

Perspectives annuelles 2023

Taux d'intérêt et obligations

Adieu TINA, longue vie à TIAA

Etats-Unis

- Resserrement de politique monétaire pour lutter contre une inflation historique, taux d'intérêt et écarts montant à l'unisson : les titres à revenu fixe ont connu la pire année de leur histoire en 2022.
- Pic d'inflation américaine sûrement passé, baisse de la volatilité des taux et de la pression sur ceux-ci annoncent un bon cru pour le crédit investment grade. Notre scénario de récession prévoit un creusement des écarts, mais l'évolution haussière de la classe d'actifs devrait rendre les rendements totaux attractifs en 2023.

Zone euro

- Le cycle de resserrement de la BCE est moins marqué que celui de la Fed, mais les écarts en Europe ont plus augmenté qu'aux Etats-Unis, du fait de la guerre et de la situation énergétique tendue.
- L'Europe est à la traîne dans la lutte contre l'inflation, avec un pic plus élevé et une croissance plus faible. Le crédit en EUR profite tout de même d'écarts plus importants et de rendements à couverture de change plus intéressants, pouvant attirer des capitaux et générer des rendements totaux positifs.

Royaume-Uni

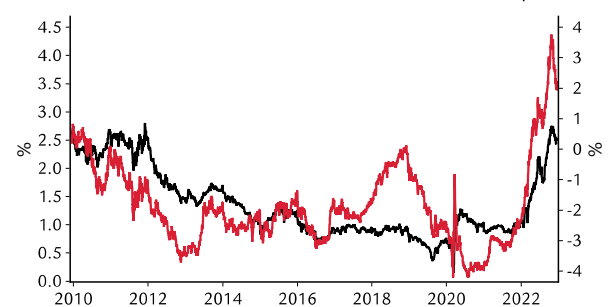
- La croissance plus faible et une interaction désordonnée entre les politiques budgétaire et monétaire ont fait des obligations d'entreprises britanniques la lanterne rouge de 2022.
- Pas de changement en vue en 2023, alors que la pénurie de main-d'œuvre pourrait maintenir l'inflation élevée. Le crédit britannique devrait donc sous-performer l'américain et l'europeen.

Suisse

- Malgré des rendements totaux négatifs, les obligations suisses ont surperformé l'essentiel des pairs en 2022, grâce à une notation et un contexte économique meilleurs, et surtout à une faible inflation qui pousse moins la BNS à serrer la vis.
- La politique monétaire pèse moins sur la croissance qu'ailleurs, portant le marché du crédit helvète.

Le crédit offre à nouveau un rendement intéressant

Différence des rendements des obligations d'entreprise et des rendements du dividende aux Etats-Unis et en Europe



— Obligation d'entreprise en USD moins S&P 500, éch. de g.

— Obligation d'entreprise en EUR moins Stoxx Europe 600, éch. de d.

Source : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Ces dernières années, l'absence d'alternative (TINA) était l'argument massue favorisant les actions face aux obligations. Ce n'est plus le cas. 2022, *annus horribilis* pour les investisseurs obligataires, a en revanche rendu de sa superbe au rendement du crédit investment grade. Dans le détail : 3,7% actuellement contre le creux de 0,1% mi-2021 (emprunts d'entreprise en EUR), 5,1% actuellement vs 1,7% fin 2020 (emprunts d'entreprise en USD). A titre de comparaison, le rendement du dividende sur le EUR Stoxx 600 et le S&P 500 est respectivement de 3,4% et 1,6%, avec une volatilité bien plus forte. Il y a donc une alternative aux actions (*TIAA, there is an alternative*). Si des écarts plus élevés sont possibles, le carry et la composante de taux du crédit sont une certaine couverture dans un contexte d'aversion au risque. De plus, les obligations d'entreprises ont de solides fondamentaux et la forte activité d'émission ces dernières années a repoussé un peu plus le besoin de refinancement. Le contexte actuel de forte croissance nominale est favorable aux émetteurs dont les revenus et bénéfiques montent avec l'inflation, à niveau de dette égal. Malgré la croissance économique réelle en berne, les fondamentaux pourraient s'améliorer. Pour les titres souverains, il y a le risque que le « pivot » de la Fed pourrait intervenir plus tard que prévu. Notre prévision : hausse du rendement obligataire et aplatissement des courbes, surtout au 1^{er} semestre.

