

Février 2023

Taux d'intérêt et obligations

Retour en grâce du revenu fixe

Etats-Unis

- Depuis janvier, les rendements des T-Bonds à 10 ans cèdent 35 pb, et les écarts de crédit des entreprises se resserrent de 11 pb, effaçant partiellement les pertes subies en 2022 par les investisseurs en revenu fixe.
- La Fed est proche du terme de son cycle de relèvement, mais ne devrait pas abaisser son taux directeur avant fin 2023 pour voir si l'inflation recule et approche l'objectif de 2%.

Zone euro

- La solide performance a également profité au revenu fixe européen, les obligations d'Etat reculant de 26 pb et les écarts, de 16 pb.
- L'inflation sous-jacente en Europe progresse encore, augmentant la pression sur la BCE à durcir les conditions financières, notamment vu le dernier rebond en date des actifs risqués.

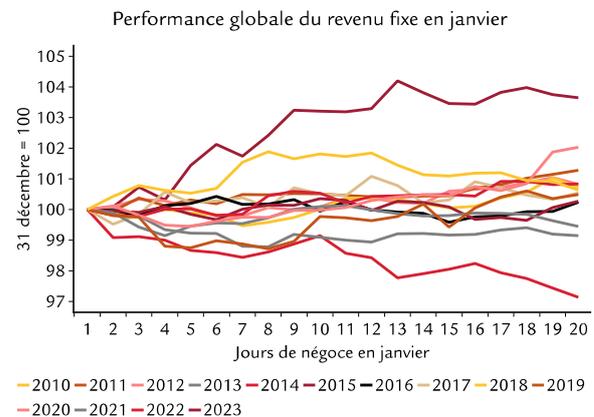
Royaume-Uni

- Les taux des gilts baissent aussi depuis janvier, mais n'ont pas rebondi autant que leurs homologues européens lors de la seconde quinzaine du mois.
- Alors que les indices des directeurs d'achat indiquent une contraction économique, la Banque d'Angleterre devra probablement relever les taux à plusieurs reprises, l'inflation restant supérieure à 10%.

Suisse

- Les rendements des emprunts de la Confédération à 10 ans suivent les traces de ceux des Bunds à 10 ans, qui ont cédé 50 pb lors des premières semaines de 2023, avant de rebondir fin janvier.
- Malgré une nette amélioration de l'indicateur phare KOF, la croissance devrait rester anémique le reste de l'année. L'inflation devrait passer sous la barre des 2% en milieu d'année. Nous prévoyons donc un seul relèvement supplémentaire de la part de la BNS pour ce cycle.

Net rebond obligataire en janvier



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Début d'année en fanfare pour le revenu fixe, le crédit investment grade en EUR et en USD signant respectivement +2,1% et +3,5% en janvier. Rendements globaux historiquement élevés, tableau macroéconomique en amélioration, baisse de l'inflation et terme du cycle mondial de relèvement approchant ont rendu la classe d'actifs attrayante pour les investisseurs. Et maintenant ? La réponse dépendra largement de la capacité de la croissance à tenir comme prévu, alors que l'inflation reflue vers la cible magique de 2% des banques centrales. Selon les dernières données, l'atterrissage en douceur restera difficile à réaliser, car l'inflation n'a jamais baissé aussi rapidement en dehors d'une récession. De premières fissures apparaissent dans l'économie américaine, qui s'élargiraient si la Fed maintenait des taux élevés. Si l'économie européenne semble aller mieux, les fondamentaux macroéconomiques restent fragiles et pourraient céder si la croissance américaine recule. Etant donné le fort rebond des écarts de crédit, nous restons plutôt prudents. Les taux pourraient être relevés une nouvelle fois, les banques centrales devant joindre l'acte à la parole offensive, après la détente massive des conditions financières. Toutefois, ils devraient baisser ou évoluer latéralement à mesure que l'économie continue à ralentir.

Actions

Un bon début d'année, mais ensuite ?

