

Novembre / décembre 2023

Taux d'intérêt et obligations

Désinversion de la courbe des taux

Etats-Unis

- La surabondance continue de bons du Trésor a fait gagner 33 points de base (pb) de plus aux T-Bonds à 10 ans, pénalisant les écarts de crédit d'entreprise qui ont augmenté de 8 pb.
- La Fed a laissé ses taux directeurs inchangés, mais réitéré sa perspective de « taux plus élevés, plus longtemps », l'économie américaine demeurant résistante et la pression inflationniste, élevée.

Zone euro

- Les écarts de crédit ont augmenté de 7 pb dans l'UEM, sous l'influence de données économiques en perte de vitesse et des chiffres de l'inflation, suggérant un net ralentissement conjoncturel. En conséquence, les rendements des Bunds à 10 ans ont cédé 3 pb.
- La BCE n'a pas touché à ses taux directeurs. Considérant les défis économiques actuels, dont une croissance atone et un climat géopolitique tendu, en plus d'une inflation en repli rapide, nous estimons que le cycle de hausse des taux est terminé.

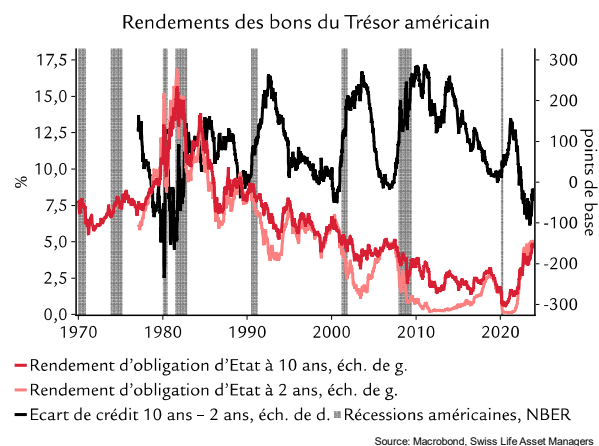
Royaume-Uni

- Les gilts à 10 ans ont progressé de 7 pb, en écho aux Etats-Unis, sur fond d'inflation obstinément élevée.
- Le consensus du marché ne prévoit pas de nouvelle hausse des taux directeurs considérant la fragilité de la conjoncture.

Suisse

- Stabilité des obligations de la Confédération en octobre, la vigueur du franc atténuant efficacement l'essentiel des pressions inflationnistes externes.
- Les principaux indicateurs économiques signalent toutefois un ralentissement. Avec l'inflation sous les 2%, ce scénario pourrait amener la BNS à envisager des baisses de taux courant 2024.

Le régime « bear steepening » n'exclut pas la récession



Un écart négatif entre les bons du Trésor à 10 et à 2 ans est généralement perçu comme avant-coureur d'une récession. La courbe des taux est inversée depuis 484 jours, alors que l'économie américaine reste remarquablement robuste. En rythme annualisé, la croissance du PIB au T3 est de 4,9%, et le marché du travail reste tendu. A noter toutefois que les récessions débute généralement par un raidissement de la courbe, précédé d'une inversion. Après avoir atteint -108 pb en juin, la courbe s'est raidie de 90 pb. Faut-il y voir une récession imminente ? Nous sommes partagés. Lors des cycles précédents, le raidissement induisant une récession résultait d'une baisse plus rapide à l'extrémité courte par rapport à la longue, fruit des baisses de taux directeurs. Dans le régime actuel de *bear steepening*, l'extrémité longue augmente plus vite que la courte, signe d'une réévaluation des prévisions de croissance et d'inflation. Bien qu'il diverge des modèles observés lors des dernières récessions, ce régime pourrait induire une récession, comme dans les années 1970 avec leur forte inflation. Selon nous, le durcissement des conditions financières causé par ce régime va faire baisser les prix des actifs risqués et relever le risque d'un cycle de défaut sur les crédits. Nous maintenons une position courte sur le risque de crédit et longue en durée, surtout en zone euro, où la contraction est plus rapide et l'inflation en repli.