Actions

Souffrir aujourd'hui, gagner demain

Etats-Unis

- Un marché américain baissier en 2022, la plus forte perte datant de mi-octobre (-24%). Depuis, le marché a rebondi et finit l'année sur un repli de 17% (toutes les données au 13 décembre). En devise locale, le marché américain a sous-performé l'euro-péen pour la première fois en plus de 10 ans.
- Mais sa valorisation reste bien supérieure à celle d'autres marchés développés et émergents. Elle est quasi neutre, celle des autres inférieure à leur moyenne historique.

Zone euro

- Malgré la guerre en Ukraine et ses conséquences, le marché des actions de l'UEM n'a cédé que 10% en 2022. Entre mi-octobre et mi-décembre, il a bondi de 14%.
- La valorisation est très attractive en tant que telle et également relativement au marché américain. La décote par rapport à ce dernier reste proche de son plus haut niveau historique.

Royaume-Uni

- Parmi les grands, le marché britannique est le seul qui devrait finir 2022 sur une performance positive (environ 7%).
- Comme les marchés du continent, sa valorisation est très attractive, et il affiche le plus fort rendement du dividende (quasiment 4%).

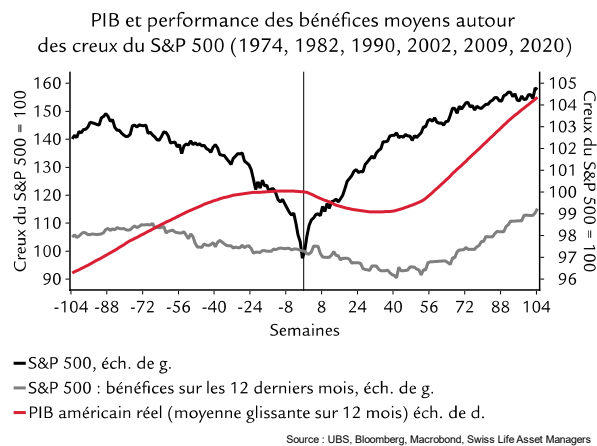
Suisse

- En 2022, le marché suisse des actions n'a pas pleinement profité de sa nature défensive, cédant 15% depuis janvier 2022. Principale raison à cela, la plongée des pharmaceutiques (entre -19% et -37%), hormis Novartis. De plus, les financières et certaines entreprises cycliques ont fortement sous-performé.
- Enfin, le marché suisse est relativement cher face à ses pairs.

Marchés émergents

- De tous les grands marchés, les émergents ont connu la pire performance en 2022 (-20%). La Chine, son marché immobilier, sa stratégie zéro covid et son incertitude politique ont pesé.
- Les marchés émergents sont intéressants en termes de valorisation. Un dollar plus faible pourrait soutenir le marché en 2023. Mais une surperformance notable passera par une levée des doutes entourant la Chine.

Rebond des actions en amont du rebond économique



Le passage à 2023 s'accompagne d'aspects positifs pour la classe d'actifs. Primo, les valorisations sont bien plus intéressantes. Secundo, le pic d'inflation est sûrement passé, et le cycle de relèvement pourrait être stoppé. La Fed devrait commencer à baisser les taux fin 2023. Tertio, les récents bénéfices résistent bien mieux qu'attendu. Quarto, le marché des actions atteint un plancher six à neuf mois avant l'économie (voir graphique). En supposant une récession américaine de six à neuf mois en 2023, nous serions donc près du creux du marché. Quinto, le sentiment très baissier est un contre-indicateur coutumier. Parmi les aspects négatifs figurent une récession et un repli correspondant des bénéfices qui n'est pas encore intégré. En moyenne, ils chutent de 15% pendant les récessions. En 2023, le consensus prévoit une croissance des bénéfices à un chiffre. Les valorisations sont certes bien plus faibles qu'il y a un an, mais supérieures au niveau des creux en récession. La vis monétaire se resserre, taux d'inflation et directeurs pourraient rester élevés plus longtemps que prévu. Quatrième contrariété, l'attractivité relative des actions face aux obligations a fortement baissé. Enfin, les risques géopolitiques demeurent importants. En conclusion, une position négative sur les actions ce prochain trimestre est justifiée, car les prix du marché ne reflètent pas pleinement les effets de la récession à venir. A moyen terme, les valorisations des actions afficheront un potentiel de rendement intéressant, conforme aux moyennes historiques. Nous pensons que des styles d'investissement tels que volatilité minimale et dividende élevé pourraient très bien tirer leur épingle du jeu.

Devises

Fin du super-cycle de l'USD en 2023 ?