Etats-Unis

- Un début d'année 2023 favorable aux actions américaines (+6,5% en janvier ; toutes les données de rendement sont celles des indices régionaux MSCI Net Total Return). La performance réside dans la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt, et une croissance meilleure que prévu.
- Des résultats mitigés en début de saison des bénéfices.
- Le marché américain reste de loin le plus cher. Nous continuons de privilégier d'autres marchés.

Zone euro

- Hausse du marché de 9,6% en janvier 2023, le meilleur élève parmi les principaux indices mondiaux.
- La baisse du prix du gaz et l'inflation en net repli en décembre ont été clés dans cette évolution positive.
- La valorisation du marché européen des actions est intéressante, à peine supérieure à ses précédents creux. Le ratio C/B de plusieurs secteurs (constructeurs automobiles p. ex.) est bien inférieur à 10.

Royaume-Uni

- En janvier 2023, le marché britannique a gagné 4,1%, la moins bonne performance parmi les marchés majeurs. Une sous-performance à relativiser, ce marché ayant nettement surperformé ses congénères en 2022.
- Il reste très intéressant du fait de sa valorisation, mais les fondamentaux économiques ont piètre allure et les risques politiques persistent.

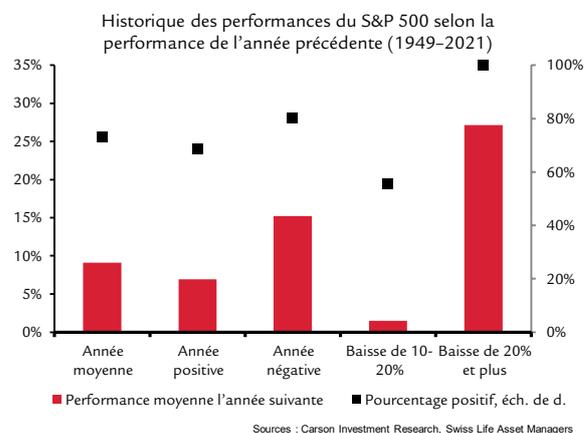
Suisse

- Le marché suisse signe +5,4% en janvier 2023.
- Il sous-performe ses homologues, la faute au faible rendement (entre -0,7% et +3%) de ses trois mastodontes, Nestlé, Roche et Novartis.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain, mais c'est une place défensive, susceptible de surperformer dans un contexte agité.

Marchés émergents

- En janvier 2023, les marchés émergents ont signé un rendement de 7,9%, se plaçant sur la seconde marche du podium dominé par la zone euro.
- La principale raison de cette performance positive est la réouverture de la Chine, qui portera le développement économique des marchés émergents.

Hausse de taux et récessions : conséquences en 2023



Historiquement, la chose est entendue : les mauvaises années boursières coïncident avec des récessions, généralement précédées de fortes hausses de taux directeurs. Ainsi, la baisse de 15-20% du S&P 500 l'an dernier est normale en pareilles circonstances. En général, les hausses de taux directeur cessent l'année suivante, et le S&P 500 rebondit. Selon le graphique ci-dessus, depuis 1950, chaque année où les pertes dépassent 20% a été suivie en moyenne de gains considérables du S&P 500 l'année suivante. Avec une année comme 2022, où cet indice phare a cédé quelque 18%, celle qui suit est typiquement la plus faible parmi les scénarios ci-dessus. Elle est positive dans seulement 56% des cas, avec un faible rendement à un chiffre.

Réaliser en 2023 une performance supérieure à l'historique relèvera de la gageure. Il y a plusieurs raisons à cela. Primo, dans les six mois avant la fin du cycle de relèvement de la banque centrale, le marché des actions affiche en moyenne une performance négative. Secundo, les prévisions des bénéfices sont en hausse, un fait inédit en phase de récession post-1945. Tertio, les révisions et perspectives de résultats sont mornes. Nous percevons toutefois quelques signes positifs. Les valorisations sont bien plus intéressantes qu'il y a un an, et les marchés hors Etats-Unis constituent des aubaines, les prix approchant les creux typiques d'une récession. Le sentiment est baissier, et de nombreux investisseurs ont déjà réaffecté d'importants volumes au revenu fixe. Enfin, l'inflation recule, et la Fed pourrait bientôt cesser ses hausses. Dans l'ensemble, nous prévoyons deux choses : des rendements à un seul chiffre en 2023, et une nouvelle correction à court terme.

