

Février 2022

A retenir

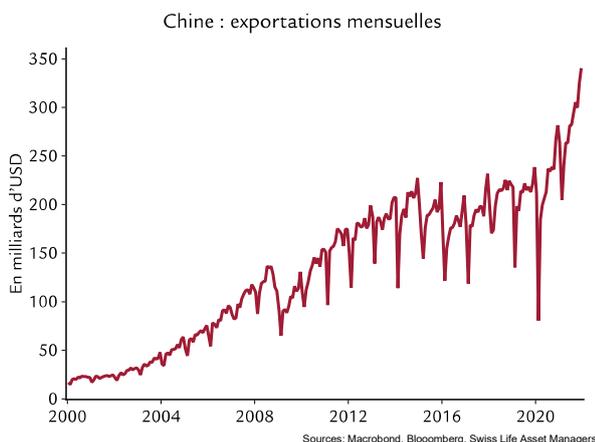
- Les prix de l'énergie restent un risque important pour prévoir l'inflation
- Zone euro : les prestataires blâment la vague Omicron, l'industrie allemande démarre l'année en fanfare
- Nous maintenons pour 2023 notre prévision de croissance du PIB plus prudente que celle du consensus

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2022		Croissance du PIB 2023		Inflation 2022		Inflation 2023	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	3,6% ↑	3,9% ↓	2,3%	2,6%	4,5% ↑	4,8% ↑	2,3%	2,6%
Zone euro	3,7%	4,0% ↓	1,7%	2,5%	2,8% ↑	3,1% ↑	1,5%	1,6%
Allemagne	3,6%	3,7% ↓	1,8%	2,5%	2,8% ↑	2,9% ↑	1,9%	1,9%
France	3,5%	3,8%	1,5%	2,0%	2,0% ↑	2,2% ↑	1,5%	1,5%
Royaume-Uni	4,2%	4,3% ↓	2,1%	2,2%	4,4% ↑	4,6% ↑	2,2%	2,5%
Suisse	2,6% ↑	3,0%	1,4%	1,9%	0,8%	0,9% ↑	0,6%	0,6%
Japon	2,4% ↑	3,1% ↓	1,6%	1,5%	0,7% ↑	0,8% ↑	0,3%	0,7%
Chine	5,0% ↓	5,0% ↓	5,1%	5,3%	1,9%	2,2% ↑	2,1%	2,3%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 10 janvier 2022

Graphique du mois



Le commerce mondial a signé un record en 2021. En décembre, les exportations chinoises ont dépassé 340 milliards de dollars, tordant le cou au mythe de la « démondialisation » qui dominait au début de la pandémie. Dans de nombreux pays, la forte demande mondiale en biens a mis à mal l'approvisionnement en raison d'embouteillages maritimes. Alors que la propagation continue du virus et la stratégie chinoise zéro covid pourraient peser sur la chaîne logistique à court terme, la situation devrait se détendre au 2^e semestre 2022.

Etats-Unis

Hausse des taux

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,6%	2022 : 3,9%
2023 : 2,3%	2023 : 2,6%

En 2021, le marché américain de l'emploi a connu un rétablissement fulgurant. A 6,7% en début d'année, le taux de chômage avait chuté à 3,9% fin 2021. La dernière fois que ce taux était inférieur à 4%, en mai 2018, les taux directeurs de la Fed approchaient les 2% et l'inflation était de 2,8%. Aujourd'hui, la Fed continue de réduire ses rachats d'emprunts, bien que l'inflation soit déjà à 7%. Sans surprise, la pression à la hausse des taux augmente, et comme les marchés financiers, nous attendons quatre hausses de 25 pb chacune cette année. Une perspective qui sème la nervosité sur les marchés, accrue par les tensions géopolitiques. En clair, le cycle de relèvement des taux ne va pas être une promenade de santé et mettra la conjoncture à l'épreuve, d'autant plus que l'économie américaine a commencé l'année en demi-teinte en raison de la vague Omicron. Mais de nombreux éléments plaident en faveur d'un resserrement : primo, les conditions de financement en début d'année étaient d'une souplesse record. Secundo, une demande plus faible est tout à fait voulue. La nette différence d'inflation entre les deux côtés de l'Atlantique pour les biens négociables montre qu'aux Etats-Unis, l'inflation s'explique par des difficultés d'offre, mais aussi par un excédent de demande.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,5%	2022 : 4,8%
2023 : 2,3%	2023 : 2,6%

En décembre, l'inflation a atteint 7%, toujours portée par les prix des biens. Par exemple, les prix des véhicules d'occasion ont encore augmenté, et sont 52% plus élevés qu'en janvier 2020. L'inflation des services est à nouveau étonnamment faible. Nous estimons donc toujours qu'en 2022, la dynamique d'inflation va passer des prix de l'énergie et des biens vers les services, mais que les hausses de prix mensuelles nettes reculeront légèrement.

