

Mai 2024

Taux d'intérêt et obligations

L'inflation remet en cause les baisses de taux

Rendements obligataires et écarts investment grade

| | Taux des obligations d'Etat à 10 ans | | | Ecart de crédit investment grade | | |
|-----------|--------------------------------------|-------------|---------------|----------------------------------|-------------|---------------|
| | Actuel | Avril 2024* | Year-to-date* | Actuel | Avril 2024* | Year-to-date* |
| US | 4,6% | 44 pb | 76 pb | 90 pb | 0 pb | -9 pb |
| Zone euro | 2,6% | 29 pb | 57 pb | 112 pb | -2 pb | -26 pb |
| UK | 4,3% | 40 pb | 80 pb | 121 pb | 2 pb | -18 pb |
| CH | 0,7% | 12 pb | 9 pb | 78 pb | -1 pb | -5 pb |

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne. * Variation au 24 avril.
Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Inflation et chiffres d'activité en hausse surprise ont dopé les rendements des T-Bonds. Stabilité des écarts de crédit : espoir que la croissance nominale plus forte booste les bénéfices.
- La Réserve fédérale est revenue sur certains de ses commentaires antérieurs qui laissaient présager une politique monétaire plus expansionniste.

Zone euro

- Situation similaire en Europe (rendements obligataires d'Etat élevés et écarts stables), malgré la vente d'actions en raison des tensions géopolitiques au Moyen-Orient.
- Première baisse de taux de la BCE attendue en juin, vu la croissance morose et l'inflation en baisse.

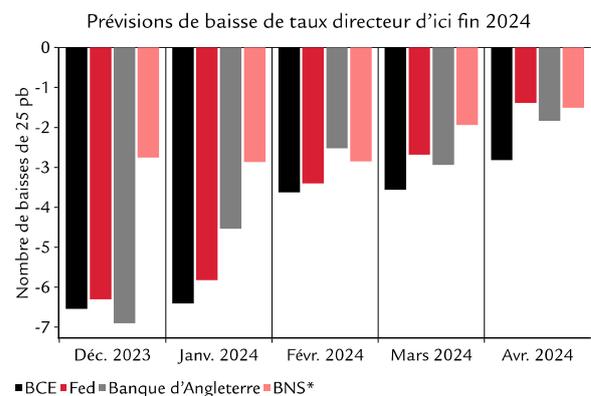
Royaume-Uni

- L'indice PMI des services et l'inflation, plus élevés que prévu, ont fait bondir les rendements obligataires d'Etat, les marchés réduisant à deux le nombre de baisses de taux directeurs prévues.
- Les écarts de crédit ne se sont creusés qu'à la marge.

Suisse

- Comme leurs pendants mondiaux, les rendements des obligations de la Confédération ont augmenté en avril ; les écarts sont restés inchangés.
- A 1% en mars, l'inflation conforte la décision de baisse de taux de la BNS, et nous en attendons une autre plus tard cette année.

Une baisse de taux d'intérêt malgré la hausse de l'inflation



Malgré une inflation en début d'année bien supérieure aux 2% visés, les investisseurs ont été optimistes et prévu jusqu'à sept baisses de taux par la Fed, la Banque d'Angleterre (BoE) et la BCE. Hausse générale des actifs financiers, en réaction positive aux conditions financières assouplies et aux signes de forte croissance nominale. Mais on ne peut avoir le beurre et l'argent du beurre. En avril, sur fond d'inflation américaine tenace – que nous soulignons le mois dernier – les rendements des T-Bonds à 10 ans ont bondi de 50 pb. Parallèlement, les marchés ont dû absorber un grand volume d'émission pour financer l'important déficit public américain. De nouvelles hausses finiraient par heurter les actifs risqués et la croissance économique. Ce n'est pas l'hypothèse retenue au vu des niveaux actuels. Le Trésor garde des leviers pour ajuster la structure d'émission afin d'alléger la pression sur la dette souveraine. Avec l'élection présidentielle en novembre, il est dans l'intérêt de l'exécutif sortant de préserver la stabilité des marchés et de l'économie. Nous ne recommandons donc pas de nette sous-pondération du risque et restons neutres. Taux d'intérêt élevés, montée de la pression inflationniste et volume d'émission en hausse constituent des risques à nos yeux. Quant à la durée, certains de ces risques sont déjà intégrés aux niveaux actuels.

Actions

Le revers d'avril, premier d'une série ?

