

Juillet 2023

Taux d'intérêt et obligations

Les banques centrales, pilotes de la récession ?

Etats-Unis

- En juin, les mouvements des T-Bonds et du crédit américain ont été modestes. Légère hausse des rendements des premiers et resserrement des écarts des emprunts d'entreprises, signe d'une solide demande en actifs risqués.
- La Fed a tenu sa ligne et agi conformément à ses annonces en matière de taux directeur. Cette pause lui a permis d'observer l'effet différé de coûts d'emprunts plus élevés sur l'économie. Le marché prévoit un relèvement de plus cette année, et de potentielles baisses en 2024.

Zone euro

- Les rendements des obligations d'Etat évoluent dans un couloir étroit : hausse en première quinzaine de juin, puis baisse, tandis que les écarts des emprunts d'entreprises se sont contractés.
- La BCE a augmenté ses taux directeurs de 25 pb, tout en relevant sa prévision d'inflation et en tenant un discours offensif. Une action intervenue sur fond de signes de ralentissement économique, la nette dégradation des données d'enquête suggérant une potentielle récession. Malgré cela, les investisseurs prévoient deux autres hausses cette année.

Royaume-Uni

- L'économie britannique fait face à une potentielle stagflation, une situation caractérisée par une forte inflation et une croissance économique atone. Les ménages subissent une érosion du pouvoir d'achat et les effets de la hausse des taux d'intérêt.
- La Banque d'Angleterre a surpris le marché avec une hausse de 50 pb. Ce dernier prévoit toujours des relèvements supplémentaires (100 pb) d'ici fin 2023, en raison de l'inflation tenace.

Suisse

- Stabilité des rendements suisses malgré l'anticipation d'une hausse du taux directeur de 25 pb.
- L'inflation semble ralentir, à 2,2% : elle est proche de l'objectif de la BNS, mais pourrait remonter avec les hausses de loyer attendues en fin d'année.

Les grands indicateurs n'augurent rien de bon

Taux des dépôts de la BCE



Enquêtes en zone euro



– Enquête ZEW : prévisions de croissance, éch. de g.

– PMI manufacturier, éch. de d.

Source : Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

En juin, la BCE a procédé à sa huitième hausse consécutive, les taux directeurs augmentant au cumulé de 4% en moins d'un an. Toutefois, l'inflation sous-jacente dans l'UEM est restée tenace à 5,3%, signe que ce cycle de resserrement inédit a eu peu d'impact économique. Taux de chômage au plus bas depuis des décennies et bénéfices proches de sommets ne sont pas des signes de récession imminente : c'est le nœud du problème. L'objectif principal de la BCE est un taux d'inflation approchant 2%. Pour l'atteindre, elle s'appuie sur les hausses de taux et l'assouplissement quantitatif. Mais ces deux outils sont émoussés et leur effet sur la croissance et l'inflation est très tardif, compliquant le pilotage pour atterrir en douceur. Autre difficulté, l'inflation : c'est un indicateur économique différé en soi, qui atteint son pic pendant ou juste avant une récession. Au vu de ces intrications, nous jugeons élevé le risque que les banques centrales serrent trop la vis sur une longue période, passant potentiellement à côté des signes clés d'une récession. Les PMI et prix à la production sont déjà en forte baisse, mais la BCE devrait continuer à relever ses taux et réduire son bilan, courant ainsi le risque d'exacerber la récession. Considérant cette perspective, nous demeurons prudents sur le risque de crédit et relevons la durée, en pariant sur une baisse des taux à plus long terme.

Actions

Les titres de la tech à la barre

Etats-Unis

- Le marché américain gagne 4,9% en juin, signant un rendement depuis janvier de +14,9% (toutes les données sont au 27 juin).
- Le récent rebond s'est cantonné à certains titres : l'indice FANG+, où figurent les géants de la tech, gagne 70% depuis janvier. En comparaison, l'indice qui pondère chaque action du S&P 500 de la même façon ne progresse que de 5,4%.
- La valorisation reste supérieure aux moyennes historiques. Nous continuons de privilégier d'autres marchés. Le déséquilibre de performance cette année est une source d'inquiétude.

Zone euro

- Le marché gagne 1,5% en juin, et signe 10,9% depuis le début d'année.
- Les dernières données économiques de l'UEM ont déçu, et les données américaines ont répondu aux attentes.
- D'une perspective à plus long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante.

Royaume-Uni

- Rendement de 0,3% pour le marché britannique en juin, et gain identique depuis janvier.
- Il jouit toujours de la plus faible valorisation de tous les grands marchés. Toutefois, nous estimons que cela s'explique par la grande incertitude économique à laquelle le Royaume-Uni est confronté.

Suisse

- Le marché suisse a cédé 0,8% en juin, et signe 6% depuis janvier.
- Le marché helvète des actions est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Un mois de juin très positif pour les actions émergentes, signant 4,2%. Le gain depuis début 2023 est anecdotique (5,4%), en retrait des autres marchés des actions.
- Les données économiques chinoises déçoivent encore, ce qui pèse sur le moral.

Pourquoi les actions émergentes ne font-elles pas mieux ?



