

Août 2023

## Taux d'intérêt et obligations

Des taux au sommet ?

### Etats-Unis

- Des données macroéconomiques américaines riches en bonnes surprises : le marché du travail est solide et dope la confiance des ménages. Le secteur manufacturier a montré des signes de stabilisation en juillet.
- Les rendements des obligations d'Etat sont restés dans leur marge, les T-Bonds à 10 ans passant brièvement les 4% avant de retomber, l'inflation globale diminuant malgré une inflation sous-jacente élevée.
- La Fed a relevé son taux directeur à une marge de 5,25 à 5,5%. L'évolution des données d'inflation et de croissance déterminera d'éventuelles hausses.

### Zone euro

- Rendements des obligations d'Etat stables, les faibles PMI de juillet n'affectant que temporairement les marchés. Hausse des taux lors des dix premiers jours de juillet, avant une baisse le reste du mois. Les écarts des emprunts d'entreprise se sont réduits, les investisseurs gagnant en confiance.
- La BCE a relevé ses taux directeurs de 25 pb et suggéré que les données détermineraient ses futures décisions. Son optimisme va croissant ; selon elle, son taux est déjà plutôt restrictif, les signes de désinflation se multipliant.

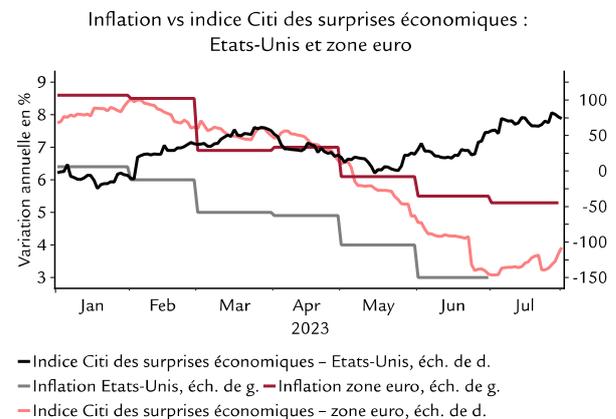
### Royaume-Uni

- Le rendement des gilts a nettement chuté en juillet, l'horizon d'inflation s'améliorant, alors que celui de la croissance se dégrade un peu plus. La trajectoire de resserrement monétaire de la Banque d'Angleterre a ainsi été réévaluée, devenant moins serrée.

### Suisse

- Les rendements des emprunts de la Confédération sont restés dans leur marge, l'échéance à 10 ans évoluant autour de 1%. Nul ne sait si la BNS relèvera ses taux au 2<sup>e</sup> semestre 2023.
- L'inflation continue de décélérer, mais l'effet retardé de la hausse du taux hypothécaire de référence tirera les loyers vers le haut ces prochains mois. Le renchérissement restera sûrement proche des 2% en 2024.

### Données divergentes entre les deux rives de l'Atlantique



Source : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

A en juger par les données de juillet, l'écart entre la croissance en Europe et aux Etats-Unis se creuse. L'indice des surprises économiques de Citigroup est un bon baromètre des tendances macroéconomiques. Il dépeint une dynamique clairement négative en zone euro, et des évolutions positives aux Etats-Unis – une divergence qui pourrait influencer les attentes en matière de politique monétaire. Fait notable, les marchés n'attendent qu'une hausse supplémentaire côté BCE en septembre, et évaluent à 40% la probabilité d'une hausse côté Fed d'ici fin 2023. La théorie de taux au sommet a donc gagné en consistance, les investisseurs espérant la fin prochaine du resserrement et des rendements des obligations d'Etat culminant enfin. Si nous partageons cette opinion d'une baisse de pression inflationniste à moyen terme, il est trop tôt pour crier victoire sur ce front. Des deux côtés de l'Atlantique, le taux de chômage reste à des niveaux d'une faiblesse inédite depuis des décennies, et l'inflation sous-jacente demeure élevée. La Fed pourrait donc devoir à nouveau serrer la vis, la croissance restant solide et l'inflation tenace. En résumé, le risque de récession en Europe augmente et le ralentissement économique aux États-Unis est reporté. Nous restons prudents sur le risque de crédit et si l'inflation recule encore, nous augmenterions la duration.

