

Septembre 2023

Taux d'intérêt et obligations

Qui veut acheter les obligations ?

Etats-Unis

- Nouveau pic cyclique des taux d'intérêt du fait de solides données économiques, d'un besoin accru de financement du Trésor et de l'abaissement de la notation de crédit. Les investisseurs ont donc délaissé les bons du Trésor alors que les écarts de crédit d'entreprise ont gagné 7 pb en août.
- Jerome Powell, président de la Fed, est resté ferme dans son allocution à Jackson Hole, même si l'inflation globale a nettement baissé.

Zone euro

- Malgré des perspectives économiques timorées et des entreprises pessimistes, surtout dans le tertiaire, les rendements des Bunds ont augmenté en août, imitant les bons du Trésor. Signant +8 pb, les écarts de crédit reflètent le contexte plus timide pour les emprunts d'entreprises européennes.
- La fin du cycle de hausse de la BCE semble proche, les prix à la production reculant, avec à la clé un repli de l'inflation des prix à la consommation.

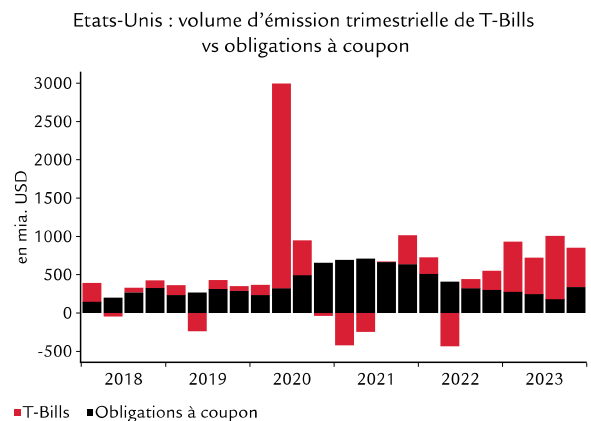
Royaume-Uni

- Le risque de stagflation s'accroît, l'inflation sous-jacente demeurant élevée à 6,9%, alors que le PMI des services a surpris en plongeant dans le rouge.
- En août, la Banque d'Angleterre a relevé son taux directeur de 25 pb ; associée à une forte inflation, cette hausse a induit une flambée des taux d'intérêt à long terme, atteignant un nouveau pic cyclique avant un repli en fin de mois.

Suisse

- Des taux à long terme relativement faibles et dans une fourchette restreinte, vu l'inflation modérée de 1,6%, à rebours de la flambée des rendements observés dans d'autres économies.
- Contre toute attente, le PMI manufacturier suisse a chuté à 38 points, un niveau qui n'avait même pas été atteint au plus fort de la pandémie. Vu la faible inflation, ce facteur devrait permettre à la BNS de temporiser ; nous ne prévoyons pas de nouvelle hausse de taux pour l'instant.

Les T-Bills dominent les émissions primaires



Source: Macrobond, US Treasury, Swiss Life Asset Managers

Malgré une solide économie et une inflation persistante, Washington se débat avec un déficit de 8,4% du PIB, un record hors périodes de guerre et de récession. Le Bureau du budget du Congrès américain prévoit une envolée du ratio dette/PIB insoutenable à 181% d'ici 2053. Cette trajectoire périlleuse a poussé Fitch à retirer la notation de crédit AAA. Si cette seule décision n'est pas un souci immédiat pour les investisseurs, le vrai problème réside dans le financement d'un déficit sans fin. Au S2 2023, le gouvernement vise l'émission de 1900 milliards de nouvelles obligations. Les banques centrales réduisant leurs bilans et la masse monétaire se contractant, charge au secteur privé d'absorber ces émissions primaires, qui pourraient supplanter les autres actifs. Le Trésor limite l'impact en émettant principalement des T-Bills, de la dette à court terme. Une tactique qui a ses limites. Ces titres, représentant historiquement seulement 23% de la dette totale, constituent désormais environ 70% des émissions. Une fois ce ratio revenu à la normale, actifs risqués et obligations d'Etat pourraient à nouveau être sous pression. Nous restons donc prudents sur le risque de crédit, car le marché n'a pas encore pleinement intégré ces incertitudes. Les taux d'intérêt tiennent déjà compte de certains de ces aspects, et vu le niveau modeste d'émission d'obligations à coupon, les rendements à long terme pourraient même reculer à brève échéance.

