

Août 2022

## Taux d'intérêt et obligations

La fin des tourments ?

### Etats-Unis

- Malgré une nouvelle hausse de l'inflation, les T-Bonds à 10 ans ont cédé plus de 30 pb en juillet ; les médiocres données macroéconomiques et le repli des prix des matières premières suggèrent que le pic d'inflation est proche alors que la croissance économique ralentit.
- Le marché anticipe toujours un pic anticipé du taux directeur de la Fed et des baisses plus vives ensuite, une baisse de 50 pb étant déjà attendue pour 2023.

### Zone euro

- La BCE a procédé à son premier relèvement de taux directeur en plus de 10 ans, mais les Bunds à 10 ans ont cédé 50 pb sur fond de données économiques moroses et de craintes de récession alimentées par la crise énergétique en Europe.
- Le nouvel outil anti-fragmentation de la BCE, baptisé « Transmission Protection Instrument » (TPI) n'a pas pu maîtriser l'écart entre les obligations d'Etat allemandes et italiennes, en hausse de 40 pb après la démission de Mario Draghi.

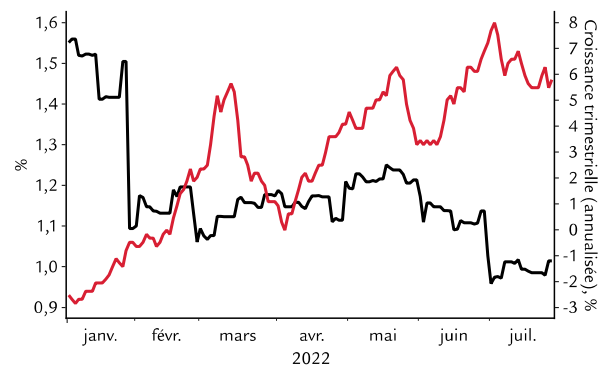
### Royaume-Uni

- En juillet, le rendement des gilts à 10 ans a cédé près de 30 pb, alors qu'à 2 ans, le repli est d'environ 10 pb.
- Les marchés estiment plus probable une hausse de 50 pb que de 25 pb du taux directeur en août, malgré l'évident ralentissement de l'économie.

### Suisse

- L'aplatissement des courbes de rendement du fait de la crainte de récession mondiale est aussi visible en Suisse ; l'écart entre les obligations d'Etat à 2 ans et à 10 ans se resserre de près de 50 pb.
- Après un premier relèvement agressif (50 pb) du taux directeur par la BNS, les marchés prévoient un cycle très superficiel.

*Avec l'économie au ralenti, l'écart de crédit US grandit*



— Ecart de crédit investment grade américain, éch. de g.

— Atlanta Fed GDPNow (prévision immédiate du PIB américain) éch. de d.

Source: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Banques centrales et acteurs politiques jugent les économies et les ménages des marchés développés en bonne forme, et les bilans des entreprises solides, aptes à résister au durcissement des conditions financières. Un mantra souvent entendu ces derniers mois, qui pourrait connaître le même sort que « l'inflation temporaire ». Les PMI viennent de glisser sous les 50 points, signe d'une contraction dans le secteur manufacturier. Le moral des ménages est en berne depuis un moment, sur fond d'inflation galopante et de croissance réelle négative des salaires. Au 2<sup>e</sup> trimestre, les résultats des entreprises cèdent 6% aux Etats-Unis et 41% en Europe, tandis que le PIB américain a reculé au 1<sup>er</sup> semestre 2022. L'inflation n'a même pas commencé à refluer que le marché attend une hausse de 90 pb par la Fed et de 100 pb par la BCE d'ici fin 2022, alors qu'elles réduisent leur bilan respectif. Difficile pour les marchés de savoir où se trouve le fond, et nous n'avons pas encore évoqué la situation géopolitique. Alors que des rebonds de marchés baissiers sont monnaie courante et peuvent durer, nous estimons qu'au final, les écarts de crédit vont davantage se creuser. Le pic des rendements des obligations d'Etat semble passé, mais vu le récent repli, ils pourraient grimper plus haut à court terme.

## Actions

### Reprise en juillet

#### Etats-Unis

- Après un horrible mois de juin, le marché américain a rebondi en juillet, mais cède tout de même 16,6% depuis janvier 2022 (toutes les données de cette colonne sont arrêtées au 25 juillet).
- Sauf de rares exceptions, la saison des résultats est conforme aux attentes. De nombreuses entreprises ne voient pas les prochains trimestres d'un bon œil.
- Les analystes prévoient encore une hausse des bénéfices de 5% à 10% en 2022/2023. En phase de récession, la baisse moyenne est de 15% (cf. article principal). La valorisation du marché ne reflète donc pas pleinement le risque d'une inflation même légère.

