

Février 2024

Taux d'intérêt et obligations

Différents problèmes, une même solution

Etats-Unis

- Le rendement des bons du Trésor à 10 ans signe +15 points de base (pb) en janvier, alors que les écarts de crédit d'entreprises se sont encore resserrés (-4 pb). Ces niveaux d'écarts sont inédits depuis que la Fed a entamé son cycle de relèvement.
- Les acteurs du marché prévoient la première baisse de taux d'ici mai, avec un ajustement dès mars probable à 50% (toutes les données de cette page datent du 30 janvier).

Zone euro

- Si les écarts de crédit dans l'UEM restent plus élevés qu'outre-Atlantique, ils refont progressivement leur retard : -9 pb en janvier, alors que le rendement des Bunds à 10 ans signe +18 pb.
- La BCE maintient ses taux inchangés, mais entrouvre la porte à des baisses cet été. Le marché anticipe une potentielle baisse dès le mois d'avril.

Royaume-Uni

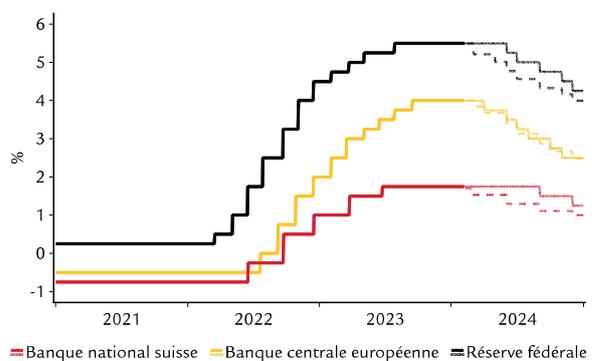
- Le rendement des gilts à 10 ans a bondi de 34 pb en janvier, et les écarts de crédit se sont resserrés de 7 pb, au niveau le plus bas en deux ans.
- Le PMI composite est revenu en territoire positif, et avec la réaccélération surprise de l'inflation à 4%, la pression monte sur la Banque d'Angleterre pour qu'elle reporte son cycle de baisse. La prévision de première baisse en juin est donc compromise.

Suisse

- Comportement différent des marchés helvètes : les rendements des emprunts à 10 ans stagnent à un faible 0,8% et les écarts de crédit d'entreprises s'inscrivent à tout juste 83 pb.
- Le taux d'inflation est resté dans la fourchette cible de la BNS de 0% à 2% depuis juin 2023. Combinés à de faibles PMI et à un franc fort, ces facteurs pourraient amener la BNS à envisager une première baisse de taux plus tôt que celle que nous prévoyons en septembre.

Prévisions de trajectoires des banques centrales

Taux directeurs, y compris prévisions de Swiss Life Asset Managers (lignes étroites) et attentes du marché (lignes pointillées)



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : janvier 2024

L'inflation baisse encore sur les marchés développés et même si elle reste supérieure aux 2% dans de nombreuses économies, les banques centrales s'apprentent à baisser les taux. Etonnamment, les marchés prévoient un mouvement plutôt synchrone, anticipant des baisses d'environ 100 pb aux Etats-Unis, en zone euro et au Royaume-Uni en 2024. La BNS est un cas particulier : les marchés attendent 50 pb de baisse en 2024, depuis un niveau relativement bas toutefois. Cette anticipation semble quelque peu incohérente, eu égard aux dynamiques économiques variées des différentes régions. Le PIB affiche une très faible croissance en zone euro, au Royaume-Uni et en Suisse, tandis que l'inflation a nettement décliné ces derniers mois. En Suisse notamment, elle est dans la fourchette cible depuis juin 2023. A l'inverse, l'économie américaine est restée solide au 2^e semestre 2023 et l'inflation tenace, supérieure à 3% en glissement annuel ces sept derniers mois. Les coûts du fret et les prix du pétrole, exacerbés par les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, ainsi que la récente détente côté financement, pourraient raviver l'inflation, semant le doute sur les baisses de taux attendues. Dans ce contexte, nous adoptons une position neutre, mais préférons les taux européens à leurs homologues américains. De plus, le risque de crédit européen semble plus intéressant, avec des écarts qui restent assez importants par rapport aux américains.