Aperçu de la performance des marchés des actions

| | Avril 2024* | Year-to-date* |
|-------------------|-------------|---------------|
| Etats-Unis | -3,5% | 6,4% |
| Zone euro | -1,2% | 8,9% |
| Royaume-Uni | 1,4% | 5,5% |
| Suisse | -2,2% | 3,3% |
| Marchés émergents | -0,7% | 1,7% |

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 24 avril. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Moins de baisses de taux directeurs attendues, hausse de l'inflation, des taux d'intérêt et de l'incertitude géopolitique : le marché cède 3,5% en avril.
- Les premiers résultats trimestriels sont bons, mais pas de taille à impressionner les investisseurs.
- La valorisation du marché américain reste très supérieure aux moyennes historiques, et à celle d'autres marchés.

Zone euro

- En baisse de 1,2%, le marché européen a surperformé l'américain en avril également.
- Sa valorisation est désormais neutre.

Royaume-Uni

- Une fois de plus, le marché britannique a prouvé sa nature défensive par un gain marginal en avril. Il a refait son retard sur le plan de la performance depuis le début d'année.
- Sa valorisation est toujours faible, et son rendement du dividende élevé, à 3,9%.

Suisse

- Le marché a perdu 2,2% en avril, et reste à la traîne des autres grands marchés sur l'année en cours.
- Lors de la seconde quinzaine d'avril, Novartis et Nestlé ont résisté, et porté le marché suisse.
- C'est le marché le plus cher derrière l'américain.

Marchés émergents

- Malgré leur nature cyclique, les marchés émergents ont été plutôt solides en avril, mais faibles depuis janvier.
- La performance est en ordre dispersé : +30% pour le marché turc, et -5% pour le brésilien.
- La valorisation des marchés émergents est quasiment neutre.

Marchés et premières baisses de taux directeurs

La BNS a déjà baissé son taux directeur de 25 pb. La BCE devrait entamer son cycle en juin et, aux Etats-Unis, les contrats à terme de la Fed laissent supposer deux baisses en 2024. L'impact économique sur le marché des actions reste incertain. Généralement, les taux directeurs baissent quand l'économie et l'inflation ralentissent. La baisse des taux d'actualisation est positive, mais contrebalancée par l'impact négatif d'une croissance des bénéfices potentiellement plus faible, voire négative. De plus, il faut tenir compte de la réaction de la valorisation. Historiquement, le marché réagit à la première baisse selon les conditions économiques prédominantes (voir tableau ci-dessous). Si cette baisse est liée à une récession, la réponse moyenne du marché (performance des actions vs obligations) est négative. A l'inverse, s'il y a eu atterrissage en douceur, la réaction est généralement positive.

Actions vs obligations après baisse de taux (Etats-Unis)

| Première baisse | Dernière baisse | Récession | Performance actions - obligations 12 mois après la première baisse |
|-----------------|-----------------|-----------|--|
| Sept. 1984 | Févr. 1988 | Non | -7% |
| Juin 1989 | Sept 1992 | Oui | 12% |
| Juil. 1995 | Nov. 1998 | Non | 26% |
| Janv. 2001 | Juin 2003 | Oui | -9% |
| Sept. 2007 | Déc. 2008 | Oui | -24% |
| Août 2019 | Mars 2020 | Oui | -5% |

Source : Goldman Sachs

La performance moyenne relative suivant une récession est de -7%, et de +10% sans récession. Seul dans un des deux cas, la performance des actions sur 12 mois a en outre été positive. La réaction ne privilégie donc pas les actions sur les obligations. A noter toutefois que depuis 1970, les actions gagnent en moyenne 9% dans les six mois suivant la première baisse de taux directeur. La valorisation du marché américain des actions sur les 12 mois suivants dépend aussi des conditions économiques prédominantes. Dans les cas sans récession, la valorisation progresse de 18% et, étonnamment, de 5% en période de récession. Idem en zone euro, où elle progresse de 19% (dans les trois cas, la baisse de taux était associée à une récession). En creux : les bénéfices diminuent fortement en phase de contraction, et la hausse de valorisation qui suit ne parvient pas à compenser pleinement l'effet de taux plus bas. En bref, au début d'un cycle de baisse, une vision prudente des marchés des actions est justifiée à très court terme.

Devises

La divergence politique a porté l'USD

Aperçu des principales devises

| | Avril 2024* | Year-to-date* | Avis sur 1 mois |
|---------|-------------|---------------|-----------------|
| EUR/USD | -0,8% | -3,1% | → |
| EUR/CHF | 0,6% | 5,4% | ↘ |
| GBP/USD | -1,3% | -2,1% | → |
| USD/JPY | 2,6% | 10,1% | → |

* Variation au 24 avril. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Avril a été marqué par la vigueur de l'USD, qui s'est apprécié face à toutes les grandes devises, gagnant 1,3% pondéré des échanges.
- Le potentiel de hausse en mai est limité (voir texte ci-contre).

Zone euro

- En avril, l'EUR a cédé du terrain à l'USD, mais en a repris au CHF après un creux en milieu de mois.
- La BCE semble déterminée à entamer son cycle de baisse en juin, ce que les marchés financiers anticipent déjà pleinement. Nous sommes donc neutres sur l'EUR vs l'USD, et restons négatifs sur la paire EUR/CHF.

