

Juin 2023

Taux d'intérêt et obligations

L'assouplissement furtif pourrait bientôt cesser

Etats-Unis

- Malgré le débat imminent sur le plafond de la dette, les variations des taux d'intérêt et des écarts restent limitées. Les taux à 10 ans gagnent 28 pb en mai tandis que les écarts résistent après un bond mi-juin.
- Cette affaire désormais réglée pour l'essentiel, les marchés cherchent à savoir si la Fed pourrait envisager d'autres hausses de taux, compte tenu des pressions inflationnistes persistantes.

Zone euro

- Taux d'intérêt et écarts ont progressé en mai, de 8 et 5 pb respectivement, portés par des marchés primaires animés.
- Tout porte à croire que les pressions inflationnistes se normalisent davantage, parallèlement à une baisse importante des prix à la production. Cela pourrait rassurer la BCE quant au fait qu'elle approche de son taux d'intérêt final.

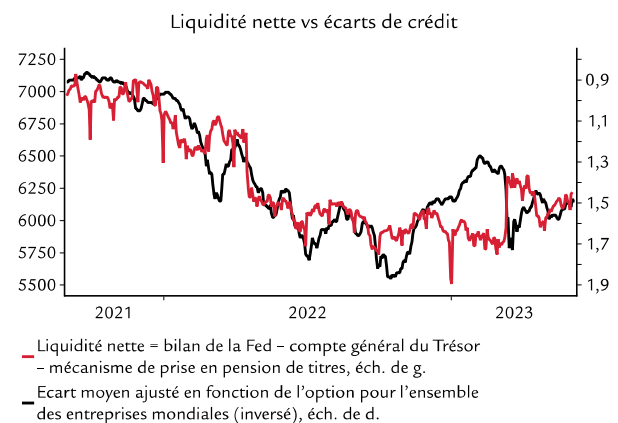
Royaume-Uni

- Le Royaume-Uni se débat toujours avec l'accès d'inflation, dont les composantes sous-jacentes ont surpris par leur accélération, entraînant une nette hausse des taux. Ceux-ci ont bondi de 38 pb en mai, approchant des niveaux inédits depuis la vente massive d'octobre 2022.
- Ces nouvelles pressions inflationnistes poussent les investisseurs à revoir leurs attentes et à prévoir quatre hausses supplémentaires de la part de la Banque d'Angleterre en 2023.

Suisse

- En mai, les taux suisses ont dévié de la tendance, cédant 8 pb, la pression inflationniste semblant se dissiper plus vite que l'attendaient les investisseurs.
- Simultanément, la décélération de l'économie se poursuit, le PMI manufacturier chutant à 45,3 points. Considérant l'inflation plus faible qu'attendu, la BNS pourrait ne pas avoir à relever ses taux de manière trop offensive, ouvrant la porte à un taux final plus bas que prévu initialement.

Hausse de la liquidité nette ces derniers mois



Source : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

« Les marchés ne sont pas l'économie » est un mantra souvent cité, et il est d'autant plus vrai en période d'assouplissement quantitatif. Si les banques centrales ont durci la politique monétaire en relevant les taux et en réduisant leur bilan, le chemin vers des conditions financières plus strictes a été cahoteux. La Banque du Japon a maintenu son plan de contrôle de la courbe des taux et la Banque populaire de Chine a injecté des liquidités en réponse aux confinements dus au covid. La Fed et la BNS ont étendu les prêts d'urgence aux banques, contrant les effets du resserrement quantitatif. Sans (trop de) surprise, les marchés ont largement ignoré les hausses de taux et la dégradation des indicateurs économiques, alimentant un redressement du risque qui a causé un resserrement constant des écarts. Mais les banques centrales n'ont pas été les seules pourvoyeuses de liquidités. Le débat sur le plafond de la dette a involontairement déclenché un assouplissement quantitatif furtif, le Trésor américain étant dans l'incapacité d'émettre de nouvelles dettes dans les proportions requises. Avec la probable suspension du plafond, le processus devrait s'inverser. En 2011 déjà, année du dernier débat, forte dépréciation des actifs risqués et baisse des taux d'intérêt avaient suivi la résolution. L'issue pourrait être identique. Ainsi, à l'approche de l'été, nous maintenons notre position courte sur le risque et longue en duration.

