

Perspectives annuelles 2024

Taux d'intérêt et obligations

Titres investment grade : un bon cru 2024 attendu

Etats-Unis

- L'abaissement de la prévision d'émission de T-Bonds, associé au reflux de l'inflation et à la croissance modérée, a fait plonger taux et écarts de crédit en novembre.
- Avec une croissance et une inflation en repli, nous pensons que la Fed va baisser ses taux directeurs en 2024, ce qui profitera aux obligations d'entreprise malgré des écarts de crédit attendus en légère hausse.

Zone euro

- L'inflation a nettement ralenti en réaction à la stagnation de l'économie. En réponse, la BCE a donc ajusté son discours, alimentant une baisse des taux des obligations d'Etat et des écarts de crédit.
- Avec une inflation globale proche de son objectif et une économie au ralenti, la BCE pourrait bientôt assouplir sa politique monétaire restrictive. Les taux devraient baisser en 2024 ; les écarts de crédit sont attendus en légère hausse.

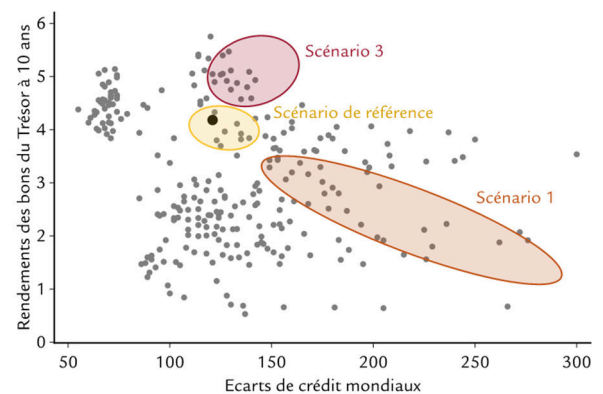
Royaume-Uni

- Si les gilts ont suivi la même tendance qu'ailleurs, l'environnement macro-économique britannique est plus délicat. L'inflation sous-jacente élevée (5,7% en octobre), malgré une croissance terne, en est la principale raison.
- Parmi les banques centrales, la Banque d'Angleterre devrait fermer la marche des baisses de taux, entravant toute reprise de l'économie. Nous prévoyons tout de même une trajectoire de baisse des taux d'intérêt, quoique moins prononcée qu'en zone euro ou outre-Atlantique.

Suisse

- L'inflation suisse reste sous contrôle et même avec une croissance inférieure à son potentiel en 2024, nous n'attendons pas de récession.
- La BNS est très bien positionnée pour baisser ses taux : les positions en duration longues et enclines au risque sur le marché obligataire devraient en profiter en raison du carry intéressant.

Écarts et taux selon différents scénarios économiques



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers, dernier relevé des données : 13.12.2023

En 2023, nombre d'investisseurs ont parié sur une récession aux Etats-Unis qui ne s'est pas concrétisée. Tensions géopolitiques, crise bancaire américaine et immobilière en Chine : l'économie mondiale a résisté à ces multiples défis et les actifs risqués ont été performants. Depuis janvier, les écarts de crédit ont reculé d'environ 20 pb, alors que les taux des obligations d'Etat ont gagné près de 30 pb aux Etats-Unis et cédé 40 pb en Europe. Solide gain du crédit en EUR et en USD (respectivement 6,3% et 5,2%) grâce aux rendements globaux élevés. En 2024, la baisse de la croissance et de l'inflation pourrait ouvrir la voie à un assouplissement de la politique monétaire (scénario de référence). Or, les marchés l'anticipent largement, avec à la clé des taux et écarts potentiellement volatils si les données réelles divergent. Les investisseurs pourraient en pâtir si les chiffres sont supérieurs aux prévisions, car taux et écarts augmenteraient depuis leur niveau actuel (scénario 3). A l'inverse, une récession mondiale pourrait produire des rendements intéressants, car toute hausse des écarts devrait être compensée par une baisse plus marquée des taux d'intérêt (scénario 1). Le crédit investment grade est l'une des classes d'actifs les plus séduisantes du moment. Les forts rendements globaux et éventuelles baisses de taux, dans un contexte économique propice, ouvrent la perspective de rendements totaux potentiellement élevés en 2024.

Actions

Excellent cru 2023, ambitions à la baisse en 2024

Etats-Unis

- Le marché signe +24,7% en 2023 (toutes les données au 13 décembre) après avoir cédé 19,8% en 2022. Les « Sept Magnifiques » de la tech s'arrogent l'essentiel de cette excellente performance. Leur valeur a plus que doublé grâce à l'engouement pour l'IA.
- Les différents styles d'actions affichent des résultats divers : un indice composite à pondération égale avec tous les titres du S&P 500 signe +10%, les titres « valeur » +4,5% et ceux à dividende -1%. Les petites capitalisations cèdent 10 % à l'indice global. Il est peu probable que les Sept Magnifiques renouvellent leur performance en 2024, et le marché américain est clairement cher.

