

Septembre 2022

Taux d'intérêt et obligations

Réitérer l'engagement de lutter contre l'inflation

Etats-Unis

- Les bonnes surprises macroéconomiques et une Fed offensive ont entraîné une nette réévaluation des taux d'intérêt, avec le rendement des obligations d'État à 10 ans en hausse de 40 points de base en août.
- Les marchés ont interprété la réunion de juillet du FOMC comme un revirement malgré un ton bien différent de nombreux membres. Les investisseurs ont finalement changé d'avis après le discours de Jerome Powell à Jackson Hole, entraînant une nette réévaluation des taux et des actifs risqués.

Zone euro

- Là où les Etats-Unis ont peut-être connu leur pic d'inflation, l'Europe reste aux prises avec la hausse des prix, relevant le rendement des Bunds à 10 ans de près de 70 pb en août.
- La flambée de l'inflation met la BCE en difficulté : elle doit resserrer sa politique pour aller vers un ralentissement et *in fine* revoir ses programmes d'achat d'actifs.

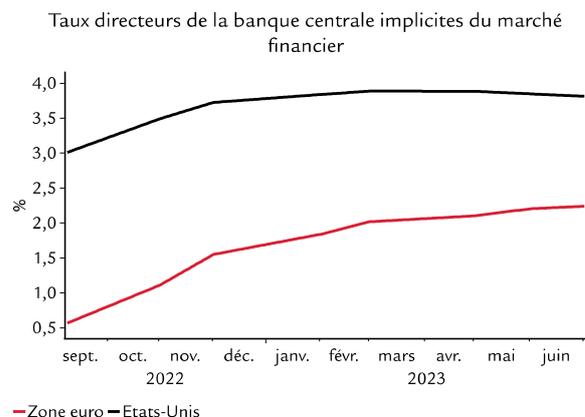
Royaume-Uni

- L'inflation a bondi à plus de 10% en juillet, et son pic devrait être de 12% au T4. Dans ce contexte, les investisseurs fuient les obligations d'Etat ; les rendements ont ainsi augmenté de plus de 80 pb en août.
- La Banque d'Angleterre a relevé ses taux de 50 pb en août tout en prévoyant une longue récession qui débutera fin 2022. L'inflation ne devrait pas revenir à 2% dans un avenir proche.

Suisse

- Les obligations de la Confédération à 10 ans signent +35 pb en août, et l'inflation s'inscrit à 3,4% en juillet.
- Malgré une inflation relativement modeste, la BNS reconnaît qu'il faut faire plus en termes de relèvements pour éviter des effets secondaires de la hausse des prix de l'énergie.

Fed et BCE : prévisions de hausse



Source : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Net rebond des actifs risqués ces dernières semaines, sur fond de positionnement baissier à l'extrême, de meilleures données économiques et d'anticipation d'un revirement de la Fed début 2023. Malgré une inflation moindre que prévu en juillet (8,5%), ce chiffre et un taux de chômage de 3,5% ne suffiront pas à rendre la Fed accommodante. Des avertissements ignorés par les investisseurs avant que le directeur de la Fed, Jerome Powell, se montre à nouveau offensif à Jackson Hole en réaffirmant l'engagement de ramener l'inflation à 2%. Le ton est le même chez les banquiers centraux de la BCE et de Londres, dont les économies sont en plus mauvaise posture. La spirale des prix de l'énergie alimente la pression inflationniste alors que la dynamique de croissance s'essouffle. Lutter contre l'inflation tout en risquant une forte récession, voire pire, une fragmentation de la zone euro rend la politique de la BCE moins prévisible. Pour l'heure, nous pensons que la priorité restera la baisse de l'inflation, forçant les banques centrales à serrer la vis. Nous restons donc prudents sur les actifs risqués et neutres sur les rendements des obligations d'Etat à plus longue maturité. Nous continuons à nous attendre à une hausse des taux à court terme et nous nous positionnons en conséquence.