Etats-Unis

- En 2022, le billet vert a connu une nouvelle année exceptionnelle. Parmi les grandes devises, seuls le réal brésilien et le peso mexicain affichent de meilleures performances, Brasilia et Mexico relevant leurs taux de manière plus agressive que la Fed pour contenir les risques d'inflation.
- Pondéré des échanges, l'USD devrait ralentir en 2023, au vu de la récession attendue et de la baisse de l'inflation, qui poussera la Fed à baisser les taux d'intérêt vers la fin de l'année (voir texte principal).

Zone euro

- L'EUR a cédé 6% à l'USD en 2022 (données au 15 décembre), mais a fait mieux que les devises nordiques et la GBP.
- L'UEM devrait connaître un cycle économique différent de celui des Etats-Unis en 2023. Nous attendons un certain rebond après la récession hivernale, avec un coup de pouce de la Chine. A cela s'ajoutent une inflation tenace et une BCE moins offensive que la Fed : les marchés ne devraient pas anticiper de baisses de taux dans la même mesure qu'aux Etats-Unis. Tous ces facteurs devraient favoriser l'EUR.

Royaume-Uni

- Malgré les remous politiques outre-Manche, la livre est restée dans une fourchette de change restreinte face à l'EUR en 2022.
- Il devrait en être de même en 2023. Nous sommes neutres sur la paire GBP/EUR et positifs sur la paire GBP/USD.

Suisse

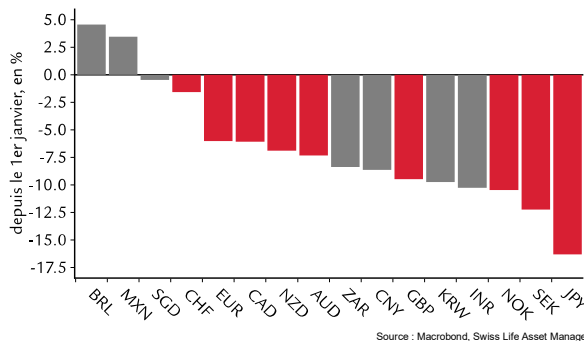
- En 2022, le CHF a cédé très peu de terrain à l'USD et s'apprécie de 5% pondéré des échanges.
- La BNS devrait bientôt mettre à un terme à son cycle de relèvement. Avec le potentiel rebond des devises cycliques comme la GBP et l'EUR en 2023 (voir ci-dessus), la paire EUR/CHF pourrait s'apprécier. La tactique opportuniste de vente de réserve de changes par la BNS limitera toutefois la hausse.

Japon

- Des grandes devises, le JPY est la lanterne rouge en 2022, la banque centrale nipponne s'entêtant avec sa politique monétaire ultra-expansionniste.
- En phase avec la prévision de faiblesse globale de l'USD, nous sommes négatifs sur la paire USD/JPY pour 2023.

2022 : hausse des taux d'intérêt entraîne un USD plus fort

Evolution en 2022 par rapport à l'USD d'un échantillon de monnaies des pays développés (rouge) et émergents (gris)



L'USD est le meilleur élève des devises des marchés développés en 2022 (voir graphique, données au 15 décembre), après un exercice 2021 déjà solide, ou le « roi dollar » ne s'inclinait que devant le CAD et le CNY. Ce super-cycle de l'USD a été alimenté par une solide économie pendant deux ans et une Fed parmi les banques centrales les plus déterminées à lutter contre l'inflation, en déployant le cycle de relèvement le plus rapide depuis le mandat de Paul Volcker. Nous pensons toutefois que ce cycle va prendre fin en 2023. Ces deux derniers mois, l'USD a nettement faibli, le marché retrouvant le goût du risque et révisant ses attentes de hausses de taux. Le mouvement récent était selon nous exagéré et à court terme, il existe des risques d'une réévaluation offensive de ces attentes et de faiblesse du marché des actions. Nous entamons la nouvelle année en étant neutres sur l'USD, mais prévoyons un nouvel affaiblissement du billet vert en cours d'année. Dès que l'économie américaine entrera en récession, le calendrier et l'ampleur des baisses de taux directeur devraient apparaître plus clairement. Les actifs risqués devraient alors retrouver la voie d'une reprise durable. La conjugaison d'un revirement de la politique monétaire américain et d'un goût du risque retrouvé pèsera sur le billet vert. Et ce d'autant plus que l'inflation restera une problématique en zone euro et au Royaume-Uni, des économies où le resserrement de politique monétaire est loin d'être exclu.

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.