

Avril 2024

Taux d'intérêt et obligations

Début du cycle d'assouplissement

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Taux des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Mars 2024*	Year-to-date*	Actuel	Mars 2024*	Year-to-date*
US	4.2%	-6 pb	31 pb	90 pb	-6 pb	-9 pb
Zone euro	2.3%	-12 pb	27 pb	114 pb	-7 pb	-24 pb
UK	3.9%	-19 pb	40 pb	118 pb	-7 pb	-21 pb
CH	0.6%	-13 pb	-3 pb	79 pb	2 pb	-3 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne. * Variation au 27 mars.
Source : Bloomberg

Etats-Unis

- La courbe des taux 10 ans–2 ans reste inversée à -35 pb en mars. Les écarts de crédit se sont resserrés, malgré des volumes d'émission relativement élevés.
- Fidèle à son annonce de trois baisses en 2024, la Fed a laissé ses taux inchangés, et ce alors qu'elle a relevé ses prévisions de croissance et d'inflation – cette dernière devrait rester supérieure à 2%.

Zone euro

- La courbe allemande des taux 10 ans–2 ans accentue son inversion, à -52 pb, prolongeant sa trajectoire sur plus de 500 jours.
- La BCE n'a pas touché aux taux directeurs, en laissant entrevoir une baisse en juin. Le marché en attend trois autres jusqu'à la fin 2024.

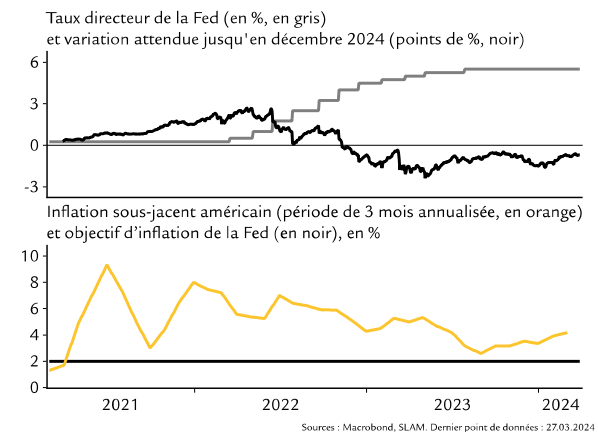
Royaume-Uni

- Une première baisse de taux de la Banque d'Angleterre est attendue en juin, vu le repli de l'inflation et la communication rassurante. L'incertitude reste cependant grande. L'inflation se situe à 3,4% et les indices des directeurs d'achat dans la zone d'expansion indiquent une dynamique qui s'améliore.

Suisse

- La courbe des taux suisses 10 ans–2 ans reste inversée, à -20 pb.
- La BNS a surpris en abaissant ses taux, partant de l'hypothèse que la faible pression inflationniste se maintiendra, entraînant une dépréciation du CHF face aux grandes devises.

Le marché prévoit des baisses de taux malgré l'inflation



L'« inflation transitoire » fut le principal argument avancé par les grandes banques centrales pour justifier le début tardif du cycle de hausse, malgré l'inflation la plus rapide observée depuis des décennies. Deux ans plus tard, elles semblent excessivement enclines à baisser les taux, même si l'objectif d'inflation de 2% n'est pas atteint. Actuellement et sur une base de trois mois annualisée, l'inflation sous-jacente s'inscrit à 4,2%, en hausse depuis l'été 2023 sans jamais atteindre 2%. Avec un chômage aux Etats-Unis à un niveau historiquement bas, les salaires en hausse à un rythme constant de 5% et une croissance du PIB attendue au-delà de son potentiel, même les prévisions de la Fed écartent la réalisation de l'objectif à moyen terme. Néanmoins, le marché anticipe trois baisses de taux cette année. Les actions et titres spéculatifs comme les cryptomonnaies ont bondi, et le recul des taux à long terme a nettement assoupli les conditions de financement. Mais si l'inflation persiste, les taux à long terme pourraient avoir des ennuis. Pour l'heure, la disposition des banques centrales à assouplir le cadre financier profite aux actifs risqués, mais nous recommandons la prudence face aux valorisations actuellement élevées. Notre position sur les obligations d'Etat est à durée longue, mais une position qui mise sur une courbe des taux plus raide a tout à fait du potentiel, vu la montée du risque à l'extrémité longue si la pression inflationniste persiste.