Actions

Des banquiers centraux rabat-joie

Etats-Unis

- Après le rebond d'un marché baissier en juillet et un solide début août, le marché américain a cédé 3,2% sur le mois, totalisant -16,7% depuis janvier.
- D'excellents bénéfices au T2, en hausse de 9% sur un an. Si l'on exclut le secteur l'énergie, elle a été négative (voir analyse à droite), tout comme le taux de croissance des bénéfices trimestriels.
- Proches des moyennes historiques, les valorisations dépassent celles des précédentes récessions. La hausse des rendements a porté l'attractivité relative des obligations.
- Le positionnement reste baissier comme lors de la pandémie. Historiquement, cela précède souvent un rebond des actions.

Zone euro

- Le marché des actions de l'UEM a cédé 4,0% en août, et 16,2% depuis janvier 2022.
- La valorisation reste attractive, mais la hausse des prix de l'énergie à la suite du conflit en Ukraine pèse sur le marché. 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. Il gagne 5,0% depuis janvier et cède seulement 0,2% en août, en raison notamment du poids comparativement important du secteur de l'énergie.
- Sa valorisation reste la plus faible, avec un ratio P/E prévisionnel approchant 9,5 et un rendement du dividende attendu à 4,1%.

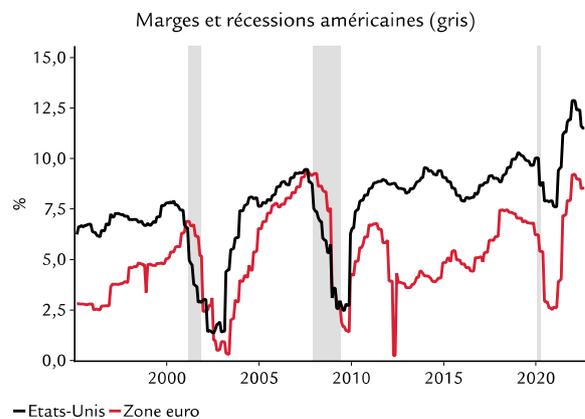
Suisse

- Le marché suisse a cédé 2,9% en août, et 14,9% depuis janvier 2022. Cette année, il ne profite donc pas de sa nature globalement défensive.
- Le secteur pharmaceutique délaissé peut l'expliquer, malgré des valorisations à un faible niveau au regard du passé récent. De plus, les titres cycliques ont cédé entre 20% et 40% en 2022.

Marchés émergents

- Exprimé en USD, le gain est de 0,3% en août, mais la perte de 17,6% depuis janvier.
- Le marché pâtit toujours de l'atonie chinoise malgré les mesures prises par le gouvernement et la banque centrale. Globalement, les banquiers centraux des marchés émergents subissent moins de pression à lever les taux.

Publication des résultats au T2 et perspectives



Source : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Les entreprises viennent de présenter leurs bénéfices au T2. Globalement, ils sont meilleurs que prévu, mais l'avenir s'annonce bien moins rose. La croissance des bénéfices tutoie 10%, alors que celle des revenus, en lien (plus) direct avec le taux d'inflation, signe entre 15% et 25% (par rapport au T2 2021 pour les deux valeurs). Ces deux taux de croissance dépassent les attentes de 1% à 6%. Mais la répartition de la croissance des bénéfices est inégale. Le marché américain signe une baisse de résultat par action de 3%, hors secteur de l'énergie. Ce dernier (environ 4,5% de l'indice américain) a enregistré une hausse exceptionnelle de plus de 300%, faisant gagner pas moins de 12% aux bénéfices de l'indice (impact de 9% sur la croissance des ventes). L'effet est similaire en Europe et au Japon, mais de moindre amplitude. Les marges restent proches de leurs sommets historiques ; par le passé, elles ont nettement reflué lors des récessions (zone grisée dans le graphique ci-dessus). Les perspectives sont devenues moins optimistes. De nombreuses sociétés ont annoncé un gel des embauches et certaines commencent à licencier. En manque de confiance, les PDG sont nombreux à craindre une récession des deux côtés de l'Atlantique. Toutefois, les analystes n'ont pas nettement abaissé leurs prévisions de bénéfices pour 2023 et au-delà. Le marché les attend de +10% à +20% en 2022 et de 0% à +8% en 2023. Historiquement, les bénéfices perdent 15% à 20% en récession et les marges, 50%. Nous jugeons donc les prévisions actuelles trop optimistes. En d'autres termes, les valorisations actuelles mesurées en ratio P/E prévisionnel assis sur les bénéfices sur 12 mois sont trop élevées. L'environnement de marché actuel rend intéressantes les stratégies à risque contrôlé que sont la volatilité minimale et la protection.

