



Sandro Merino
Chief investment officer
Banque Cler

- **Taux négatifs: le début de la fin?**
- **Léger renforcement de l'euro**
- **Stratégie: légère augmentation des actions**

Taux négatifs: le début de la fin?

Le message de Christine Lagarde, présidente de la Banque centrale européenne (BCE), lors de la séance du 3 février a provoqué beaucoup d'émotions. En décembre, elle jugeait encore très improbable une augmentation du taux en 2022, et ce, malgré un bond de l'inflation de 5%. La poursuite de cette tendance haussière dans la zone euro en janvier, marquée par une légère progression à 5,1%, l'a conduite à relativiser nettement ses propos. La BCE indexera donc la politique en matière de taux sur l'évolution de l'inflation cette année. L'institution paraît désormais moins convaincue du caractère passager de cette hausse inflationniste, pourtant affirmé à plusieurs reprises. Il semblerait que les banques centrales peinent elles aussi à prévoir la dynamique de l'inflation pour les mois à venir. Les «faucons» de la présidence européenne, favorable à une hausse des taux, gagnent manifestement en influence actuellement.

Mais les surprises ne s'arrêtent pas là: malgré Omicron et contrairement à ce qu'indiquait la plupart des prévisions, presque 500 000 emplois ont vu le jour en janvier aux États-Unis. En décembre, les chiffres avaient aussi dû être revus à la hausse. Le taux de chômage, qui se monte à 4%, rapproche ainsi le pays du plein-emploi. Notons d'ailleurs que le chômage dans la zone euro s'établit aussi à son taux le plus bas depuis la mise en place de la monnaie unique au début du siècle, avec 7%.

Compte tenu de la robustesse du marché de l'emploi américain, un premier relèvement du taux directeur de 0,25% devrait intervenir en mars, suivi de trois à cinq autres d'ici fin 2022. Actuellement, les spéculations vont bon train sur le marché des taux pour déterminer leur nombre exact durant l'année. Ainsi, la publication des chiffres étonnamment bons du marché du travail

américain a provoqué une hausse instantanée d'environ 0,10% du taux des emprunts d'État américains à 10 ans, une violente secousse sur l'échelle de Richter des traders spécialistes des taux d'intérêt.

Malgré ces signaux imprévisibles, qui laissent entrevoir un contexte de taux plus élevés, les projections jusqu'à fin 2023 demeurent incertaines. La reprise conjoncturelle à la fin de la pandémie espérée et attendue pourrait être de courte durée. La faible croissance chronique dans la zone euro et les tendances démographiques aux États-Unis pourraient se traduire dès 2023 par un ralentissement. En outre, les risques géostratégiques liés à la menace d'invasion russe en Ukraine menacent fortement la reprise économique. Depuis que la Chine et la Russie ont affiché leur opposition commune à l'expansion de l'OTAN vers l'est, les positions dans le conflit en Ukraine se sont durcies, malgré l'intensité des échanges diplomatiques.

Pourtant, la perspective d'une normalisation, ne serait-ce que partielle, de l'environnement de taux, a rarement semblé aussi tangible que ces dernières semaines. Par ailleurs, notre conseil, souvent répété, d'agir de manière préventive en refinançant les hypothèques à long terme et de ne pas spéculer timidement sur les prix les plus bas semble s'avérer pertinent actuellement.

Léger renforcement de l'euro

Après que la parité EUR/CHF ait chuté à environ 1,035 en raison du niveau de l'inflation bien plus élevé dans la zone euro qu'en Suisse, l'euro a connu une légère reprise, et ce, grâce aux signaux de politique monétaire de la BCE évoqués plus haut. Le taux de change EUR/CHF s'établit désormais à environ 1,056, légèrement au-dessus de nos dernières prévisions de 1,05. La tendance pourrait se poursuivre encore un peu, mais la BNS pourrait également bientôt suivre l'exemple de la BCE et de la Fed et communiquer dans le sens d'une normalisation des taux. Ce type de signal risquerait certainement de renforcer le franc suisse. L'équilibre entre les devises s'annonce donc délicat pour 2022.

Stratégie: légère augmentation des actions

Dans le cadre de nos décisions de placement tactique, nous avons profité, durant la dernière semaine de janvier, du recul sur les marchés des actions pour augmenter légèrement la part d'actions américaines, notamment dans le domaine technologique. En raison de l'incertitude quant à l'évolution des taux, les marchés des actions restent tributaires des fortes variations. Nous tablons sur le fait qu'une amélioration nette de la situation pandémique donnera des impulsions positives.