Zone euro

Transition vers l'endémie ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,7%	2022 : 4,0%
2023 : 1,7%	2023 : 2,5%

Le plateau qui s'esquisse pour la vague Omicron suscite partout en Europe l'espoir de levée globale des restrictions encore en place. Omicron va-t-il inaugurer une phase endémique ? La question reste pour l'heure sans réponse. Partout en Europe, le secteur tertiaire lourdement affecté par les restrictions peut toutefois nourrir l'espoir d'une normalisation de la situation à l'été. Cela dit, le secteur de l'hôtellerie fait face à une pénurie criante de main-d'œuvre. Dans l'industrie, l'évolution dépendra de la détente continue des difficultés d'approvisionnement mondiales, récemment esquissée dans les semi-conducteurs. Les fournisseurs dans toute l'Europe vont profiter du potentiel de rattrapage à court terme du secteur automobile allemand. A moyen terme, la reprise européenne va s'essouffler du fait de l'impulsion budgétaire négative et du durcissement de la politique monétaire américaine et dans certains pays émergents. Les incertitudes géopolitiques renforcent ces vents contraires cycliques. Actuellement, le conflit ukrainien se traduit pour les consommateurs et les entreprises en Europe principalement par une hausse des prix de l'énergie. Mais toute nouvelle escalade augmenterait fortement l'incertitude économique.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,8%	2022 : 3,1%
2023 : 1,5%	2023 : 1,6%

Dernièrement, quatre pays de la zone euro ont enregistré une inflation inférieure au mois précédent. Elle reste très élevée dans les pays où les produits énergétiques fossiles ont un poids important dans l'indice des prix à la consommation. Mais contrairement à l'évolution aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, la croissance du crédit et l'évolution des salaires n'indiquent toujours pas de plus grande pression inflationniste. Si les prix de l'énergie n'évoluent pas, nous tablons sur un net repli de l'inflation, de 5% actuellement à 3% mi-2022.

Allemagne

L'industrie prend de l'élan

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,6%	2022 : 3,7%
2023 : 1,8%	2023 : 2,5%

Ces derniers trimestres, l'Allemagne a été à la traîne des grandes économies européennes. La part de l'industrie dans le PIB allemand est élevée comparée à la France et à l'Italie. Les difficultés de la chaîne logistique mondiale ont donc pesé sur la croissance de l'économie globale en 2021. Mais fin 2021, les signes d'une détente se sont multipliés, et la production automobile a récemment repris de la vigueur. Le début d'année révèle une accélération de la reprise dans l'industrie. Tant les indicateurs avancés du PMI industriel que l'indice ifo du climat des affaires, plus large, pointent une amélioration du moral des entreprises en janvier. Pour le second indice cité, l'horizon s'est surtout largement éclairci sur le front des attentes d'évolution des affaires ces derniers temps. Deux effets positifs contribuent à ce revirement. D'une part, la détente côté chaîne logistique, et d'autre part, la perspective de réouverture de plus en plus concrète en lien avec les mesures de lutte contre la pandémie.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,8%	2022 : 2,9%
2023 : 1,9%	2023 : 1,9%

Les partisans de la nature principalement temporaire de l'inflation prévoient une forte baisse de l'inflation annuelle en Allemagne ces prochaines semaines. Nous prévoyons donc également une baisse de l'inflation, de 5,3% en décembre 2021 à 4,3% dès janvier 2022. Les effets de base de taux d'accises inchangés alimentent ce rapide repli. Dans l'hypothèse de prix de l'énergie inchangés, nous attendons au 4^e trimestre 2022 un taux d'inflation glissant sous les 2%.