#### Zone euro

- Positif en juillet, le marché des actions de l'UEM cède 15,2% en 2022.
- La valorisation est intéressante, mais les conséquences de la guerre en Ukraine et la crise politique italienne pèsent. L'euro en repli améliore la compétitivité, mais relève les prix des intrants importés.

#### Royaume-Uni

- Le marché britannique des actions caracole en tête cette année. En hausse de 3,0% depuis janvier, sa performance en juillet est positive, quoiqu'en deçà de la moyenne mondiale.
- Sa valorisation est la plus faible, avec un rapport cours/bénéfice prévisionnel approchant 10 et un rendement du dividende de 4,1%.

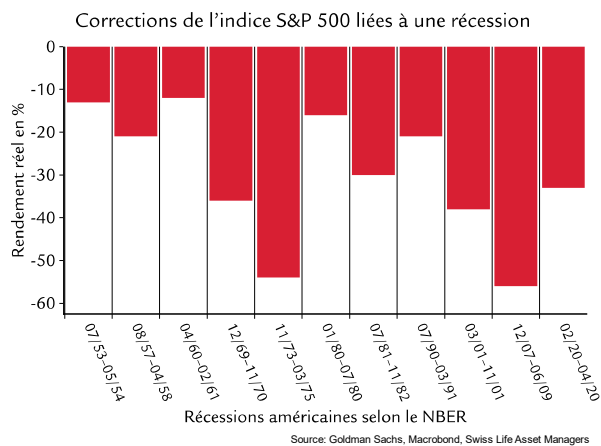
#### Suisse

- Le marché est en hausse en juillet, mais la performance depuis janvier reste négative, à -12,8%. Globalement, le marché suisse a fait mieux que l'euro-péen et l'américain, mais moins bien que le britannique et le nippon depuis janvier.
- Sa valorisation s'est améliorée, et des poids lourds de l'indice sont accessibles à des niveaux de valorisation inédits depuis des années.

#### Marchés émergents

- Juillet rouge pour les marchés émergents. Depuis janvier, la performance est de -18,1%.
- Des données économiques moroses et la dépression immobilière chinoise ont pesé. Mais Pékin déploie des mesures budgétaires et monétaires favorables. Sans autre confinement, le marché des actions affiche une valorisation très intéressante et un potentiel de rattrapage, mais les risques restent élevés.

En moyenne, une récession fait perdre 30% aux actions



Le marché américain des actions a cédé plus de 20% depuis le pic, et se trouve donc en phase baissière. Historiquement, ce type de situation intervient principalement en période de récession. Selon nos prévisions, qui intègrent une récession américaine en 2023, il n'y aura pas d'exception cette fois-ci. Sur 11 corrections liées à la récession depuis 1945, le marché américain a cédé en moyenne 30% (ajusté de l'inflation, voir graphique). Ainsi, la baisse actuelle est proche de la moyenne historique. La plus lourde chute, -56%, date de la crise financière mondiale (2007 - 2009), la plus petite de 1960 (-12%). En moyenne, les bénéfices des entreprises ont perdu 15% et le repli du marché intervient généralement sept mois avant le début de la récession. La durée entre le pic et le creux est de 14 mois, toujours en moyenne. Lors des quatre trimestres suivant la fin d'une récession, les bénéfices gagnent 17% (en moyenne). Ils retrouvent donc leur niveau pré-récession un an après la fin de celle-ci.

La situation actuelle est spéciale à bien des égards. Primo, nous vivons un cycle de resserrement des taux alors que l'inflation est au plus haut en plus de 40 ans. Secundo, les analystes prévoient une hausse des bénéfices l'an prochain, et un niveau de marges exceptionnellement élevé. Mais historiquement, les marges perdent plusieurs points de pourcentage lors d'une récession. La valorisation actuelle du marché des actions est conforme, voire légèrement inférieure aux moyennes historiques, tout en restant bien supérieure aux précédents points bas des phases baissières et des récessions. Ainsi, les actions sont près de plafonner, bien qu'un rebond temporaire soit possible si les attentes de taux évoluent ou si la situation géopolitique se détend.