Actions

Marchés solides en mars

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Mars 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	3,0%	10,2%
Zone euro	4,4%	10,2%
Royaume-Uni	4,3%	3,8%
Suisse	3,3%	5,4%
Marchés émergents	1,8%	1,7%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 27 mars. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Une fois encore, les Magnificent 7 ont alimenté la performance positive en mars (+17,8% depuis janvier).
- Le ton rassurant de la Fed lors de sa dernière réunion a conforté la prévision du marché de trois à quatre baisses cette année.
- La valorisation du marché américain reste largement supérieure aux moyennes historiques, et à ses homologues. Les indicateurs techniques sont tendus, mais pas au point d'inversion.

Zone euro

- Zéro : c'est la croissance des bénéfices cette année. Cela signifie que la hausse du marché depuis janvier est uniquement le fait des valorisations plus élevées.
- La valorisation du marché européen est désormais plus ou moins neutre.

Royaume-Uni

- Bien que surperformant ses semblables développés en mars, le marché britannique reste peu performant.
- Sa valorisation la plus faible et son rendement du dividende le plus élevé (3,9%) parmi les économies avancées lui profitent toujours.

Suisse

- Mesuré en CHF, le marché suisse a nettement sous-performé ses homologues de l'UEM et des Etats-Unis, le CHF cédant du terrain à l'EUR et à l'USD.
- C'est le marché le plus cher derrière l'américain.

Marchés émergents

- La performance relativement faible des actions dans les pays émergents est générale.
- Le marché indien signe un gain de seulement 4,9% depuis janvier en monnaie locale, alors que le marché chinois baisse de 1,8% mesuré en HKD.

Que se passe-t-il au Japon ?

Voilà quelques semaines, le marché nippon des actions a battu un record vieux de 34 ans ! En 2023 et jusqu'ici en 2024, il surperforme tous les grands marchés mesurés en devise locale. D'où la question : s'agit-il d'un simple rallye de court terme, ou des mutations structurelles sont-elles à l'œuvre, avec le potentiel d'améliorer la performance à moyen et long terme ?

Actions : rendements totaux et rentabilité

	En devise locale			En CHF			RCP
	2023	Year-to-date*	10 ans	2023	Year-to-date*	10 ans	
JP	29%	20%	168%	9%	19%	83%	9%
US	26%	10%	210%	15%	18%	212%	18%
Zone euro	19%	9%	91%	12%	15%	50%	11%
CH	5%	5%	65%	5%	5%	65%	23%

RCP = Rendement des capitaux propres. * Variation au 27 mars.

Sources : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Plusieurs facteurs récents expliquent cette superbe performance. Primo, la faiblesse du yen a doublé profité aux exportateurs nippons : leurs produits sont devenus plus compétitifs et les ventes mondiales exprimées en yen ont gagné en valeur. Secundo, les taux faibles et négatifs persistants ont conféré un avantage relatif à l'archipel. A l'inverse de ses semblables, la Banque du Japon n'a pas augmenté les taux jusqu'à sa dernière réunion en mars. Tertio, l'opérateur de la bourse de Tokyo a déployé plusieurs réformes structurelles visant à améliorer la gouvernance d'entreprise et à privilégier la rentabilité. Il est intéressant de noter que près de 50% des actions japonaises s'échangent en deçà de leur valeur comptable. Quarto, quelques signes indiquent que la Chine découvre le Japon comme un terrain d'investissements spéculatifs. A court terme, la dynamique du marché nippon pourrait se maintenir. Les valorisations évoluent à leur juste valeur, le yen reste faible et les effets positifs des réformes structurelles sur la rentabilité des entreprises japonaises pourraient durer. Mais des risques se profilent à long terme. Le yen est nettement sous-évalué et pourrait s'apprécier à un moment donné. Le rendement des capitaux propres, une mesure de la rentabilité, reste bien inférieur à celui d'autres marchés. De plus, la concurrence chinoise s'intensifie, et les difficultés structurelles de long terme de l'archipel – démographie défavorable, immigration insuffisante et faible potentiel de croissance – persistent. Le Japon doit faire plus pour y répondre.