En 2023 également, les actions des marchés émergents sont en retrait de leurs homologues des pays développés. Ces dix dernières années, la sous-performance a dépassé 100%, et les actions des grandes économies ont surperformé sept années sur dix. Il n'y a que sur la période depuis 2000 que les actions émergentes ont surpassé d'environ 50% les marchés développés. Récemment, la valorisation de ces actions est devenue plutôt intéressante. Le ratio P/E prévisionnel actuel est de 12,1, légèrement supérieur à la médiane sur 17 ans. A l'inverse, celui des actions des marchés développés est de 16,9. La différence entre les deux dépasse la moyenne historique. Pour comprendre cette performance des marchés émergents, il faut observer la Chine. Son marché des actions a porté la performance des marchés émergents ces dix dernières années, et c'est de loin le poids lourd de l'indice du marché (pondération de 29%). Le problème de la Chine est que sa croissance et la confiance du marché dans ses institutions se sont dégradées en une dizaine d'années, et davantage depuis la pandémie. En 2010, la croissance était de 10%, contre 5% aujourd'hui. Les investisseurs s'inquiètent des questions nationales (secteur immobilier notamment), démographiques et géopolitiques. Des soucis qui devraient peser sur le marché chinois des actions à l'avenir et l'emporter sur la valorisation attractive des actions émergentes et la politique monétaire chinoise bien plus souple. Ainsi, nous ne constatons pas de motif de surperformance systématique des actions émergentes. La prévision d'une légère récession mondiale ne plaide pas non plus pour une plus grande exposition à ces titres.

Devises

Les nuages s'amassent au-dessus de l'euro

Etats-Unis

- Après un solide mois de mai, l'USD a cédé du terrain à la plupart des grandes devises en juin, à la double exception notable du renminbi et de la lire turque.
- Nous prévoyons toutefois une nouvelle appréciation du dollar au 3^e trimestre 2023. Les risques de récession semblent suffisamment intégrés aux Etats-Unis, alors que la perspective économique européenne devrait se dégrader un peu plus vite que prévu par les marchés. Nous sommes donc négatifs sur la paire EUR/USD au prochain trimestre.

Zone euro

- A l'heure où nous rédigeons, l'EUR s'apprécie de 1,7% en juin, pondéré des échanges.
- Outre l'argument clé cité plus haut, un facteur technique devrait affaiblir la paire EUR/USD ces trois prochains mois. Le positionnement spéculatif reste favorable à l'EUR, et tout débouclage de ces positions pourrait affaiblir l'EUR à court terme.

Royaume-Uni

- La GBP s'est appréciée face à l'USD et à l'EUR lors de la première quinzaine de juin, avant de perdre du terrain en seconde.
- Les attentes du marché quant aux relèvements de la Banque d'Angleterre ont nettement monté, peut-être un peu trop. Nous sommes donc négatifs sur la paire GBP/USD sur trois mois.

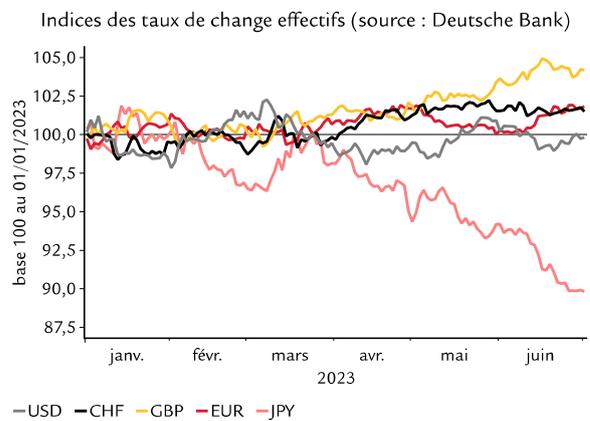
Suisse

- Pondérée des échanges, la performance du CHF a été neutre en juin.
- C'est aussi notre position sur la paire EUR/CHF pour le 3^e trimestre. La rhétorique étonnamment offensive de la BNS malgré la faible inflation suggère qu'elle ne veut pas d'un CHF plus faible.

Japon

- Nouvelle forte hausse de la paire USD/JPY en juin (4%).
- Vu la nette sous-évaluation du JPY aux niveaux actuels, nous passons à une position neutre sur la paire sur les trois prochains mois.

Le yen, perdant de l'année jusqu'ici



En faisant le point à la mi-2023, plusieurs gagnants et un grand perdant ressortent parmi les devises majeures (voir graphique). Pondéré des échanges, le JPY a cédé près de 10% au 1^{er} semestre. Bien que l'inflation ait progressé au Japon et soit bien supérieure à l'objectif de 2% de la Banque du Japon, les attentes d'un revirement offensif de la part du gouverneur Kazuo Ueda ont été déçues. Il a choisi d'imiter son prédécesseur Haruhiko Kuroda, qui avait planifié une longue période de grande souplesse et réitéré en juin que son institution ne changerait son fusil d'épaule que si elle était « raisonnablement certaine » que l'inflation allait accélérer en 2024. Des déclarations qui ont dopé la vente massive du JPY déjà entamée, les différentiels de taux avec les autres grandes monnaies se creusant.

Pendant ce temps, la meilleure élève inattendue en 2023 est la GBP. Malgré une économie atone, la devise britannique a gagné près de 4%, pondérée des échanges. La principale raison à cela est le creusement des différentiels de taux d'intérêt (carry), les marchés relevant leurs prévisions de hausses de taux par la Banque d'Angleterre pour lutter contre une inflation élevée et en hausse. Ce carry semble clairement être aux commandes de la performance des devises, ce que la BNS n'a pas manqué d'observer et qui pourrait avoir alimenté sa rhétorique offensive en juin, car un affaiblissement de la devise helvète créerait un risque inflationniste supplémentaire.

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.