## Devises

L'euro sur une pente glissante

### Etats-Unis

- Nouveau mois solide pour le billet vert en juillet ; il s'apprécie face à la plupart des grandes devises, à l'exception de celles des grands exportateurs de matières premières (CAD, AUD, NOK).
- L'USD a profité du carry (différentiel de taux d'intérêt) sur toute la courbe, les marchés financiers diminuant un peu partout leurs attentes de politique monétaire, notamment en Europe.
- Selon nous, la Fed reste plus déterminée à combattre l'inflation que ses homologues en Europe et au Japon, justifiant notre prévision d'un USD en hausse le mois prochain.

### Zone euro

- Parmi les devises des marchés développés, l'EUR est de loin celle qui signe la plus faible performance en juillet (-2,7%), pondérée des échanges.
- La montée des risques de récession due à la crise européenne de l'énergie et à l'incertitude politique en Italie devrait faire baisser la paire EUR/USD ces prochaines semaines.

### Royaume-Uni

- Stable face à l'USD en juillet, la GBP s'est appréciée face à l'EUR.
- Les données économiques sont meilleures que prévu alors que l'inflation reste très élevée. La Banque d'Angleterre devrait donc durcir sa politique monétaire plus vite que prévu. Nous relevons notre position sur la paire GBP/USD de négative à neutre.

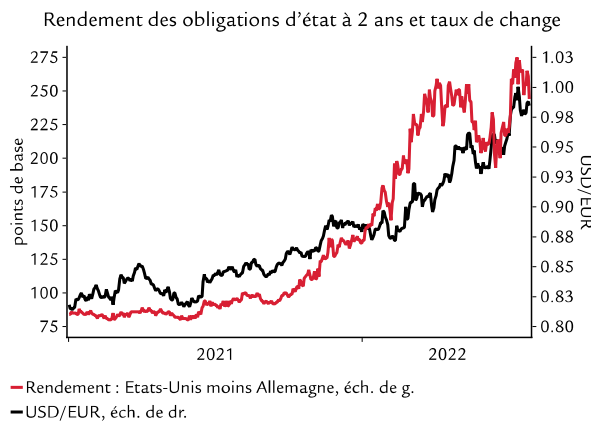
### Suisse

- En juillet, le CHF a gagné 1,4%, pondéré des échanges. La paire EUR/CHF atteint un niveau historiquement bas.
- Partant, nous relevons notre position sur la paire EUR/CHF de négative à neutre.

### Japon

- Un répit en juillet pour l'implacable hausse de la paire USD/JPY, le taux de change s'inscrivant entre 135 et 140.
- La Banque du Japon ne démord pas de sa politique monétaire ultra-expansionniste, ce qui pourrait affaiblir davantage le yen le mois prochain, le carry étant appelé, surtout face à l'USD, à se creuser davantage.

### Les différentiels de rendement Etats-Unis/Europe à la barre



Source : Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Comme la Banque nationale suisse (BNS) un mois plus tôt, la Banque centrale européenne (BCE) a surpris son monde en annonçant un relèvement de taux de 50 pb, contre 25 pb attendus. Lors de la conférence de presse suivant la décision, Christine Lagarde, présidente la BCE, a ajouté que l'euro attisait l'inflation, trahissant le malaise du conseil des gouverneurs face à la forte dépréciation de la monnaie unique depuis le début de l'année. La réunion de juillet du FOMC a été bien plus calme, et la Fed a procédé au relèvement de 75 pb attendu par les marchés.

L'idéal pour un rebond de l'EUR face à l'USD ? Pas tout à fait. La paire EUR/USD est restée proche de la parité en seconde quinzaine. Ces prochaines semaines, l'USD devrait gagner du terrain face à l'EUR, au JPY et au CHF. Comme lors des derniers mois, le carry devrait rester le principal moteur de la vigueur du billet vert (voir graphique). Malgré la bonne surprise qu'a livrée la BCE, les marchés doutent de sa capacité à mettre en œuvre un cycle de resserrement probant au vu du risque élevé de récession induit par la crise de l'énergie en Europe. Une opinion que nous partageons, mais nous jugeons que les marchés financiers sous-estiment quelque peu l'étendue du cycle entamé par la Fed. Celle-ci pourrait devoir multiplier les hausses pour lutter contre la pression inflationniste toujours élevée. Ainsi, le carry déjà favorable à l'USD pourrait encore se renforcer et porter le billet vert le mois prochain. Après la nette baisse en deçà de la parité en juin/juillet, nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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 gr 1, NO-0161 Oslo.