France

Pic du cycle d'inflation

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,5%	2022 : 3,8%
2023 : 1,5%	2023 : 2,0%

A la différence de son voisin d'outre-Rhin, la France a vu le moral de ses entreprises rester bon lors du 2^e semestre 2021. Mais début 2022, les indicateurs avancés du PMI des services trahissent un ralentissement de la dynamique. Il reste à voir s'il s'agit d'un creux temporaire dû à la propagation du variant Omicron. Le maintien à des niveaux élevés des indicateurs de l'industrie plaide en faveur de cette analyse. Dans le scénario favorable d'une prochaine transition vers une situation endémique en Europe, le secteur tertiaire français devrait profiter plus que la moyenne. Le soutien budgétaire, c'est-à-dire la modification du déficit public primaire, tempèrera la dynamique conjoncturelle de l'Hexagone. L'impulsion budgétaire plus faible en faveur de la croissance pèsera plus lourdement en France qu'en Allemagne p. ex. Comme pour les autres pays européens, notre prévision de croissance du PIB en 2023 pour la France est nettement inférieure à celle du consensus.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,0%	2022 : 2,2%
2023 : 1,5%	2023 : 1,5%

A l'instar de l'Allemagne, la France devrait voir un net repli du taux d'inflation en janvier 2022, de 3,4% dernièrement à 2,6%. La hausse du taux d'inflation moins forte en France qu'ailleurs en zone euro tient au moindre poids de l'énergie dans l'indice des prix à la consommation. Mais la hausse des prix de l'électricité joue un rôle majeur à l'approche de l'élection présidentielle. Bruno Le Maire, le ministre français des Finances, a annoncé que cette augmentation serait plafonnée à 4%.

Royaume-Uni La fête est finie ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,2%	2022 : 4,3%
2023 : 2,1%	2023 : 2,2%

Outre-Manche, la politique n'est jamais avare de surprises. Le poste de Premier ministre de Boris Johnson ne tient qu'à un cheveu après le « partygate », même si cette affaire devrait avoir un impact limité sur l'économie et les marchés. La politique monétaire est bien plus importante, la Banque d'Angleterre (BoE) a sorti un tour dont elle a le secret, en relevant mi-décembre ses taux d'intérêt, à la surprise générale. Comme aux Etats-Unis, le marché du travail se rétablit plus vite que prévu, le taux de chômage pré-crise (3,8%) étant à portée de main. La pression salariale qui en résulte et la récente hausse surprise de l'inflation sous-jacente ont visiblement pesé plus lourd pour la BoE que le creux conjoncturel temporaire lié à la pandémie, qui se traduit par des ventes au détail anémiques en décembre et des PMI en repli en janvier. Même si l'aubaine des taux bas est passée, la reprise économique devrait être solide en 2022, car le Royaume-Uni est à la traîne – son PIB mensuel a retrouvé son niveau pré-crise en novembre 2021 seulement. Comme en Allemagne et en France, la production industrielle accuse un retard considérable par rapport à l'avant-crise (3% en novembre), surtout dans le secteur automobile lourdement affecté par la pandémie. De plus, le tourisme interne pourrait profiter des conditions d'entrée assouplies après l'hiver covid.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,4%	2022 : 4,6%
2023 : 2,2%	2023 : 2,5%

Derechef, l'inflation a livré une bonne surprise en décembre 2021, passant à 5,4%. Comme aux Etats-Unis, et à l'inverse du Vieux Continent, la hausse des prix des biens, notamment des voitures d'occasion, est majeure dans la récente hausse de l'inflation. La dynamique d'inflation devrait rester élevée en 2022, la hausse des prix du gaz et de l'électricité sur le marché de gros ayant un effet décalé sur les prix à la consommation en raison de la réglementation.

Suisse Prévision prudente pour 2023

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,6%	2022 : 3,0%
2023 : 1,4%	2023 : 1,9%