Zone euro

- Les actions de l'UEM gagnent 18,4% en 2023 après avoir perdu 12,5% en 2022. Cette bonne performance est bien plus diversifiée qu'aux Etats-Unis. En Europe, la performance des titres de valeur et de croissance est similaire à celle du marché.
- La valorisation est faible et l'écart avec le marché américain est très marqué. Il se réduira sûrement, mais rien ne semble pouvoir déclencher le mouvement.

Royaume-Uni

- Le faible gain de 5,0% en 2023 fait du marché UK un des moins performants du monde développé.
- Il profite de sa valorisation la plus faible et de son rendement du dividende le plus élevé des économies avancées.

Suisse

- Le marché gagne 5,6% en 2023, mais exprimé en CHF, sous-performe de 9% le marché mondial.
- Parmi les titres phares, Roche (-10%) et Nestlé (-5%) ont souffert – et ils pèsent 29% du SMI.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Les actions des marchés émergents gagnent 4,3% en 2023. La Chine est le marché pénalisant le plus la performance (-13,6% en USD), alors qu'il pèse près de 30% de l'indice.
- Ce marché est proche de sa juste valeur et la croissance des bénéfices en 2024 est estimée à 18%, soit la plus forte prévision des principaux marchés.

Tableau de valorisation des actions mondiales (niveau actuel : 9.670)

	Croissance des bénéfices prévue									
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
10	4.203	4.466	4.728	4.991	5.254	5.516	5.779	6.042	6.304	
11	4.623	4.912	5.201	5.490	5.779	6.068	6.357	6.646	6.935	
12	5.043	5.359	5.674	5.989	6.304	6.619	6.935	7.250	7.565	
13	5.464	5.805	6.147	6.488	6.830	7.171	7.513	7.854	8.196	
14	5.884	6.252	6.619	6.987	7.355	7.723	8.090	8.458	8.826	
15	6.304	6.698	7.092	7.486	7.880	8.274	8.668	9.062	9.456	
16	6.725	7.145	7.565	7.985	8.406	8.826	9.246	9.667	10.087	
17	7.145	7.591	8.038	8.484	8.931	9.378	9.824	10.271	10.717	
18	7.565	8.038	8.511	8.984	9.456	9.929	10.402	10.875	11.348	
19	7.985	8.484	8.984	9.483	9.982	10.481	10.980	11.479	11.978	
20	8.406	8.931	9.456	9.982	10.507	11.032	11.558	12.083	12.609	
21	8.826	9.378	9.929	10.481	11.032	11.584	12.136	12.687	13.239	
22	9.246	9.824	10.402	10.980	11.558	12.136	12.714	13.291	13.869	
23	9.667	10.271	10.875	11.479	12.083	12.687	13.291	13.896	14.500	
24	10.087	10.717	11.348	11.978	12.609	13.239	13.869	14.500	15.130	
25	10.507	11.164	11.820	12.477	13.134	13.791	14.447	15.104	15.761	

Sources : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers, dernier relevé des données : 14.12.2023

Nous prévoyons une décélération économique aux Etats-Unis au 1^{er} semestre 2024, ainsi qu'un repli de l'inflation et des taux d'intérêt dans le monde développé. Partant, le marché mondial des actions affiche un potentiel de performance réaliste de 3% à 7% (rendement total) en 2024. Des chiffres cohérents avec les prévisions de croissance des bénéfiques et supposant que les valorisations se maintiennent à leur niveau actuel. Cet avis positif pour l'année repose sur notre prévision d'un début de cycle de baisse des taux directeurs au 2^e trimestre. Deux arguments étayent la thèse de rendements à un chiffre. 1. Valorisation relativement faible des marchés mondiaux hors Etats-Unis. 2. Réaction positive des actions à la fin du cycle de hausse des taux de la Fed si une récession superficielle ou un atterrissage en douceur s'ensuivent. En revanche, la politique monétaire est très restrictive et la valorisation ne tient pas compte d'une potentielle récession. Obligations et liquidité sont très intéressantes par rapport aux actions, avec des taux de rendement proches (aux Etats-Unis principalement). Quelle ampleur pour le risque de baisse ? Le tableau ci-dessus intègre la valorisation (ratio cours/bénéfice - C/B) et la croissance des bénéfices comme variables. La prévision actuelle pour celle-ci est d'environ 10%, le ratio C/B est attendu à 18. En se fondant sur ces deux hypothèses, la valeur théorique du marché mondial des actions est 8% supérieure à son niveau actuel. Si la croissance des bénéfices était de 5% (hypothèse plus réaliste selon nous), la juste valeur serait 3% supérieure à la valeur actuelle. Si le ratio C/B et/ou les bénéfices attendus baissaient, de lourdes pertes pourraient se produire. Nous sommes neutres sur un horizon de 1 à 3 mois et positifs pour 2024. La récente intervention de la Fed est clairement positive, mais le marché a déjà beaucoup progressé en anticipation de baisse de taux.