Devises

Une dépréciation du franc suisse seulement passagère

Aperçu des principales devises

	Mars 2024*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	0,2%	-1,9%	↘
EUR/CHF	2,4%	5,4%	↘
GBP/USD	0,1%	-0,7%	↘
USD/JPY	0,9%	7,3%	↗

* Variation au 27 mars. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Un mois de mars très calme pour l'USD : prévisions de politique monétaire stables, et un USD pondéré des échanges qui finit le mois quasiment inchangé.
- Les marchés financiers sont convaincus d'une première baisse de taux en juin, et avril devrait voir cette prévision s'ancrer fermement. D'autres facteurs comme le carry de l'USD, la perspective d'un second mandat de Donald Trump ou un contexte moins propice au risque pourraient relancer l'appréciation du billet vert.

Zone euro

- Un nouveau mois solide pour l'EUR en mars, la BCE restant attentiste.
- Nous estimons toujours que les marchés sous-estiment le potentiel de baisses de taux pour 2024 : la dynamique économique reste timorée et les progrès côté inflation devraient durer. Nous retenons donc une position négative sur l'EUR face à l'USD et au CHF.

Royaume-Uni

- La perspective de baisses de taux de la Banque d'Angleterre plus tôt que prévu n'a pas ému la livre, mais nous en attendons une baisse en avril, notamment face à l'USD.

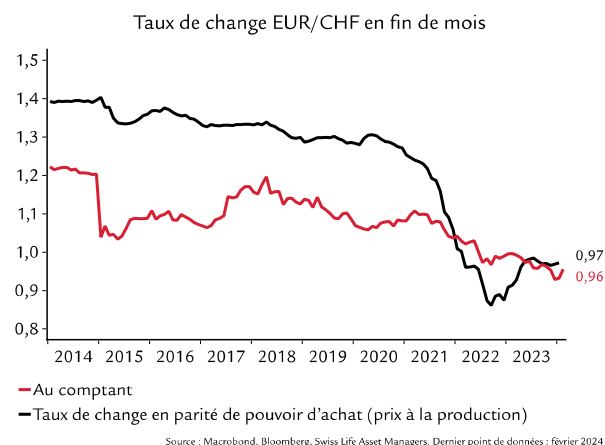
Suisse

- Le CHF compte parmi les mauvais élèves en mars, mais nous prévenons de toute extrapolation de cette faiblesse (voir texte ci-contre).

Japon

- Malgré la première hausse de taux directeur, le JPY est resté faible en mars.
- Les marchés ne prévoient pas de cycle de hausse à proprement parler, mais simplement une sortie de la politique monétaire ultra-expansionniste. Le JPY devrait continuer de pâtir de son net désavantage de carry.

La paire EUR/CHF à sa juste valeur (pour certains)



Le principal événement sur le marché des changes en mars est venu de la baisse de taux directeur de la BNS. Elle a surpris les acteurs du marché et entraîné un nouvel épisode de dépréciation du CHF. Pondérés des échanges et parmi les grandes devises, seuls la lire turque (-7,7% année en cours) et le JPY (-5,7%) ont fait moins bien que le CHF (-5,3%) depuis le début de l'année. Curieusement, la BNS n'a pas justifié sa décision par la seule baisse de l'inflation. Dans son communiqué de presse, elle invoque aussi « l'appréciation du franc en termes réels enregistrée l'année écoulée ». Un argument quelque peu surprenant, une partie de l'appréciation du taux de change réel du CHF ayant été effacée par la dépréciation de février et mars 2024. S'il est vrai que des voix parmi les exportateurs suisses s'alarment du taux de change, le CHF n'est pas surévalué selon certains modèles. A l'aune des prix à la production, Bloomberg estime que le CHF est à sa juste valeur face à l'EUR (voir graphique). La réduction du delta d'inflation et l'appréciation du CHF en 2023 n'ont pas causé de surévaluation, mais simplement corrigé sa sous-évaluation passagère. Ce modèle suggère également que le CHF reste sous-évalué par rapport à l'USD. Dans tous les cas, nous déconseillons d'extrapoler la faiblesse actuelle de la devise helvète. Si la BNS a agi tôt, nous ne pensons pas qu'elle procède à plus de baisses que prévu. Nous estimons qu'un taux de 1,25%, taux final de ce cycle d'assouplissement, sera atteint en fin d'année. La BNS devrait également tolérer une certaine appréciation du CHF après la récente vente massive.