Devises

L'euro signe son retour

Etats-Unis

- En janvier 2023, l'USD a cédé 1,5% pondéré des échanges, les devises cycliques (EUR, GBP) et celles des principaux marchés émergents ont rebondi dans un environnement favorable au risque.
- Nous estimons toujours que le cycle positif de l'USD est arrivé à son terme à l'approche de la récession et des baisses de taux par la suite, mais les récents mouvements nous semblent légèrement exagérés. Si notre prévision d'un environnement moins enclin au risque à court terme se réalise, l'USD pourrait connaître une reprise temporaire.

Zone euro

- L'EUR a de nouveau gagné du terrain face à l'USD en janvier, mais aussi face à des devises européennes, le marché attendant une BCE plus pugnace. Un mouvement particulièrement fort face à la SEK (+1,9%) et à la NOK (+3,4%).
- Même si l'appréciation de l'EUR devait marquer le pas ou s'inverser à court terme, le cycle de relèvement décalé comparé à d'autres économies et l'inflation tenace porteront la devise en 2023.

Royaume-Uni

- Un mois de janvier sérieux, la livre sterling, s'appréciant face à l'USD et tenant sa position face à l'EUR.
- Après ce rebond, nous sommes négatifs sur la paire GBP/USD, également en raison de la dégradation du mix inflation-croissance britannique.

Suisse

- Pondéré des échanges, le CHF cède près de 0,5% en janvier, permettant à la BNS de vendre des devises.
- Après le rebond de la paire EUR/CHF au-dessus de la parité, la modération sera de mise à court terme.

Japon

- Depuis son pic mi-octobre, la paire USD/JPY a cédé pas moins de 14%. La Banque du Japon s'en est tenue à sa politique révisée de contrôle de la courbe des taux. Les marchés doutent toujours plus de la viabilité de cette politique, qu'un nouveau gouverneur pourrait défaire.
- A terme, cela pourrait tirer les rendements obligataires japonais vers le haut, corroborant notre opinion négative sur la paire USD/JPY en 2023.

Différentiel de taux resserré : l'EUR profite face à l'USD



L'année 2023 a repris là où 2022 s'est arrêtée : l'environnement de marché enclin au risque a porté les devises cycliques (EUR et GBP) au détriment des valeurs refuges (USD et CHF). Le resserrement des différentiels de taux d'intérêt a constitué un facteur capital. L'inflation et les données d'activité américaines correspondent globalement à la prévision du consensus de ralentissement de l'économie et de l'inflation, ce qui a plutôt stabilisé les attentes de politique monétaire (et les rendements obligataires souverains) sur un horizon à deux ans. Dans l'UEM, les données d'activité ont livré une bonne surprise. La récession hivernale largement redoutée ne devrait être qu'un ralentissement grâce à la situation énergétique bien meilleure que prévu. Le marché du travail toujours solide et une consommation étonnamment soutenue ont répandu les pressions inflationnistes. Contrairement aux Etats-Unis, l'UEM a vu une nouvelle hausse de l'inflation sous-jacente en décembre et un statu quo en janvier, au-delà des attentes. Les marchés ont donc revu à la hausse leurs prévisions de relèvement du taux directeur de la BCE, réduisant les différentiels de taux d'intérêt entre les deux rives de l'Atlantique. Si ces mouvements récents concordent avec notre perspective globale pour 2023 exposée dans notre précédente édition, il se peut qu'ils soient allés un peu trop loin. L'EUR pourrait donc ralentir à court terme face au billet vert et au franc suisse, à la lumière également de la position spéculative longue sur l'EUR, et de notre prévision d'un environnement moins favorable aux actifs risqués ces prochains mois.

Swiss Life Asset Managers



Thomas Rauh
Portfolio Manager Fixed Income
thomas.rauh@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
🐦 @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
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.