Devises

2024 : le retour du roi dollar

Etats-Unis

- En 2023, l'USD a fluctué au gré des prévisions de politique monétaire et de rendements des bons du Trésor, clôturant l'année sur une performance en demi-teinte (données au 13 décembre). Les devises des exportateurs de matières premières sont perdantes, alors que les latino-américaines et quelques européennes (CHF, GBP et EUR) ont gagné du terrain.
- L'USD devrait s'apprécier face à la plupart des monnaies des marchés développés en 2024, malgré les baisses de taux prévues côté Fed. Hormis la Banque du Japon, d'autres banques centrales devraient également assouplir leur politique monétaire, et le différentiel de taux d'intérêt (carry) demeure globalement en faveur du billet vert.

Zone euro

- L'EUR s'est légèrement apprécié face à l'USD en 2023, mais a cédé du terrain à la GBP et au CHF ; pondéré des échanges, le taux est quasi inchangé.
- Croissance atone, baisse de l'inflation et donc besoin d'assouplissement monétaire augurent d'un EUR faible en 2024.

Royaume-Uni

- Malgré une croissance morose, la GBP s'est appréciée face à l'USD et à l'EUR, alors qu'une inflation tenace maintenait l'étau monétaire très serré.
- Dans la logique d'un USD solide, la paire GBP/USD devrait s'affaiblir légèrement en 2024.

Suisse

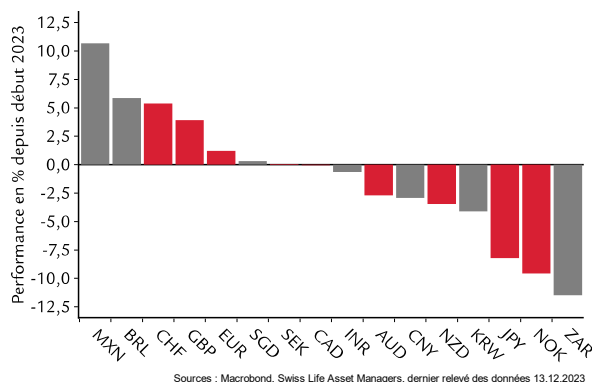
- Le CHF s'est apprécié face à toutes les devises majeures en 2023.
- Malgré un carry désavantageux, le potentiel de baisse du CHF est mince, car il va sûrement profiter de son statut de valeur refuge par excellence.

Japon

- Seule la NOK sauve le JPY de la place de lanterne rouge des grandes devises en 2023, la Banque du Japon ayant maintenu ses taux d'intérêt négatifs.
- La normalisation de la politique monétaire ne suffira pas à rendre le JPY attractif en 2024, en raison de son carry très désavantageux.

2023, année contrastée pour l'USD

Performance 2023 face à l'USD : sélection de devises de marchés développés (en rouge) et marchés émergents (en gris)



Il y a un an, nous prédisions la fin du « super cycle de l'USD » en 2023. Et après une année 2022 où le billet vert a surperformé la quasi-totalité des devises, 2023 s'annonce jusqu'ici contrastée pour le dollar (voir plus haut). Comme l'an dernier, le peso mexicain (MXN) et le réal brésilien (BRL) trustent les premières places, mais le CHF, l'EUR et la GBP comptaient parmi les devises majeures à s'apprécier légèrement face à l'USD au moment de la rédaction. Notre avis sur le billet vert est positif pour 2024. Même si la dynamique économique américaine devrait ralentir en 2024, la conjoncture en Europe semble plus problématique après 18 mois de stagnation, alors que la pression inflationniste a nettement diminué. Selon nous, la BCE pourra effectuer un peu plus de baisses que la Fed en 2024. Les marchés n'intègrent pas pleinement ce scénario, même après la réévaluation ayant suivi la réunion rassurante du FOMC le 13 décembre. Ainsi, les différentiels de taux d'intérêt entre les deux rives de l'Atlantique pourraient se creuser en 2024. Cet avantage de carry a largement porté l'USD ces dernières années et constitue la raison principale de notre avis positif. C'est aussi pour cela que notre avis sur le JPY est moins positif que celui du consensus. Malgré l'abandon attendu de la politique de taux d'intérêt négatifs, le carry face à l'USD reste très défavorable, entravant le potentiel d'appréciation du yen face au billet vert. L'argument du carry pénalise toutefois moins le CHF que le JPY. Valeur refuge de choix en 2023, le CHF va poursuivre ainsi en 2024, car l'incertitude (géo)politique comme économique demeure très importante.

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.