États-Unis: la croissance du PIB supérieure aux prévisions

Selon les premières estimations officielles, le produit intérieur brut a connu une croissance bien plus élevée que prévu au quatrième trimestre 2021. Alors que l'on tablait sur une hausse du PIB réel de 5,5% (en glissement trimestriel, annualisé), la progression actuelle frôle les 7%. L'évolution des stocks a constitué un moteur important. Leur reconstitution a contribué à la hausse du PIB à raison de 4,9%. Si une augmentation notable des stocks face à une reconstitution imprévue est considérée comme une indication négative pour les perspectives de croissance, la progression actuelle pourrait témoigner d'un apaisement des tensions sur les chaînes d'approvisionnement. Il s'agirait d'une bonne nouvelle pour la conjoncture des mois à venir, car elle pourrait contribuer à diminuer la pression inflationniste, forte aux États-Unis. Cependant, la faible progression de la consommation privée (3,3%) pèse négativement dans la balance. Globalement, les perspectives pour l'économie américaine demeurent positives et l'indice des directeurs d'achat de l'industrie est en expansion (fig. 1).

Zone euro: le taux de chômage tombe à 7%

En décembre, le taux de chômage dans la zone euro a atteint son niveau le plus bas depuis le début de la période d'observation: actuellement, il est donc moins élevé qu'avant la pandémie de Covid-19 (fig. 2). Contrairement à la crise financière de 2008/2009, la crise du coronavirus n'a donc pas eu d'influence négative durable sur le marché de l'emploi et le recours au chômage partiel a permis d'éviter le pire dans de nombreux pays. Malgré cette situation réjouissante et les prévisions positives pour la conjoncture en 2022, aucune spirale prix-salaires ne se dessine. Le facteur actuel de l'inflation est plutôt la hausse exorbitante des prix de l'énergie et des denrées alimentaires.

Suisse: l'indice des directeurs d'achat nettement expansionniste

Malgré la vague Omicron, les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les prix de l'énergie et des matières premières élevés, les perspectives restent positives pour l'économie suisse d'après les indicateurs avancés disponibles. L'indice des directeurs d'achat de l'industrie se situe nettement en zone expansionniste avec 63,8 points et le baromètre conjoncturel du KOF (fig. 3) évolue au-dessus de sa moyenne à long terme. Les aléas actuels ne laissent toutefois pas l'économie suisse indemne. Dernièrement, le moral des consommateurs a ainsi connu une légère baisse et frôle désormais sa moyenne à long terme. Le SECO met notamment en cause la hausse de l'inflation, également en Suisse (décembre +1,5% en glissement annuel).

Fig. 1: États-Unis – Indice des directeurs d'achat de l'industrie

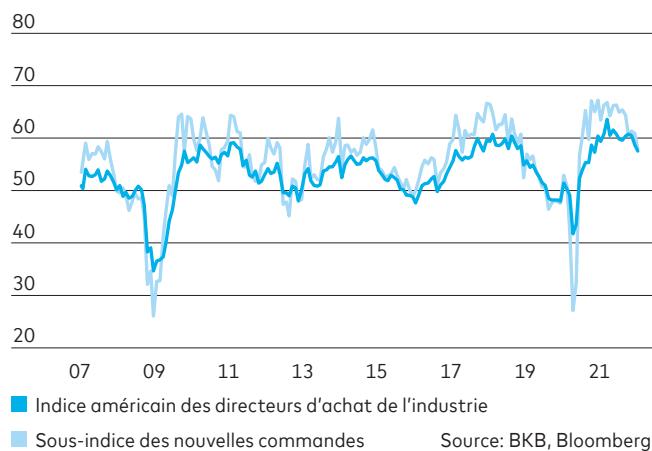
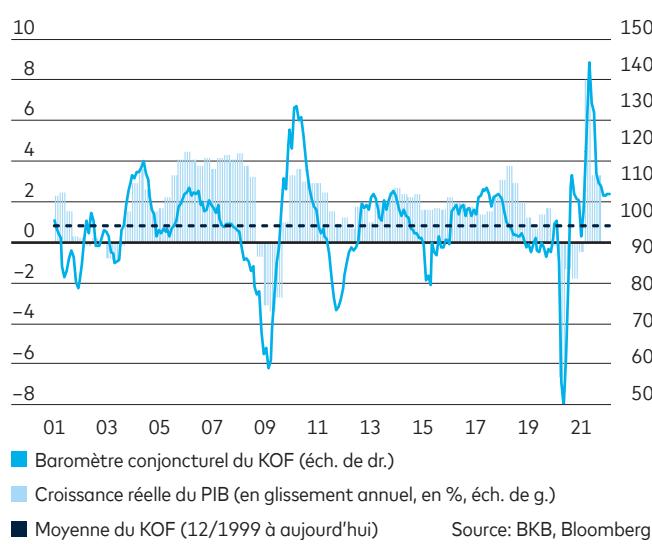