Devises

EUR, JPY et GBP souffrent de la crise énergétique

Etats-Unis

- L'USD signe encore un bon mois en août, gagnant près de 3% pondéré des échanges.
- Nous voyons toujours la Fed comme la banque centrale la plus engagée dans la lutte contre l'inflation, une vision confortée par Jerome Powell lors de son discours à Jackson Hole. En y associant un carry intéressant, l'USD devrait rester solide.

Zone euro

- Même si les marchés financiers s'attendent désormais à une BCE plus offensive, l'EUR cède encore du terrain à l'USD, la crise énergétique s'intensifiant en août (voir article principal).
- 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

- La livre sterling signe la moins bonne performance des devises des grands marchés développés, sur fond de montée de l'incertitude politique et économique en août.
- Septembre ne devrait rien y changer, et nous sommes devenus négatifs sur la paire GBP/USD.

Suisse

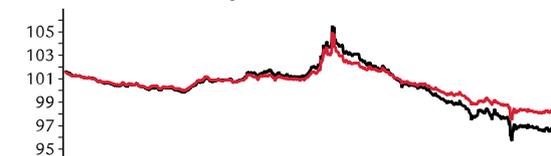
- Après avoir atteint un taux historiquement bas à 0,96, la paire EUR/CHF a réussi à se reprendre en août.
- Un rebond de courte durée selon nous. La paire EUR/CHF devrait repartir à la baisse, la BNS ne semblant pas encore s'émouvoir de la forte appréciation nominale du franc.

Japon

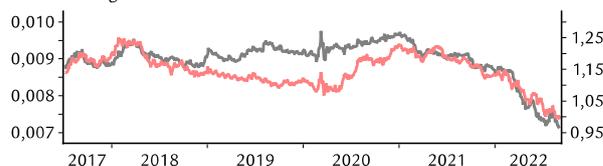
- Après une nette baisse fin juillet, la paire USD/JPY a repris environ 4% en août, évoluant dans une fourchette large de 130-140 en place depuis début juin.
- Elle devrait y rester, notre position est donc neutre. La Banque du Japon va sûrement maintenir sa politique monétaire ultra-expansionniste, mais le JPY est tant dévalué que le potentiel de dépréciation semble limité.

EUR et JPY pénalisés par le choc des termes de l'échange

Indices des termes de l'échange Goldman Sachs



Taux de change face à l'USD



— Zone euro — Japon — EUR/USD, éch. de d. — JPY/USD, éch. de g.

Source : Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

L'Europe est engluée dans une crise de l'énergie sans précédent, sapant la confiance des investisseurs dans l'EUR. La flambée de l'inflation globale, approchant les 10%, a fait monter les attentes du marché quant à des relèvements de taux directeurs. L'EUR n'a pas réussi à profiter de cette réévaluation et a chuté à la parité avec l'USD en août. Le choc des prix de l'énergie étant exogène, les prix à l'importation flambent et ceux à l'export ne suivent pas, ce qui dégrade nettement les termes de l'échange. La facture des importations gonflant sans cesse, le solde de la balance courante de la zone euro s'est effondré, et se trouve même en territoire négatif au 2^e trimestre 2022. Habituellement, ces deux données pèsent sur la performance d'une devise et pourraient expliquer la faiblesse persistante de l'EUR. L'argument pourrait aussi s'appliquer au Japon, l'archipel étant très dépendant des importations d'énergie, et sa monnaie n'ayant pas profité de son statut de valeur refuge en cette année troublée. Certes, la politique monétaire ultra-expansionniste de la Banque du Japon est largement responsable de la faiblesse du JPY, mais le choc des termes de l'échange n'a certainement pas favorisé la devise aux yeux des investisseurs. Le Royaume-Uni fait figure de cas particulier. Producteur majeur d'énergie, il est tout de même confronté à une hausse inédite des prix du gaz et de l'électricité. La récente vente massive de la GBP pourrait résulter de l'incertitude économique et politique, la lutte pour la présidence du parti conservateur retardant une réponse énergétique à la crise qui point à l'horizon.

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.