A court terme, il semble que le variant Omicron ait quelque peu freiné la dynamique économique intérieure suisse en début d'année. Ainsi, l'indice de l'activité économique hebdomadaire du SECO pointe vers le bas dernièrement. Un ralentissement probablement dû à un nombre élevé de mises en isolement, un nouveau renforcement des restrictions n'étant plus à l'ordre du jour en Suisse. Opportunités et risques sont plus ou moins à l'équilibre, considérant la transition possible de l'Europe vers une situation endémique. Les fournisseurs de l'industrie automobile allemande profitent à court terme des moindres difficultés logistiques, mais à moyen terme, le franc fort devrait peser. Face au franc, l'euro est à son plus haut depuis six ans. Si la pandémie évolue favorablement en Europe, les voyages à l'étranger devraient reprendre et le tourisme d'achat devrait freiner la reprise de la demande intérieure. Dans ces conditions et au vu du moindre soutien de la politique budgétaire et monétaire sur la dynamique conjoncturelle mondiale, l'optimisme de nombreux instituts de prévision quant aux perspectives de croissance du PIB au-delà de 2022 est étonnant. Notre prévision de 1,4% pour 2023, toutes estimations confondues prises en compte par Consensus Economics, est la plus prudente.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 0,8%	2022 : 0,9%
2023 : 0,6%	2023 : 0,6%

Comme pour les prix à l'importation et à la production, nous pensons que la hausse des prix à la consommation a également dépassé son pic cyclique. Après une inflation annuelle de 1,5% ces deux derniers mois, nous tablons sur un repli à 1,3% en janvier 2022. A court terme, la récente hausse des prix des énergies fossiles compromet notre prévision.

Japon Omicron attaque

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,4%	2022 : 3,1%
2023 : 1,6%	2023 : 1,5%

Le Japon est le meilleur exemple de l'extrême contagiosité du variant Omicron. Le 1^{er} décembre 2021, l'archipel enregistrait 100 cas par jour, 344 le 1^{er} janvier 2022, et quelque trois semaines plus tard (en moyenne hebdomadaire), un record de 45 440, un chiffre qui ne cesse de croître. La situation vaccinale est mitigée. Si, en comparaison internationale, 80% de la population a reçu deux doses, très peu de rappels ont été administrés du fait du lancement tardif de la campagne de vaccination. L'exécutif a donc de nouveau décrété l'état d'urgence dans 34 des 47 préfectures, permettant à ces dernières d'imposer certaines restrictions, comme la réduction des heures d'ouverture dans le secteur de la restauration. Les séquelles économiques devraient être plus importantes qu'en Europe et aux Etats-Unis, où peu de nouvelles mesures ont été décrétées. Le PMI du secteur tertiaire s'est effondré en janvier, passant de 52,1 à 46,6 points. La lumière vient de l'industrie, avec en novembre 2021, la plus forte hausse mensuelle de la production (+7% par rapport à octobre) jamais enregistrée. D'après le PMI industriel, production et commandes ont augmenté en décembre et en janvier. Les chiffres des exportations restent solides, portés en décembre 2021 par la demande chinoise et américaine.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 0,7%	2022 : 0,8%
2023 : 0,3%	2023 : 0,7%

L'inflation au Japon augmente depuis un faible niveau et devrait atteindre son pic cyclique à environ 1,5% en avril 2022. Dès 2023, elle devrait à nouveau tutoyer 0%. La banque centrale nipponne ne subit donc aucune pression à serrer la vis et elle a fermement démenti les récentes rumeurs d'un revirement imminent de sa politique monétaire.

Chine Le zéro covid perdure

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 5,0%	2022 : 5,0%
2023 : 5,1%	2023 : 5,3%

Au 4^e trimestre 2021, l'économie chinoise a crû plus que prévu, signant une croissance trimestrielle de 4,0% par rapport à l'année précédente. Cependant, les indicateurs mensuels de décembre prouvent que malgré la grande vigueur de la production industrielle et des exportations, la consommation et divers indicateurs immobiliers sont en berne. Nous pensons que cette faiblesse se poursuivra au 1^{er} trimestre 2022 et révisons donc à la baisse notre prévision de PIB annuel, de 5,1% à 5,0%. Deux facteurs freineront la conjoncture chinoise. Primo, nous estimons que Pékin va s'en tenir à sa stratégie zéro covid, notamment à l'approche des Jeux olympiques d'hiver et du Nouvel An lunaire, deux événements ayant lieu début février. Le secteur des services et la consommation en pâtiront. Secundo, les déboires du marché immobilier vont se poursuivre en raison du moral en berne des investisseurs et de la demande plus faible. Tous les indicateurs liés à l'immobilier comme les ventes, les prix et les nouveaux crédits hypothécaires ont faibli en décembre. En réaction, la Chine a assoupli davantage sa politique monétaire. Nous prévoyons donc un faible 1^{er} trimestre, avant un rebond au second, si les assouplissements portent leurs fruits.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,9%	2022 : 2,2%
2023 : 2,1%	2023 : 2,3%

En Chine, l'inflation globale a nettement reculé en décembre (1,5%) par rapport à novembre (2,3%), ce qui s'explique notamment par une baisse des prix des denrées alimentaires. Les niveaux d'inflation modérés en Chine, contrairement au reste du monde, donnent à la banque centrale chinoise la latitude nécessaire pour soutenir l'économie par de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire.

Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife-am.com
🐦 @f_boucard



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife-am.com

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2020

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.

Février 2022

Taux d'intérêt et obligations

2022 à l'image de son mois de janvier ?

Etats-Unis

- Notons un aplatissement des courbes de rendement en janvier, l'extrémité courte augmentant plus que la longue. Le marché a anticipé des hausses supplémentaires de taux directeur vu l'inflation élevée et persistante.
- La Fed va très certainement augmenter ses taux directeurs en mars. Nous prévoyons quatre hausses au total, de 25 pb chacune en 2022, ainsi qu'un début de réduction du bilan de la Fed plus tard dans l'année.

Zone euro

- En zone euro, les taux ont plus progressé dans la partie centrale des courbes de rendement, alors que les extrémités très courte et longue ont été stables.
- Certes, la BCE adopte une rhétorique plus offensive, mais elle devrait laisser ses taux inchangés en 2022. Toutefois, la fin des opérations de refinancement à plus long terme ciblées des banques (TLTRO) va réduire le bilan, une première en près de dix ans.

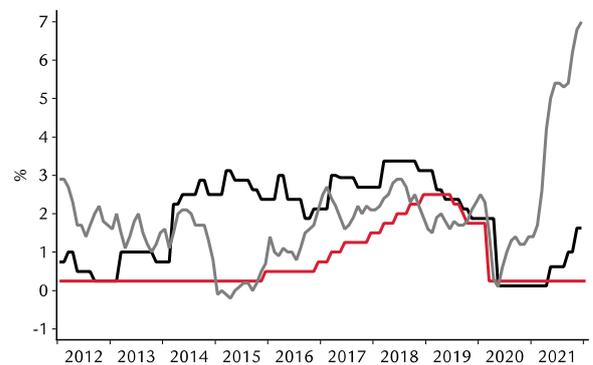
Royaume-Uni

- Evolution à la hausse quasi parallèle des taux britanniques en janvier.
- La menace Omicron refluant, la Banque d'Angleterre devrait reprendre son cycle de relèvement : elle ne l'a pas fait en novembre, mais en décembre, dérotant son monde par deux fois.

Suisse

- Le mois dernier, les taux suisses ont augmenté et la courbe de rendement s'est aplatie.
- Le franc fort préoccupant davantage la BNS que l'inflation, aucune normalisation de politique monétaire ne devrait intervenir en 2022, voire en 2023, pour permettre au différentiel de taux d'intérêt avec la zone euro de croître.

Une Fed offensive jusqu'à quel point ?



— Inflation globale — Taux cible de la Fed, limite supérieure
— Projection médiane des taux directeurs des membres du FOMC dans 2 ans
Source: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Souvent, janvier donne le ton du reste de l'année. 2022 n'a pas démarré sous les meilleurs auspices, les rendements des emprunts souverains et les écarts de crédit augmentant. Ainsi, les rendements totaux sont négatifs, les emprunts d'entreprise en EUR cédant 66 pb et ceux en USD 346 pb, suite au mouvement de taux plus fort et à la durée plus longue du segment USD. Les prévisions de resserrement de politique monétaire plus rapide n'ont pas ravi les investisseurs, même si selon nous, la souplesse reste de mise, les bilans des banques centrales augmentant. Certes, le début d'année n'est pas idéal, mais les écarts de crédit ne se sont creusés que de 7 pb (en EUR) et 8 pb (en USD). En réalité, vu la vente massive sur le marché des actions, les obligations d'entreprises ont été relativement bien soutenues. Mais cela pourrait nous avoir donné un avant-goût du reste de l'année. Un élément quasi certain est le retour de la volatilité des écarts, les banques centrales freinant leur soutien ; des creusements sont donc prévisibles. A court terme, les taux d'intérêt présentent un plus grand potentiel haussier, car l'inflation reste élevée et les banques centrales pourraient être forcées de passer à l'offensive. Notre position reste donc prudente en risque de crédit, et notre durée courte dans nos portefeuilles.