Actions

Les grandes technologiques portent la performance

Etats-Unis

- Le marché américain des actions a gagné 0,6% en mai, sa performance depuis janvier est de +9,6%.
- Comme au T4 2022, la saison des résultats a livré de bonnes surprises. Certes, les bénéfices reculent de 3% vs le T1 2022, mais la performance est de 7% supérieure aux attentes. En hausse de 4%, les ventes sont supérieures de 3% aux attentes.
- La valorisation américaine est neutre, alors que celle du reste du monde est légèrement inférieure à la moyenne historique. Le déséquilibre de performance cette année (voir texte) est une source d'inquiétude.

Zone euro

- Le marché perd 2,5% en mai, et signe +9,3% depuis début 2023.
- La saison des résultats a été remarquablement bonne, les bénéfices progressant de 5%, soit 11% de plus que les prévisions. Les ventes ont augmenté de 4%, conformément aux attentes.
- D'une perspective à plus long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante.

Royaume-Uni

- Mauvais mois de mai pour le marché britannique, cédant 5,2%. Depuis janvier, il cède 0,1%.
- Il jouit toujours de la plus faible valorisation de tous les grands marchés. Et ce, pour de bonnes raisons, le Royaume-Uni connaissant une grande incertitude économique.

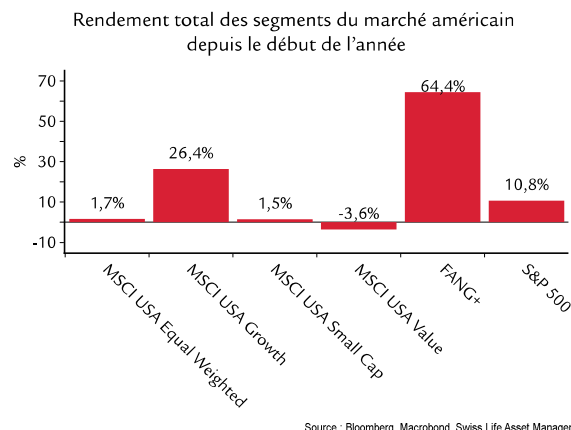
Suisse

- Le marché suisse a cédé 2,0% en mai, et signe 6,9% depuis janvier.
- Après un début d'année timide, la branche pharmaceutique a fait son retour et porté le rattrapage.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Nouveau mois médiocre en mai, avec une performance de -1,7% ; le gain depuis début 2023 est anecdotique (1,1%), en retard sur les autres marchés des actions.
- Les données économiques chinoises ont déçu.

Actions américaines : évolution des marchés et conséquences



En 2023, la performance du marché américain est une fois de plus portée par les grandes capitalisations technologiques. L'indice FANG+, qui reproduit la performance de Meta (Facebook), Amazon, Netflix et Alphabet (Google), Apple et bien d'autres, gagne 64% depuis janvier. Ainsi, les grandes capitalisations ont nettement surperformé les petites (d'environ 9%). Le facteur Croissance surpasse la Valeur (d'environ 30%), et le Nasdaq fait mieux que le S&P 500. L'indice des actions américaines à pondération égale a sous-performé l'indice pondéré par capitalisation d'environ 9%, et il est stable sur l'année. De nombreuses évolutions de 2022 ont ainsi été inversées. Une des causes réside dans la baisse des taux longs ces derniers mois : le rendement des T-Bonds est passé de 4,2% fin 2022 à environ 3,7% aujourd'hui. Les valeurs technologiques sont considérées comme des actions à durée longue, car une large part des bénéfices est attendue dans un futur lointain. Les actions de l'indice FANG+ ont pesé près de 80% de la performance totale du marché américain des actions en 2023. Les 490 autres titres de l'indice ont donc contribué à un peu plus de 20% seulement et ont évolué latéralement. La contribution de Apple, Microsoft et Nvidia est de 50%. C'est une situation inquiétante. La concentration du marché américain, mesurée par le poids des cinq principaux titres, bat un record (25%). Les précédents records dataient de 1999 et 2007, soit juste avant des krachs. Nous n'attendons pas un pareil cas de figure, mais dans notre scénario de légère récession, la correction des marchés est proche. Les valorisations des titres FANG+ sont très élevées, et ne devraient pas beaucoup progresser.