Actions

Un début d'année étonnamment bon

Etats-Unis

- Le marché américain signe +1,5% en janvier. Les titres des *Magnificent 7* (+1,8%) sont à nouveau l'élément clé de cette performance. Avec l'appréciation de l'USD, la performance en CHF a été bien supérieure (+4,0%).
- La saison des résultats commence à peine. Le pourcentage de sociétés de S&P 500 livrant de bonnes surprises est inférieur à la moyenne. Les bénéfices agrégés publiés par les entreprises sont en deçà des attentes.
- La valorisation du marché américain reste bien supérieure aux moyennes historiques, et bien plus élevée que celle des autres marchés.

Zone euro

- Ce marché signe +2,2% en janvier 2024.
- La saison des résultats commence à peine. SAP, la plus grande entreprise technologique d'Europe, a publié de bons résultats et annoncé une réorganisation.
- D'une perspective à plus long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante. Selon la métrique utilisée, la valorisation relativement au marché américain est au plus bas.

Royaume-Uni

- Hormis les marchés émergents, le marché britannique est le seul à afficher un recul jusqu'ici cette année (-1,2%).
- Sa valorisation la plus faible et son rendement du dividende le plus élevé des économies avancées (4,1%) lui profitent toujours. Mais nous pensons qu'il constitue actuellement un « piège de la valeur »

Suisse

- Début d'année positif avec une performance de 1,6%.
- Roche excepté, les poids lourds démarrent bien l'année et Lonza a progressé de plus de 20%.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain (voir graphique).

Marchés émergents

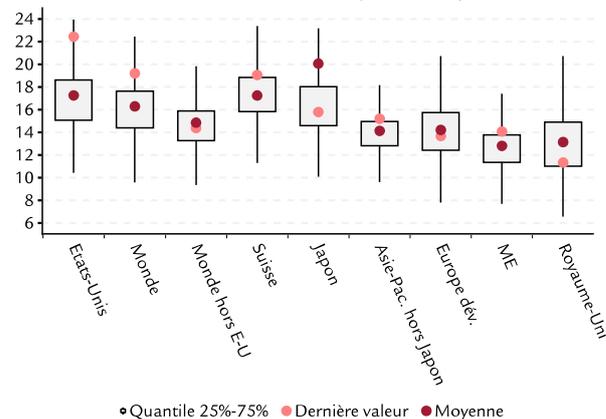
- En signant -4,6% en janvier, les marchés émergents sous-performent encore.
- Comme l'an dernier, l'entrave vient du marché chinois des actions, en repli de 10,6% en USD. Le marché ne semble toujours pas croire aux efforts du pouvoir central pour dynamiser l'économie.

Marché suisse des actions : rétrospective et perspectives

Les titres des grandes capitalisations suisses ont gagné seulement 3,8% en 2023, contre 13% pour les actions mondiales exprimées en CHF. Les petites capitalisations suisses sont alignées sur les grandes, leurs homologues mondiales signant un rendement total de 5%. Des facteurs liés aux entreprises et l'allocation sectorielle unique expliquent la nette sous-performance du marché suisse (des grandes capitalisations) en 2023. Au plan des entreprises, les deux poids lourds (30% de l'indice), à savoir Roche et Nestlé, ont reculé de 13% et de 6% respectivement. Les 70% restants de l'indice auraient dû signer +23% pour suivre le rythme des actions mondiales : un tour de force vu la très faible exposition du marché aux meilleurs élèves, à savoir les secteurs de l'IT et des services de communication. Au plan mondial en 2023, ces derniers ont livré un rendement de 40% à 45% exprimé en CHF, mais ne pèsent que 2% du SPI. Peu en vue, la santé et les biens de consommation de base (poids combiné d'environ 50% de l'indice en Suisse) ont cédé environ 5% l'an dernier au niveau mondial.

Notre prévision pour le marché suisse (petites et grandes capitalisations) est positive pour 2024. Les rendements totaux des actions des marchés développés devraient tutoyer 5%. Avec un 1^{er} semestre plutôt faible, les titres défensifs au rendement du dividende correct pourraient briller. De plus, la prime relative de valorisation du marché suisse est raisonnable. Dans son historique propre, elle se situe à l'extrémité supérieure de la fourchette neutre. Nous recommandons d'investir dans les indices SPI et SPI Extra pour exploiter pleinement le potentiel du marché suisse et améliorer la diversification sectorielle.