## Actions

Le rebond se généralise

### Etats-Unis

- Le marché américain a gagné 2,8% en juillet, sa performance depuis janvier est de +20,1%.
- En juillet, la hausse s'est généralisée au-delà des grands de la tech. Prochain événement majeur : la publication des bénéfices, avec des attentes faibles. Les résultats et les ventes annoncés jusqu'ici ont été majoritairement supérieurs aux prévisions.
- La valorisation dépasse les moyennes historiques, nous continuons donc de privilégier d'autres marchés.

### Zone euro

- Le marché gagne 0,7% en juillet, et 16,1% depuis début 2023.
- Depuis trois mois environ, la zone euro ne surperforme plus les Etats-Unis, ce qui coïncide avec des données économiques européennes plus faibles en comparaison.
- D'une perspective à plus long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante.

### Royaume-Uni

- Rendement de 2,2% pour le marché britannique en juillet, et de 4,9% 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 0,4% en juillet, signant 6,9% depuis janvier.
- Les titres pharmaceutiques, ainsi que Nestlé, affichent une faible performance depuis le début de l'année, et ils pèsent plus de 40% du marché.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

### Marchés émergents

- Un très bon mois de juillet, avec une performance de 4,7% ; le gain depuis début 2023 est de 9,8%, en retrait des autres marchés des actions.
- Les données économiques chinoises continuent de décevoir alors que la faiblesse du billet vert soutient les marchés émergents. Pékin devrait relancer son économie, ce qui, associé à un dollar en retrait, a porté un rebond de court terme.

### Etats-Unis : à chaque style sa performance

Indice	En cumul		3 ans (%)	5 ans (%)
	annuel (%)	mensuel (%)		
MSCI USA	19.8	2.5	44.9	70.0
MSCI USA Equal Weight	12.4	3.6	41.8	49.5
MSCI USA Small Cap	13.2	3.7	46.9	37.2
MSCI USA Growth	36.7	2.3	43.4	96.2
MSCI USA Value	5.1	3.4	42.5	40.8
MSCI USA Momentum	0.3	0.7	10.1	34.2
MSCI USA Quality	26.8	3.0	44.9	84.8
FANG+	76.6	1.4	73.5	163.3

Source : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Depuis 2018, les différences de performance des divers styles d'investissement (*value*, *growth*, *small cap*, *quality*, *momentum* et *sentiment*) en actions américaines sont notoires. En Europe, elles sont bien moindres, et 2023 ne fait pas exception. Le plus grand écart aux Etats-Unis est celui entre les styles *value* et *growth* (qui intègre les mastodontes de la tech). Depuis janvier, ce dernier gagne 36,7%, contre 5,1% pour le premier. Etonnamment, le style *momentum* est très médiocre, à 0,3% à peine. Le rebond s'est généralisé ces dernières semaines, et les petites capitalisations notamment ont commencé à se distinguer. Comme ces dernières années, les titres de l'indice FANG+ (Microsoft, Amazon, Google, Netflix, etc.) caracolent en tête, avec un rendement total de 77% depuis janvier. L'avènement du recours intensif à l'IA est l'une des raisons majeures derrière cette surperformance spectaculaire. Le style *quality* est le seul style « classique » ayant bien fonctionné cette année. Sur les trois et cinq dernières années, les structures sont légèrement différentes. Sur trois ans, la différence de performance par style n'est pas outrancière, et seul *momentum* est nettement en retrait. Sur cinq ans, les écarts sont bien plus nets : *small cap*, *value* et *momentum* ferment la marche, FANG+ et *growth* l'ouvrent. La médiocre performance du style *momentum* malgré une évolution de marché aux fortes tendances (à court terme) est quelque peu étonnante. Une explication possible : MSCI modifie la composition de l'indice seulement une fois par semestre, un rythme trop lent ces dernières années. Ces grandes disparités signifient que les styles d'investissement classiques (p. ex. *small cap* et *value*) n'ont pas fonctionné. Elles expliquent aussi la très mauvaise performance ces cinq dernières années des fonds quantitatifs s'appuyant sur ces facteurs.

## Devises

### Faiblesse passagère de l'USD

#### Etats-Unis

- L'USD a continué de reculer en juillet, de 1,4% pondéré des échanges (toutes les données au 26 juillet 2023). C'est à la NOK, à la SEK et au CHF qu'il a cédé le plus de terrain.
- Toutefois, le billet vert devrait reprendre des couleurs en août. Les données économiques américaines surperforment, alors que l'horizon conjoncturel européen s'assombrit. Nous restons donc négatifs sur la paire EUR/USD le mois et le trimestre prochains.