Actions

Nette correction en octobre

Etats-Unis

- Le marché américain a perdu 2,3% le mois dernier, sa performance depuis janvier est de +10,5%.
- Les premiers résultats trimestriels ont été mitigés. La croissance des bénéfices affiche 2,7% par rapport au T3 2022. Les entreprises aux résultats inférieurs aux attentes reculent fortement, celles qui ont fait mieux que les estimations voient leur cours bondir. Mais pour la première fois depuis un moment, cela n'a pas permis de stimuler le marché.
- La valorisation du marché américain reste supérieure aux moyennes historiques. Il est biaisé en faveur des « sept glorieuses », des actions de la tech qui progressent cette année et dont la valorisation reste très élevée malgré des pertes récentes.

Zone euro

- Le marché perd 3,3%, et signe +6,6% depuis janvier.
- Les résultats trimestriels sont pour l'heure décevants.
- D'une perspective à plus long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante.

Royaume-Uni

- Rendement de -3,6% pour le marché britannique sur le mois, la performance depuis janvier est de +1,4%.
- Sa valorisation la plus faible et son rendement du dividende le plus élevé des économies avancées lui profitent toujours. La forte exposition aux sociétés de l'énergie a aidé le marché dans un contexte de prix du pétrole élevés.

Suisse

- Le marché suisse cède 5,1% en octobre, et signe -1,4% depuis janvier.
- La performance des actions pharmaceutiques et de Nestlé reste faible, alors qu'elles pèsent plus de 40% du marché. Dans le marasme actuel, le marché suisse ne démontre pas son caractère défensif habituel. Il est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Nouveau mois médiocre, avec une performance de -3,9% ; le repli depuis début 2023 est de 2,1%, en retrait des autres marchés des actions.
- La Chine a relancé son économie dernièrement, sans incidence visible sur le marché jusqu'ici.

Evénements géopolitiques : impact sur les marchés

Marchés et événements géopolitiques. Rendements des 3 mois subséquents

Evénement	Date	S&P 500	Bon du Trésor	Pétrole brut	Or
Invasion du Koweït	août 1990	-10%	1%	38%	-1%
1 ^{re} Guerre du Golfe	janv. 1991	20%	2%	-24%	-8%
11-Septembre	sept. 2001	4%	0%	-30%	2%
2 ^e Guerre du Golfe	mars 2003	12%	7%	2%	6%
Guerre du Liban	juin 2006	7%	3%	-10%	-6%
Annexion de la Crimée	mars 2014	5%	3%	6%	-2%
Attentats du 13-Nov., Paris	nov. 2015	-5%	5%	-21%	10%
Invasion de l'Ukraine	fév. 2022	-4%	-8%	24%	-5%
Median		5%	3%	-4%	-2%

Source: Goldman Sachs, Swiss Life Asset Managers

Les guerres en Ukraine et au Proche-Orient ont fait bondir les risques géopolitiques. Une situation qui amène à s'interroger sur la réponse des marchés en pareil cas. Durablement négative, ou plutôt contenue ? Au risque de surprendre, c'est la seconde option qui s'impose, l'incidence de ces développements sur l'économie mondiale et les marchés des capitaux étant souvent limitée. Le tableau ci-dessus indique les rendements des différentes classes d'actifs des trois mois suivant l'éclatement d'une crise géopolitique.

Dans l'ensemble, les actions se distinguent par une hausse, avec la Guerre du Golfe en point d'orgue, où le marché a gagné 20% sur la période considérée. Seule l'invasion du Koweït a entraîné une perte à deux chiffres. En moyenne, les T-Bonds progressent également ; leur rendement n'étant négatif que dans un cas, à savoir la guerre en Ukraine. Toutefois, cela réside davantage dans la hausse de l'inflation et des taux directeurs que dans la demande en valeurs refuges. Le rendement du pétrole brut juste après les crises est de loin le plus volatil. La valeur médiane est en réalité négative, mais il y a aussi de nettes valeurs positives. Lorsqu'une guerre au Proche-Orient sème le trouble, le rendement atteint deux chiffres (il faut considérer la première Guerre du Golfe avec l'invasion du Koweït). L'évolution de l'or est quelque peu surprenante, car il est considéré comme une valeur refuge en pareil contexte. Certes, il affiche une hausse dans la plupart des cas, mais l'ampleur est limitée.

En résumé, guerres et autres troubles géopolitiques ont un effet étonnamment limité sur les marchés financiers et, la plupart du temps, les actifs risqués signent des résultats positifs.