Actions

Passage des titres croissance aux titres valeur

Etats-Unis

- -8,8% : c'est la performance du marché américain en 2022 (toutes les données sont au 25 janvier), soit le plus faible début d'année en 13 ans quand le S&P 500 cédait 8,6% en janvier 2009. Une vente massive due au relèvement attendu côté Fed et à la hausse des rendements des T-Bonds.
- Comparé aux autres marchés développés, l'américain est cher et axé sur les titres croissance (voir texte principal). Ainsi, il pourrait sous-performer ses pairs, un épisode inédit depuis longtemps.

Zone euro

- Dans l'UEM, le marché des actions a cédé 5,9% en ce début d'année.
- Sa valorisation est plus intéressante et sa structure sectorielle est plus axée valeur que l'américain. Le marché profite aussi de l'absence prévue de hausse de taux de la part de la BCE en 2022.

Royaume-Uni

- Après l'atonie des dernières années, le marché britannique surperforme ses pairs en 2022, le FTSE 100 cédant seulement 0,4%. 2011 était la dernière année complète où le britannique a surperformé les marchés mondiaux.
- Parmi les grands marchés développés, le britannique affiche la plus faible valorisation et le plus fort rendement du dividende. Il est aussi plus cyclique que les autres et a une exposition relativement élevée aux actions ayant le vent en poupe (financières, énergies, biens de consommation de base).

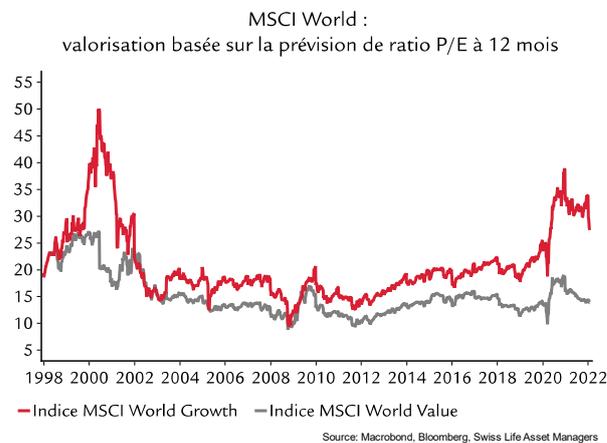
Suisse

- En repli de 7,8%, le marché suisse n'entame pas idéalement 2022. Des poids lourds de l'indice comme Roche ou Lonza ont eu un impact important, mais bien d'autres noms moins connus des secteurs technologique et pharmaceutique ont aussi été sous pression.
- Les titres suisses profitent de la croissance globale, mais les valorisations sont élevées.

Marchés émergents

- Cédant 1,0%, les titres des marchés émergents ont bien résisté, surperformant nettement les marchés développés.
- La valorisation est intéressante et de timides signes d'un assouplissement monétaire et budgétaire chinois ont soutenu le marché.

L'écart croissance/valeur appelé à se réduire



Ces 12 derniers mois, les titres « valeur » ont nettement surperformé ceux axés croissance (17% vs 2%), principalement du fait de la performance des premiers cette année, surperformant de 11% jusqu'ici. Mais la longue surperformance des titres « croissance » a cessé en juillet 2021. Deux raisons l'expliquent selon nous. Primo, il est devenu clair ces derniers mois que les politiques des banques centrales à l'échelle mondiale allaient se resserrer. La hausse des taux est un souci plus important pour les entreprises très endettées et actuellement faiblement rentables, p. ex. les titres technologiques, de la biotech ou les sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SPAC). Secundo, l'écart de valorisation entre les titres valeur et croissance vient d'atteindre un pic, la différence de ratio P/E dépassait 20 fin 2021 (18,8 pour les premiers, 39,5 pour les seconds, voir graphique). Partant, l'écart de performance et de valorisation entre ces deux types de titres devrait se réduire. L'environnement de taux ne va pas favoriser les titres axés croissance, et l'écart de valorisation reste trop important. De plus, les taux de croissance des bénéfices attendus pour ces actions restent très élevés, voire présomptueux. Tesla, p. ex., vaut plus que les dix autres plus grands constructeurs réunis, malgré une part de marché largement inférieure à 5% et des bénéfices quasi nuls. Il faudrait que Tesla absorbe 50% du marché automobile existant pour justifier sa valorisation actuelle. Si notre évaluation s'avère juste, les investisseurs orientés valeur et fondamentaux seront gagnants. Autre implication, les marchés des actions hors américain surperformeront en 2022.