Allocation d'actifs

Net rallye des actions après un départ timide

Synthèse

- Après un début de mois timoré, les marchés des actions ont gagné en dynamisme en seconde quinzaine. Toutefois, ils ont connu un regain de volatilité dans le sillage de la réunion de la Fed, mais ont fini le mois sur une note solide. Un bon mois pour les marchés du crédit également, quoique plus modeste. Les emprunts d'Etat ont quant à eux livré des rendements tout juste positifs.
- Le ton plutôt rassurant de la Fed, suggérant un potentiel infléchissement de sa politique monétaire ces prochains mois malgré la robustesse des données économiques, n'a que peu ému le marché.
- La BNS a créé la surprise avec une baisse anticipée de son taux directeur. Le moment choisi s'explique sûrement par des réunions moins fréquentes de son conseil et par sa volonté de limiter le risque qu'une baisse des taux américains et de l'UEM alimente une forte appréciation du franc suisse. La baisse a profité au marché obligataire en CHF, qui signe une bonne performance. Le marché des actions s'est montré plus réservé, même si le rendement a été relativement solide en mars. Cependant, du fait de la forte dépréciation de la devise helvète après la baisse de taux, le marché s'est avéré l'un des plus faibles une fois les rendements convertis en francs suisses.

Allocation d'actifs : avis actuels

Classe d'actifs	Pondération active
Obligations d'Etat mondiales	surpondération
Obligations d'entreprises globales IG*	sous-pondération
Obligations des marchés émergents	neutre
Actions mondiales	neutre

* IG = investment grade. Source : Swiss Life Asset Managers

- Les solides rendements des actions, où prédominent toujours un petit groupe de secteurs et sociétés, poussent les marchés un peu plus loin de leurs fondamentaux, les rendant encore plus chers. La dynamique demeure très forte, malgré quelques signes de faiblesse.
- Si les rendements obligataires ont légèrement reculé, leur niveau est attractif, alors que les écarts de crédit, surtout en USD, sont historiquement bas.
- Nous demeurons (nerveusement) neutres sur les actions et sous-pondérons les obligations d'entreprise au profit de la dette souveraine.

Pourquoi cette sous-pondération du crédit ?

En un mot, les emprunts d'entreprise ne sont pas intéressants. Nous pensons que les actions sont surévaluées, alors pourquoi sous-pondérer uniquement le crédit ? La principale raison est que les emprunts ont un potentiel d'appréciation restreint, à l'inverse des actions. Si les investisseurs décident d'ignorer totalement les risques et que les taux d'intérêt restent constants, le gain d'une obligation d'entreprise serait limité par l'ampleur de la baisse du supplément de rendement (spread) versé pour indemniser l'investisseur du risque de défaut.

Ces spreads – ou écarts – sont à un niveau historiquement bas. Le potentiel d'appréciation de ces titres est donc faible, même si le marché reste d'humeur positive, voire gagne en optimisme. A l'inverse, en théorie, les actions peuvent s'apprécier indéfiniment. Ceci dit, leurs cours dévièrent de plus en plus de leur valeur fondamentale, s'exposant davantage à la correction. Le tableau ci-dessous décrit les probables réactions des obligations d'entreprise et des marchés des actions selon différents scénarios de sentiment du marché.

Scénario de sentiment du marché	Obligations d'entreprise	Marchés des actions
Très positif	Léger potentiel de hausse	Fort potentiel de hausse
Neutre	Rendement stable	Rendement légèrement positif, volatilité
Très négatif	Fort potentiel de baisse	Fort potentiel négatif

Source : Swiss Life Asset Managers

Si nos hypothèses se révèlent incorrectes et que l'optimisme des marchés financiers est justifié, le coût en termes de rendement de la sous-pondération des actions sera nettement supérieur à celui de la même position sur la dette d'entreprise. A l'inverse, si nous avons vu juste et que le marché finit par s'ajuster, sous-pondérer les obligations protégera moins le portefeuille que faire de même pour les actions. Toutefois, même en pareil scénario, nous pourrions réduire la part des actions, quoiqu'avec un certain décalage. Les risques sont donc asymétriques et penchent en faveur des actions, malgré le contexte fondamental défavorable. Mais ne nous faisons pas d'illusions : si les marchés financiers venaient à connaître une forte correction, la stratégie actuelle fournirait dans un premier temps une protection limitée contre la baisse.

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



José Antonio Blanco
CIO Third Party Asset Management
Head Multi Asset
joseantonio.blanco@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.