Actions

Correction après une solide performance

Etats-Unis

- Le marché a perdu 2,1% en août, signant un rendement de 18,3% depuis janvier (toutes les données sont au 29 août).
- Les résultats ont à nouveau été meilleurs que prévu. La croissance des bénéfices (relativement au T2 2022) est de -8% et celle des ventes de -1%. 80% des sociétés ont dépassé les attentes, et le bénéfice surprise a été de 4%. Les analystes ont donc relevé les prévisions de résultats annuels pour 2023 et 2024.
- La valorisation est supérieure aux moyennes historiques. L'expansion des multiples des actions (c'est-à-dire une valorisation plus élevée) explique l'intégralité de la performance depuis janvier.

Zone euro

- Le marché perd 2,6% en août, et signe 14,4% depuis janvier.
- La saison des résultats a également été meilleure que prévu ; les bénéfices ont cédé -8% et les ventes -7%. 60% des entreprises ont dépassé les attentes, et le bénéfice surprise a été de 4%.
- D'une perspective à plus long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante.

Royaume-Uni

- Rendement de -2,3% pour le marché britannique en août, et de +2,8% depuis janvier.
- Sa valorisation la plus faible et son rendement du dividende le plus élevé des économies avancées lui profitent toujours. Mais il semble qu'il s'agisse d'un « piège de la valeur ».

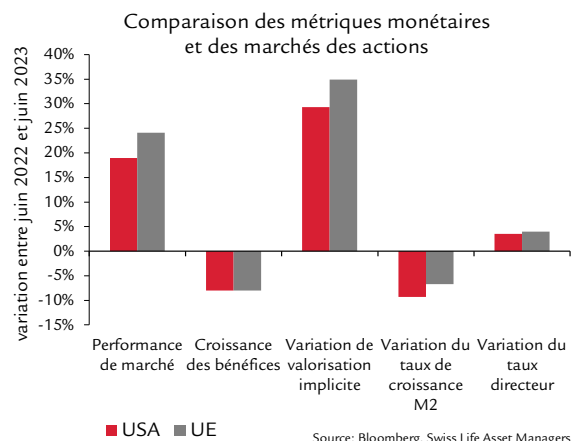
Suisse

- Le marché suisse a cédé 1,9% en août, signant +5,8% depuis janvier.
- Les titres pharmaceutiques et Nestlé ont notamment livré une performance médiocre. Rappelons qu'ils pèsent plus de 40% du marché.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Un mois d'août épouvantable, avec une performance de -5,5% ; le gain depuis début 2023 est de 5,2%, en retrait des autres marchés des actions.
- Les données économiques chinoises ne cessent de décevoir, le pays est entré en déflation et les efforts de relance de l'exécutif restent limités jusqu'ici.

Hausse des valorisations malgré des taux plus élevés



Les marchés des actions ont gagné près de 20% depuis mi-2022, et l'évolution positive cette année s'explique principalement par de meilleures valorisations. Elle est plutôt surprenante au vu des dynamiques économiques et de résultats. Entre le T2 2022 et le T2 2023, les bénéfices ont cédé 8% en Europe et aux Etats-Unis. La politique monétaire s'est durcie, avec une baisse du taux de croissance de la masse monétaire, désormais négatif outre-Atlantique. De plus, les banques centrales ont relevé les taux directeurs de 4 à 5 points de %, l'une des hausses les plus fortes et rapides de l'histoire. La hausse des marchés des actions et la baisse des bénéfices ont induit une hausse implicite de valorisation d'environ 30%. Un tel mouvement dans un contexte de politique monétaire restrictive et de croissance en baisse est rare. En conséquence, le marché américain affiche une forte valorisation en termes absolus comme relatifs face aux obligations. Ce n'est pas le cas en Europe. Malgré leur hausse, les valorisations restent inférieures aux moyennes historiques. En se fondant sur cette évaluation, on peut conclure que la récente correction accusait du retard, et qu'une autre pourrait se produire. Mais il y a des aspects positifs, les deux principaux étant que les bénéfices ont très bien résisté et dépassé les attentes ces deux derniers trimestres. De plus, les analystes prévoient une croissance des bénéfices de 10% en 2024. En raison du ralentissement économique et la baisse de l'inflation, les banques centrales pourraient baisser les taux. Enfin, l'intelligence artificielle pourrait entraîner un gain majeur de productivité. Notre opinion globale est neutre, tout comme notre allocation des actions à court terme.