Fig. 2: taux de chômage dans la zone euro



Fig. 3: indicateur avancé et PIB suisses



Fed: un premier relèvement des taux en mars

Lors de sa séance de janvier, la Réserve fédérale américaine (Fed) a décidé de maintenir son taux directeur proche de zéro. En outre, le comité de la Fed a confirmé le projet annoncé en décembre de cesser les achats d'actifs fin mars. Compte tenu des progrès remarquables du marché du travail et de l'inflation nettement supérieure à l'objectif à long terme de 2%, l'économie n'a plus besoin du soutien marqué de la politique monétaire en continu. C'est pour cette raison que Jerome Powell, président de la Fed, entrevoit un prochain relèvement de la fourchette cible du taux directeur américain. Les perspectives conjoncturelles demeurent selon lui incertaines. Les marchés financiers attendent actuellement un premier relèvement du taux lors de la prochaine séance le 16 mars, suivi de quatre autres pendant l'année.

La BNS tolère temporairement le franc fort

Depuis mi-septembre 2021, le franc suisse s'est fortement apprécié par rapport à l'euro: ainsi, au début de l'année, un euro équivalait à 1,03 franc, un niveau jamais vu depuis 2015. Malgré la nette appréciation par rapport à l'euro, la BNS estime toujours que le franc demeure surévalué. Pour Thomas Jordan, son président, cela s'explique par l'évolution de l'inflation. À l'étranger, celle-ci est nettement plus élevée qu'en Suisse. Ainsi, le taux de change réel du franc pondéré en fonction des échanges évolue peu depuis le début de la pandémie. Les dernières interventions ont cependant montré que la BNS ne resterait pas éternellement inactive face à cette appréciation.

Par rapport à l'euro, le dollar américain s'est mieux défendu face au franc suisse: le taux de change se situe donc à peu près dans la moyenne des deux dernières années. Si l'aversion au risque actuellement palpable sur les marchés financiers s'affaiblit à nouveau, la demande en francs suisses à titre de valeur sûre devrait en faire autant. Nos prévisions de taux de change pour 2022 sont les suivantes: 1,05 CHF pour 1 EUR et 0,91 CHF pour 1 USD.

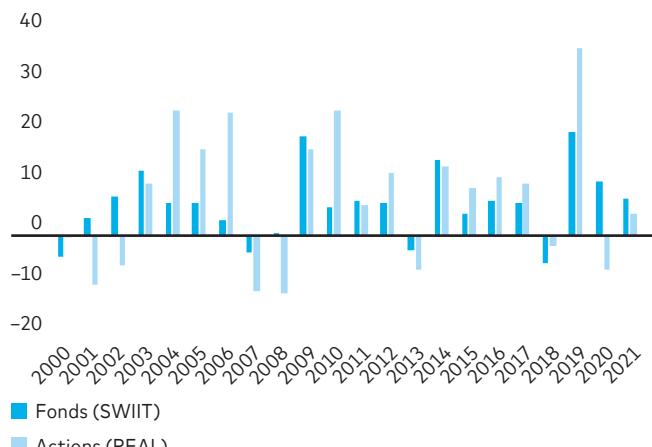
Marché suisse de l'immobilier

Après une année 2021 réjouissante, les placements immobiliers suisses ont timidement commencé 2022: aussi bien les fonds que les actions immobilières n'ont quasiment pas évolué en janvier.

La discussion dans le domaine immobilier porte majoritairement sur les prix de vente excessifs et les risques qui en résultent pour le marché et les hypothèques. Cependant, la hausse des cours des placements immobiliers n'est pas un phénomène nouveau. Depuis 2000, les retours à zéro ont été très rares (fig. 1). La plupart des années se sont avérées positives pour les investissements immobiliers, ce qui s'explique fondamentalement bien. La demande de logements en propriété est élevée, les loyers sont stables, les rendements sur distribution sont attractifs et les taux d'intérêt des obligations sont modérés. La question de l'inflation qui a émergé en 2021 favorise en outre l'immobilier, considéré comme une valeur sûre.