Devises

Guerre au Proche-Orient : impact limité sur le CHF

Etats-Unis

- Nouveau mois solide pour l'USD, avec des données économiques très solides et des rendements des bons du Trésor élevés. Le billet vert gagne 1%, pondéré des échanges.
- Nous maintenons notre avis positif sur l'USD pour novembre. L'avantage du taux d'intérêt (« carry ») américain devrait rester important, favorisant l'USD. Même si nous la voyons ralentir au T4 2023, l'économie américaine surperformerait ses homologues développées.

Zone euro

- L'EUR a surpris en s'appréciant sur une base pondérée des échanges. La paire EUR/USD finit le mois inchangée. Le repli de l'EUR face au CHF a été compensé par une appréciation face à la GBP, et un bond face à la SEK et la NOK.
- Nous réitérons notre avis négatif sur la paire EUR/USD, ainsi que la stabilité des paires EUR/GBP et EUR/CHF.

Royaume-Uni

- Après un très faible mois de septembre, fruit de l'inaction de la Banque d'Angleterre, octobre a été plus calme, la GBP cédant légèrement face à l'EUR et à l'USD.
- Dans la logique de notre prévision d'un USD solide, nous attendons une baisse de la paire GBP/USD jusqu'à la fin de l'année.

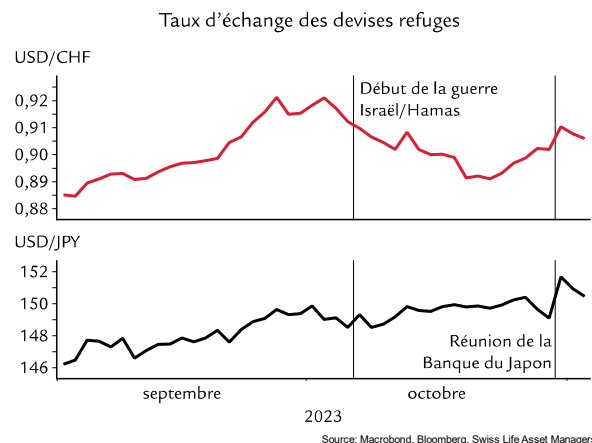
Suisse

- En octobre, le CHF a gagné 0,7% pondéré des échanges, profitant de son statut de valeur refuge sur fond de troubles géopolitiques.
- Au niveau actuel, le potentiel d'appréciation est limité, et nous réitérons notre avis neutre sur la paire EUR/CHF et positif sur la paire USD/CHF.

Japon

- La vente massive du JPY s'est poursuivie en octobre, favorisée par l'approche très prudente de la normalisation monétaire de la Banque du Japon.
- Cependant, cette dernière n'aura sûrement d'autre choix que poursuivre sur ce chemin. Le JPY étant fortement sous-évalué, la paire USD/JPY devrait encore baisser d'ici fin 2023.

Le yen tributaire de sa gardienne, et non de la géopolitique



Un nouveau choc géopolitique a secoué les marchés le 7 octobre, avec l'attaque du Hamas sur Israël. Toutefois, l'incidence sur les marchés financiers a été de courte durée. Jusqu'à mi-octobre, les prix du pétrole ont augmenté et le CHF, valeur refuge, s'est apprécié (voir graphique). En seconde quinzaine, ces deux mouvements se sont inversés, alors que la situation au Proche-Orient demeurerait explosive. Le JPY, autre valeur refuge classique, a même cédé un peu plus de terrain à l'USD en octobre. La réunion de la Banque du Japon du 31 octobre a été un facteur de performance plus important que la géopolitique. La timide tentative de normalisation monétaire a déçu les investisseurs et induit une vente massive du yen.

Concernant le Proche-Orient, nous avons établi trois scénarios : (1) Le conflit reste confiné à Israël et aux territoires palestiniens, sans effet notable sur l'économie mondiale et les marchés financiers. (2) Les pays voisins comme le Liban et la Syrie sont aspirés dans le conflit, dans une guerre par procuration entre Israël et l'Iran. C'est ce qui se profile déjà, et ce scénario induirait une prime de risque intégrée aux prix de l'énergie et au CHF comme devise refuge. (3) Le scénario du pire : une escalade vers une confrontation directe entre Israël et l'Iran, avec à la clé une forte hausse des prix de l'énergie et du franc, ainsi qu'une incidence négative sur l'économie mondiale et les actifs risqués. Nous tenons ce dernier scénario comme plutôt peu probable.

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 Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.