Devises

Faiblesse passagère de l'USD

Etats-Unis

- Comme prévu, l'USD s'est apprécié face à la plupart des devises majeures en août, après deux mois plus difficiles. La raison à cela est double : l'économie américaine continue de surperformer, notamment l'Europe, et la Fed tient une ligne plutôt ferme dans sa communication. Le timide sentiment de risque des marchés financiers a également porté le billet vert.
- Nous maintenons notre prévision positive pour le dernier mois du trimestre. Si nous prévoyons une baisse de l'inflation aux Etats-Unis, l'économie devrait rester suffisamment solide pour que la Fed continue de s'inquiéter des risques liés à l'inflation. L'avantage du taux d'intérêt américain (« carry ») devrait donc rester important, favorisant l'USD.

Zone euro

- La paire EUR/USD a de nouveau évolué sous 1,10 en août. Données économiques moroses, notamment forte baisse des PMI en fin de mois, expliquent l'essentiel de la dépréciation de l'EUR.
- Nous restons négatifs sur la paire EUR/USD et prévoyons une évolution latérale de l'EUR face à la GBP et au CHF ces quatre prochaines semaines.

Royaume-Uni

- Après deux mois positifs, la GBP a cédé 1,5% à l'USD en août. Pour le troisième mois consécutif, elle est neutre face à l'EUR.
- La Banque d'Angleterre devrait encore relever son taux directeur, ce que les marchés ont déjà bien intégré. Nous réitérons notre opinion d'une baisse de la paire GBP/USD.

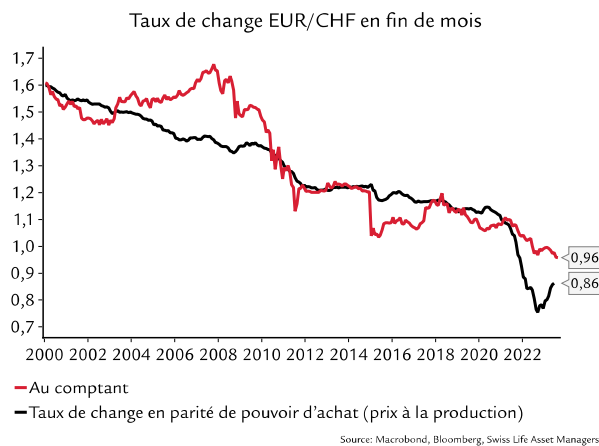
Suisse

- En août, la paire USD/CHF a refait son retard de juillet, alors qu'un « rallye de soulagement » a permis une performance légèrement positive de la paire EUR/CHF.
- Nous réitérons notre avis positif sur la première, et neutre sur la seconde.

Japon

- La paire USD/JPY signe +2,5% en août. Le creux de juillet n'a été que passer dans la tendance haussière a priori ininterrompue.
- Le JPY devrait encore connaître un mois difficile face à l'USD, les différentiels de taux d'intérêt restant très élevés, au détriment du yen.

Le CHF devient moins sous-évalué



Parmi les éléments les plus étonnants de la normalisation post-covid des banques centrales figure la tolérance de la BNS quant à un franc fort. Délaissant son mantra d'une devise surévaluée, elle semble avoir fait du CHF plus fort un outil pour tenir à distance l'inflation importée. Cette attitude relâchée se justifie par le fort élargissement du différentiel d'inflation entre la Suisse et le reste du monde développé, faisant baisser la « juste valeur » des devises étrangères. En appliquant un modèle de parité de pouvoir d'achat basé sur l'inflation des prix à la production, certaines estimations évaluent que la juste valeur de la paire EUR/CHF est tombée à 0,80 courant 2022, faisant du CHF une devise sous-évaluée face à l'EUR. Certes, en appliquant un modèle basé sur les prix à la consommation, le CHF reste considéré comme surévalué ; mais pour juger de la compétitivité d'une économie, exportatrice notamment, les prix à la production pourraient être un paramètre plus approprié pour un modèle de juste valeur. Ces derniers mois, la situation a toutefois rapidement évolué. Tandis que l'inflation en Suisse devrait rester proche des 2% ces prochains mois, elle chute rapidement dans les autres pays développés depuis les sommets atteints en 2022. Ce repli du différentiel d'inflation implique une hausse de la juste valeur des paires EUR/CHF (voir graphique) et USD/CHF. Avec la déprime qui gagne les entreprises suisses, dans le secteur manufacturier notamment, l'économie exportatrice pourrait appeler la BNS à la prudence dans son cycle de resserrement, rendant un peu plus ardue la tâche de celle-ci pour contenir l'inflation.

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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.