Devises

Divergence accrue des politiques monétaires

Etats-Unis

- La réunion au ton ferme de la Fed le 26 janvier a revigoré l'USD, qui progresse depuis début 2022 d'environ 1% pondéré des échanges.
- Nous maintenons notre estimation d'un USD s'appréciant face à l'EUR et au JPY ce prochain mois, notamment du creusement des différences de taux (carry).

Zone euro

- L'EUR connaît un début d'année mitigé : il recule face à l'USD et à la GBP, stagne face au CHF, mais progresse de 1,7% face à la SEK.
- L'inflation devrait baisser plus vite en zone euro qu'aux Etats-Unis. La hausse des prix de l'énergie liée aux tensions géopolitiques est un risque haussier pour nos prévisions d'inflation, mais la BCE ne devrait pas réagir. Nous réitérons donc notre position négative sur la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- La livre sterling a relativement bien démarré l'année, en très léger repli face à l'USD et progressant de presque 1% face à l'EUR.
- La Banque d'Angleterre devrait à nouveau augmenter son taux directeur cette année, alimentant une nouvelle appréciation face à l'EUR. Nous restons neutres sur la paire GBP/USD.

Suisse

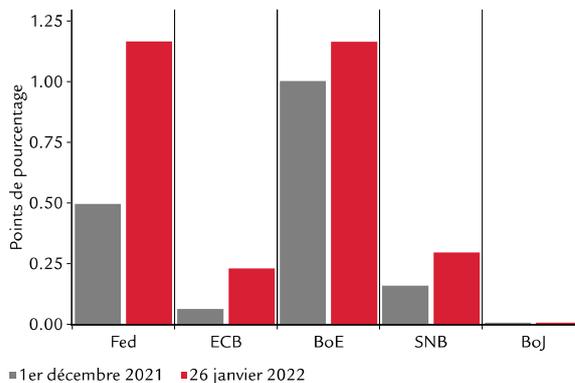
- La paire EUR/CHF a brièvement effleuré la marque de 1,05 en janvier, avant de vite replonger sous 1,04.
- A moyen terme, le CHF a un potentiel d'appréciation face à l'EUR, vu le différentiel de taux quasi inexistant par rapport à l'Allemagne. Les risques géopolitiques liés aux tensions entre Moscou et Kiev pourraient encore affaiblir la paire.

Japon

- La paire USD/JPY oscille autour de 115 depuis début 2022.
- Conforme à notre prévision de vigueur globale de l'USD, la paire devrait progresser ces prochains mois.

12 mois, 4 à 5 hausses attendues par les marchés

Evolution des taux directeurs sur 12 mois attendue par les marchés



Source: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Selon nous, la divergence des politiques monétaires animera les marchés des changes en 2022, qui anticipent de nouveaux resserrements aux Etats-Unis. Alors que les marchés des taux attendaient deux hausses de la part de la Fed (de 25 pb chacune) sur 12 mois en décembre 2021, ils en prévoient quatre à cinq après la réunion au ton ferme du FOMC du 26 janvier (voir graphique). Ces attentes à l'égard des autres grandes banques centrales n'ont grandi qu'à la marge, voire aucunement dans le cas de la Banque du Japon, malgré de brèves rumeurs d'un possible tour de vis à son ultra-expansionnisme monétaire. La plus grande surprise est venue de la réaction modérée de l'USD face à la divergence accrue des politiques monétaires depuis début décembre. La paire EUR/USD oscille autour de 1,13, et la paire USD/JPY a timidement augmenté. Seule la déclaration offensive de Jerome Powell, président de la Fed, lors de la conférence de presse suivant la réunion du FOMC a revigoré le billet vert. Cette réaction timide pourrait s'expliquer, de notre point de vue, par le fait que la force de l'USD fasse consensus depuis 2021 et que les positions spéculatives des traders sur le marché des changes privilégient le billet vert depuis un bon moment. Tout aussi curieusement, l'escalade des risques géopolitiques sur le front russo-ukrainien n'a pas entraîné de ruée vers les devises refuges que sont le CHF et le JPY. Nous n'en maintenons pas moins nos prévisions principales pour 2022 communiquées le mois dernier, à savoir l'appréciation de l'USD pondéré des échanges, et la vigueur du CHF face à l'EUR.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
🐦 @MarcBruetsch



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch

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.