Devises

Vigueur retrouvée pour l'USD

Etats-Unis

- Après la faiblesse générale du billet vert depuis janvier, l'indice USD pondéré des échanges a repris une partie des pertes depuis mi-mai. En mai, l'USD s'est apprécié face à toutes les grandes devises, surtout face à la SEK (+5,4%) et à la NOK (+3,9%).
- Cette vigueur devrait se poursuivre le mois prochain, le carry de l'USD aidant à nouveau et le débat sur le plafond de la dette étant quasiment réglé.

Zone euro

- L'EUR se consolide depuis son récent sommet début mai et cède 3% à l'USD.
- Il devrait rester sous pression lors du mois à venir, car la dynamique économique dans la zone euro faiblit et le risque de stagflation y est relativement supérieur à celui aux Etats-Unis.

Royaume-Uni

- La GBP cède du terrain à l'USD en mai, mais gagne 2% face à l'EUR.
- Sur un mois, nous sommes négatifs sur la paire GBP/USD et neutres sur la paire GBP/EUR. L'économie britannique résiste mieux que prévu, mais l'inflation reste très tenace. Un facteur qui augmente le risque d'un scénario de stagflation outre-Manche et qui devrait mettre la Banque d'Angleterre sous pression à relever les taux davantage que prévu.

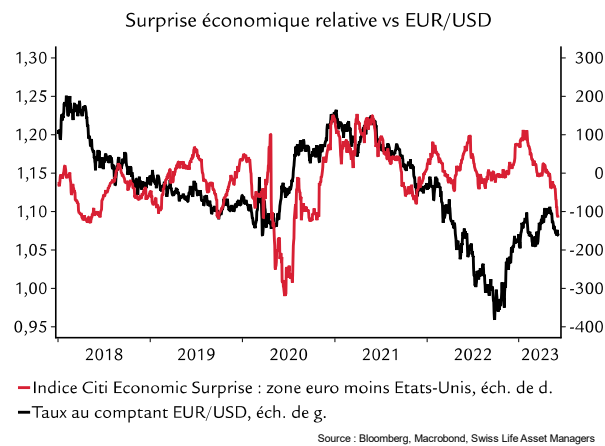
Suisse

- La vigueur du CHF face à l'EUR s'est maintenue en mai, alors que la paire USD/CHF repart à la hausse, après que le CHF a cédé 1,8% à l'USD en mai.
- La paire EUR/CHF devrait évoluer latéralement en juin : au vu de l'inflation en Suisse, la BNS a moins besoin de relever ses taux.

Japon

- La paire USD/JPY a connu un net mouvement de hausse en mai, le JPY cédant 2,2% à l'USD.
- Elle devrait progresser en juin, car la Banque du Japon devrait rester accommodante.

Le revirement de l'élan économique favorise l'USD



Après des mois de faiblesse depuis janvier, l'USD reprend des couleurs, une tendance très visible face à l'EUR notamment. Tandis que l'EUR a profité d'une réévaluation offensive de la BCE et d'une situation énergétique meilleure qu'attendu en début d'année, le schéma s'inverse. Le vent économique tourne en Europe, et les données américaines surperforment. La publication des données finales de croissance du PIB allemand au 1^{er} trimestre montre que le pays a bien connu une récession technique. Même si ce point de données est sans doute rétrospectif, les récents indicateurs du moral comme le PMI en Allemagne et en zone euro ont déçu et traduisent une perspective plutôt pessimiste. Le marché espérait que la reprise chinoise viendrait soutenir l'Europe, mais les dernières données venues de Chine indiquent que le rebond s'essouffle déjà. Pékin étant un partenaire commercial majeur de Berlin, cette évolution ne devrait pas profiter à l'industrie exportatrice allemande. De plus, les attentes concernant la BCE semblent désormais bien évaluées. Aux Etats-Unis, l'inflation baisse plus vite que dans la zone euro, où la composante sous-jacente semble toujours très tenace. Ainsi, les taux réels américains devraient augmenter, renforçant l'attractivité du carry de l'USD, ce à quoi même une pause de la Fed ne changerait rien. Du point de vue technique, le positionnement long de l'EUR semble exagéré et risque de s'inverser. Avec la question du plafond de la dette quasi résolue, c'est un autre risque qui est écarté pour l'heure. Cela devrait faire baisser la volatilité et laisser le marché se concentrer sur les fondamentaux le mois prochain. Nous avons donc modifié notre perspective à un mois pour la paire EUR/USD d'un niveau supérieur à inférieur.

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



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com

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, Clever Strasse 36, D-50668 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 Swiss Life Asset Managers UK 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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.