Valorisation des actions mondiales (ratio P/E), 2004-2024



• Quantile 25%-75% • Dernière valeur • Moyenne

Sources : Swiss Life Asset Managers, Macrobond, Bloomberg. Dernier point de données disponible : 29.12.2023

Devises

Patience de la Fed et données positives portent l'USD

Etats-Unis

- Bon début d'année pour l'USD, s'appréciant face à la plupart des devises des marchés développés et émergents.
- Nous renouvelons notre avis positif sur le billet vert (voir texte principal à droite). La réunion de janvier de la Fed, où Jerome Powell a écarté l'idée d'une première baisse de taux en mars, renforce notre prévision où elle interviendrait en été comme scénario plus probable. Selon nous, ce message élimine une part des risques de baisse de l'USD à court terme.

Zone euro

- L'EUR cède 2% à l'USD en janvier, mais s'apprécie à la marge face au CHF, et plus fermement face à la NOK et à la SEK.
- Croissance atone, baisse de l'inflation et donc besoin d'assouplissement monétaire augurent d'un EUR faible en 2024.

Royaume-Uni

- Les données économiques meilleures que prévu et un rebond surprise de l'inflation ont fait gagner 1,7% à la GBP face à l'EUR, alors qu'elle est restée globalement stable face à l'USD.
- La paire GBP/USD devrait toutefois reculer un peu en février, concordant avec notre prévision d'un USD généralement fort.

Suisse

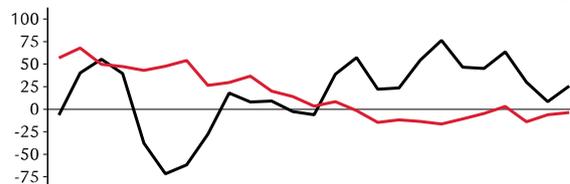
- La trajectoire d'appréciation du CHF a cessé en janvier ; pondéré des échanges, il cède 0,7% sur le mois. Dans un interview, le président de la BNS, Thomas Jordan, a indiqué que la force du franc préoccupait son institution, ce qui a pu contribuer à la dépréciation du CHF.
- Nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF et positifs sur la paire USD/CHF en février.

Japon

- Le JPY cède 4% à l'USD en janvier, la Banque du Japon restant attentiste et les données d'inflation de la région de Tokyo surprenant fortement à la baisse.
- La normalisation de la politique monétaire ne suffira pas à rendre le JPY attractif en 2024, en raison de son carry très désavantageux.

Economie américaine et billet vert dominant janvier 2024

Etats-Unis : indice Citi de surprise économique (noir) et inflationniste (rouge)



Indice USD (DXY) : variation mensuelle en %



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données disponible : 02/2024

L'USD a terminé 2023 en mode mineur. Le net repli des rendements des bons du Trésor et le revirement accommodant de la Fed en décembre ont pesé sur le billet vert. Les données économiques américaines ont encore livré de bonnes surprises, mais moins qu'au 3^e trimestre (voir graphique). Or, concordant avec nos prévisions, l'USD a signé son retour en janvier, l'indice DXY (l'USD face à un panier de six devises de marchés développés) gagnant 1,9% sur le mois. Pour une fois, les attentes de politique monétaire n'ont pas été le facteur clé. Certes, les prévisions trop optimistes du marché concernant les baisses de taux directeur ont été quelque peu abaissées. Mais cela a aussi été le cas pour d'autres banques centrales, pour qui les prévisions étaient un peu trop excessives en début d'année. Trois facteurs ont probablement joué en faveur du billet vert en janvier. Le premier est technique : fin 2023, la position spéculative était très courte en USD et longue en EUR. Une part de ces positions ayant été réduite en janvier, l'USD en a profité pour rebondir après deux mois moroses. Ensuite, les données économiques, notamment la première estimation de croissance du PIB au T4 2023, ont encore livré une bonne surprise. L'indice Citi des surprises économiques a ainsi rebondi, et l'idée d'une économie américaine plus solide qu'ailleurs début 2024 s'est renforcée. Enfin, et ce point est capital, le différentiel de taux d'intérêt, ou avantage de carry, a favorisé un USD fort. Ces deux derniers facteurs vont sûrement perdurer à court terme ; nous réitérons donc notre avis positif sur le billet vert.

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.