Nous maintenons notre pondération neutre de 5% sur le segment des placements immobiliers indirects.

Fig. 1: le marché suisse de l'immobilier au XXI^e siècle en %



Source: BKB, Bloomberg

Début d'année turbulent sur les marchés des actions

L'inflation élevée, la crainte de mesures de politique monétaire renforcées de la part des banques centrales, la vague Omicron et les tensions géopolitiques en Russie et en Ukraine ont inquiété les investisseurs en janvier. Alors que les actions des pays émergents, dont les cours opéraient globalement des mouvements latéraux l'année dernière, ont continué à faire du surplace en janvier, celles des pays industrialisés ont essuyé de plus lourdes pertes (fig. 1).

Les pertes de change ont été particulièrement marquées dans le contexte de hausse des taux pour les valeurs «growth» et donc sur la bourse technologique américaine du Nasdaq. L'indice du Nasdaq 100 a enregistré temporairement un recul de plus de 15% par rapport à son dernier niveau record de novembre (fig. 2). À l'inverse, en janvier, les titres financiers ont pu profiter de la hausse des taux et les actions énergétiques de celle du prix du pétrole.

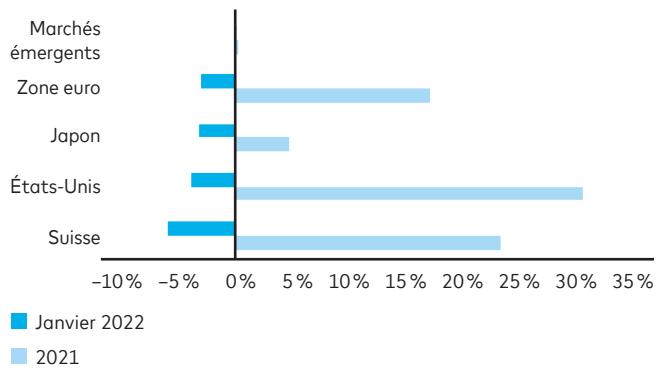
Stratégie de placement

Suite aux récentes pertes de change, nous avons procédé à un rééquilibrage actif et accru la part d'actions d'environ 2%. L'allocation des actions dans nos mandats de gestion de fortune se situe donc actuellement tout juste 1% au-dessus de la part stratégique.

Malgré l'insécurité persistante sur les marchés des actions, nous pensons que la correction des cours était une bonne occasion d'augmenter la part de l'indice Nasdaq 100 à forte vocation technologique. Les perspectives à moyen terme du Nasdaq en lien avec les mégatendances numérisation/progress technologique ont su nous convaincre, et nous considérons comme pertinent l'ajout d'actions technologiques au sein des portefeuilles, notamment pour notre clientèle intéressée par les actions suisses.

Fig. 1: performance régionale des actions

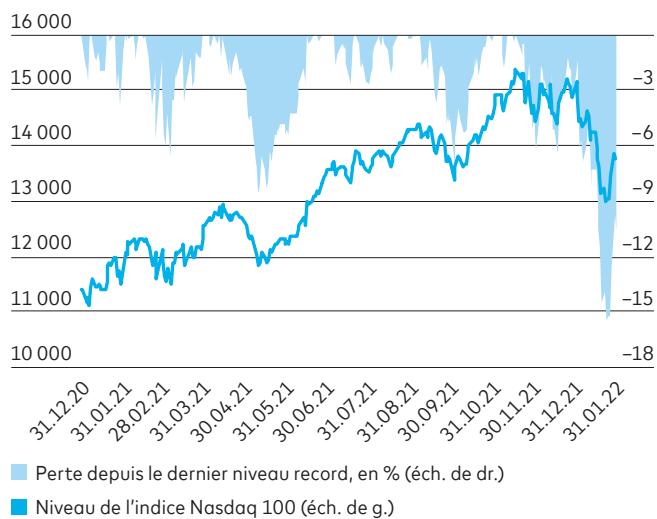
Indice Net Total Return en CHF



Source: BKB, Bloomberg (MSCI)

Fig. 2: Nasdaq 100

Évolution de l'indice en USD et pertes depuis le dernier niveau record



Source: BKB, Bloomberg