a pas été avare de surprises en mars. Fulgurant rebond du rouble après la vente massive induite par l'invasion russe en Ukraine et l'application des sanctions. Même si l'ampleur de ce bond fait débat vu la faible liquidité du marché, il est clair que les mesures russes de contrôle des capitaux et les afflux élevés et continus de devises pour régler les exportations de gaz et de pétrole ont permis de soutenir le rouble. Le niveau de prix de l'énergie et des matières premières est aussi une aubaine pour les devises qui y sont liées (BRL, ZAR, AUD et NZD). Elles ont toutes repris du terrain à l'USD en mars (voir graphique). La GBP est l'exception notable, souffrant sûrement de l'humeur changeante de la Banque d'Angleterre, un demi-ton moins offensive récemment. Vente massive du yen, la banque centrale japonaise réitérant sa rhétorique très souple dans un contexte d'inflation relativement faible. Tokyo continue de pâtir d'un choc majeur des termes de l'échange (ratio prix à l'exportation/à l'importation), le pays important 100% de ses énergies fossiles.

Nous sommes passés d'une position positive à neutre pour l'USD pour le prochain trimestre. Le carry porte toujours le billet vert, mais les attentes quant au durcissement de la politique monétaire américaine sont un brin exagérées. Nous maintenons toutefois notre position négative pour la paire EUR/CHF, l'écart d'inflation résolument important entre la Suisse et la zone euro abaissant la « juste » valeur du taux de change, et le franc étant appelé à rester prisé vu la situation géopolitique.

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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.