#### Zone euro

- Quasi-stabilité de l'EUR pondéré des échanges en juillet ; les gains en première quinzaine ont été effacés en seconde.
- Outre l'argument clé avancé ci-dessus, l'avantage de carry de l'USD devrait entraîner un repli de la paire EUR/USD ces prochains mois. De plus, le positionnement long en EUR semble avoir fait son temps et risque de se retourner.

#### Royaume-Uni

- La GBP a pu poursuivre sur sa lancée face à l'USD en juillet, gagnant 1,65%, alors que la performance est neutre face à l'EUR.
- Suite au repli surprise de l'inflation britannique en juin, les attentes du marché, à un pic, quant aux relèvements côté Banque d'Angleterre ont diminué. La tension persistant, nous restons négatifs sur la paire GBP/USD ces prochains mois.

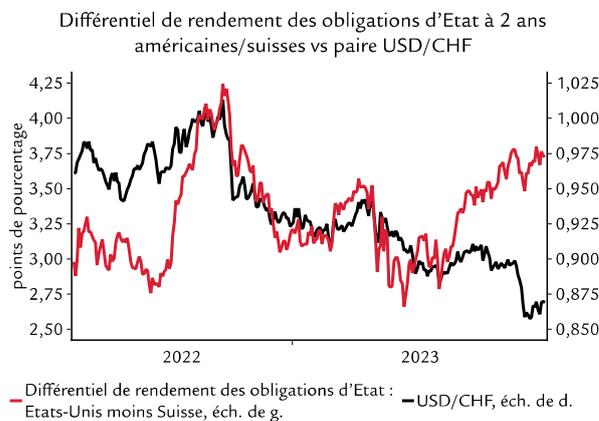
#### Suisse

- Solide performance du CHF en juillet ; il s'apprécie face à toutes les grandes devises, hormis la couronne norvégienne. La paire USD/CHF a même atteint un nouveau point bas à 0,8577 en cours de mois.
- A l'instar de notre prévision à trois mois, nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF pour août. La BNS reste offensive, augmentant la probabilité d'un autre relèvement en septembre. Mais avec la vigueur du CHF en juillet, le potentiel de hausse semble limité considérant la juste valeur.

#### Japon

- La vive hausse de la paire USD/JPY en juin s'est inversée lors de la première quinzaine de juillet. Elle cède -2,8% sur le mois.
- Nous avons relevé notre perspective de long terme de neutre à haussière, tout en maintenant notre vision neutre à trois mois.

### Un mois de juillet agité pour l'USD



Source : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Pondéré des échanges et face à toutes les grandes devises, l'USD a nettement reculé en juillet, principalement en raison d'une inflation américaine plus faible qu'attendue. Cette surprise a renforcé la conviction du marché voulant que le relèvement de juillet soit le dernier du cycle, et alimenté les attentes d'un cycle d'assouplissement plus marqué en 2024. Les prévisions actuelles tablent sur des baisses de taux d'environ 100 pb au total. Ce repli a également entraîné une baisse passagère du différentiel de rendement des obligations d'Etat à 2 ans américaines et suisses, assimilable à une convergence de carry. Ainsi, le CHF s'est nettement apprécié face à l'USD, et la paire USD/CHF a signé un nouveau point bas. L'essentiel de la future dynamique de l'USD dépendra des chiffres d'inflation entre aujourd'hui et la prochaine réunion de la Fed en septembre. Si le repli de l'inflation américaine se confirme, la Fed pourrait cesser le resserrement en septembre et changer son fusil d'épaule, avec une prospective plus favorable en 2024. Toutefois, le risque de propagation prématurée de ce message positif est élevé, sans compter que les données d'activité ne cessent de surprendre en bien. Alors que les embauches ont été moins nombreuses qu'attendu en juin, le marché du travail reste solide. La confiance des ménages s'est améliorée plus que prévu en juillet. Concernant la paire EUR/USD, la dynamique économique relative reste en faveur du billet vert. A l'inverse des données économiques américaines, celles de la zone euro déçoivent. Le faible regain de croissance en Chine est une difficulté supplémentaire pour l'UEM. Nous sommes donc négatifs sur la paire EUR/USD à court et moyen terme.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.