Février 2022 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

Moins d'alizé monétaire, hausse de la volatilité

Résumé

- La croissance ralentit, mais restera bien supérieure aux moyennes à long terme en 2022.
- L'inflation croît des deux côtés de l'Atlantique, à des niveaux inédits en près de 40 ans. Mais des signes (p. ex. baisse des coûts d'expédition, hausse de la production automobile et de semi-conducteurs) laissant penser qu'un pic est atteint se multiplient.
- Les marchés anticipent quatre hausses des taux directeurs de la part de la Fed en 2022.
- La croissance et l'inflation sont soutenues, mais les taux réels faibles : les valeurs réelles (actions, immobilier) l'emportent donc sur les nominales (obligations). En 2022, valorisation globalement élevée et soutien en repli des banques centrales produiront des rendements bien inférieurs au passé récent.
- Pour l'heure, le principal risque est une forte inflation qui dure, induisant une hausse continue des taux.

Taux d'intérêt et obligations

- Depuis début 2022, les rendements des obligations d'Etat ont gagné de 0,1 pb à 0,3 pb, entraînant des rendements totaux négatifs de ces titres et des emprunts d'entreprise de haute qualité.
- Les obligations des marchés émergents et high yield cèdent entre 1,9% et 2,3%, les écarts se creusant.
- Avec des rendements réels toujours négatifs, les emprunts d'Etat ne font pas le poids face aux actions.

Actions

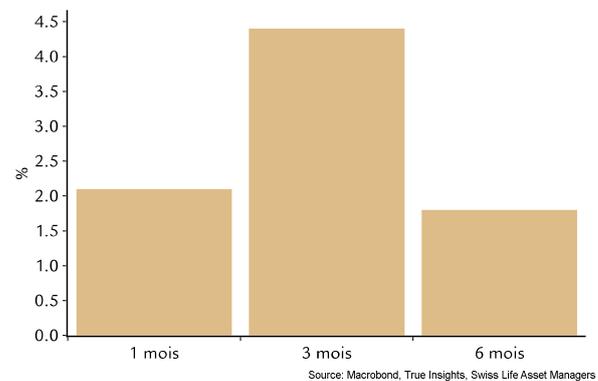
- Depuis début 2022, les marchés des actions des grandes économies cèdent 7,9%, les émergents 1,0%. Les titres orientés valeur signent +11% face aux titres de croissance.
- La différence de valorisation et la hausse des taux américains favorisent les autres marchés et les actions axées valeur. Une surperformance temporaire, ou le début d'une tendance de plus long terme ?
- La volatilité devrait rester élevée, les marchés prenant leurs marques dans un contexte de taux en hausse et de soutien monétaire refluant.

Le tour de vis de la Fed, une menace pour les actions ?

Dans notre édition de novembre 2021, nous soulignons que les actions affichaient historiquement une belle tenue lorsque les taux d'intérêt augmentaient pendant un à deux ans. Les acteurs du marché, nous y compris, attendent une première hausse par la Fed en mars 2022. La période est donc idéale pour étudier la performance des actions en pareille situation par le passé. Depuis 1986, le marché américain des actions a livré un rendement positif dans les périodes d'un, de trois et de six mois avant la première hausse. Lors du trimestre précédant le premier relèvement, la performance moyenne dépassait 4%.

Des marchés performants avant la première hausse

Performance du marché américain des actions avant la première hausse de taux directeur par la Fed, données depuis 1986



Après la première hausse, la moyenne de performance est également positive. Depuis 1970, le S&P 500 et le marché européen des actions ont signé une performance moyenne respective de 8% et 6% lors du semestre suivant le premier relèvement.

Implications pour notre portefeuille

Nos prévisions pour l'économie (notamment sur l'inflation) et les actions justifient une surpondération prudente des actifs risqués. Nous la maintenons pour les actions, l'immobilier, ainsi que les obligations high yield et d'entreprise.

Swiss Life Asset Managers



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch



Daniel Rempfler
Head Fixed Income Switzerland
daniel.rempfler@swisslife.ch

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.