Royaume-Uni

- La livre sterling a cédé du terrain à l'USD et été affectée par la question de la divergence de politique monétaire. Le marché doute de la capacité de la BoE à baisser les taux avant la Fed, mais le gouverneur Andrew Bailey a souligné l'indépendance de son institution vis-à-vis d'autres banques centrales.
- L'USD devrait donc perdre de sa vigueur face à la GBP en mai ; nous passons donc à neutres sur la paire.

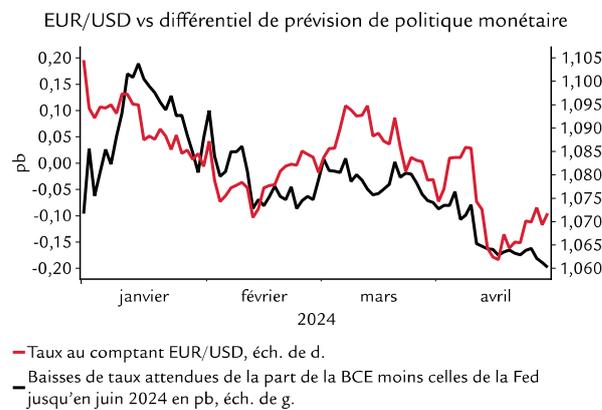
Suisse

- Nous doutons de la prévision du marché d'une autre baisse par la BNS en juin. Si notre scénario se confirme, cela réduirait le carry de l'EUR face au CHF. La paire EUR/CHF devrait donc baisser en mai.

Japon

- Le JPY reste faible, et la lanterne rouge des grandes devises face à l'USD. Nous ramenons de haussière à neutre notre position à 1 mois sur la paire USD/JPY, mais avec une vigueur limitée de l'USD plutôt qu'une vigueur du JPY.

Une pause attendue en mai pour l'USD



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 25 avril 2024

La divergence croissante des attentes de politique monétaire de la Fed et des autres grandes banques centrales, notamment la BCE, a animé les marchés des changes. L'inflation de l'IPC américain en avril a marqué un tournant pour les marchés, avec une inflation plus forte que prévu. Avant la publication de l'IPC, le marché attendait des baisses d'environ 70 pb de la part de la Fed en 2024, contre environ 40 pb aujourd'hui. Si les attentes envers la Fed ont diminué, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, a clairement fait savoir que la gardienne de l'euro était prête à procéder à une première baisse de son taux directeur en juin. L'écart qui se creuse en termes de taux d'intérêt attendus entre les deux rives de l'Atlantique a porté l'USD. En effet, la marge d'intérêt (carry) supérieure prévue dope la demande du billet vert. Outre cet avantage, l'USD jouit de son statut de valeur refuge, les tensions géopolitiques demeurant fortes. Les positions longues en USD se sont multipliées sur le marché. Le potentiel de nouvelle appréciation en mai est donc limité considérant ce positionnement. Nous passons d'un avis sur un mois baissier à neutre sur la paire EUR/USD. Une nouvelle forte appréciation de l'USD passera par une validation des prévisions de politique monétaire actuellement anticipées par le marché. Le risque pour notre prévision est une inversion de la divergence politique, où la BCE écarterait une baisse en juin. Un fort ralentissement inattendu des données américaines pourrait avoir un effet similaire.

Allocation d'actifs

Le moral se gâte-t-il ?

Synthèse

- Après une solide performance en mars, les marchés des actions ont fortement corrigé en avril.
- Si le risque accru de conflit israélo-iranien a certainement joué un rôle, cette correction est surtout due à la prise de conscience que la Fed ne baisserait pas les taux de sitôt au vu de la solidité économique.
- Ce revers n'a pas aidé les obligations d'Etat, la santé de l'économie ayant même fait augmenter les taux. Les rendements sont donc négatifs, mais moins que ceux des actions.
- Volatils, les écarts de crédit n'ont crû que modérément. Alors que la dette d'entreprise investment grade internationale a sous-performé la dette souveraine, la dette high yield a surpris en surperformant les emprunts d'Etat et d'entreprise investment grade. Duration plus faible et creusement minimal des écarts l'expliquent.

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 | sous-pondération |
| Actions mondiales | neutre |

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

- Si la légère correction enregistrée jusqu'ici en avril a réduit la surévaluation du marché des actions, son impact reste minime. De plus, la hausse des taux obligataires a diminué l'attractivité relative des actions face à la dette. Parallèlement, la dette souveraine américaine et surtout européenne séduit davantage en raison de la timide conjoncture, susceptible de déclencher un mouvement anticipé de politique monétaire. Fait remarquable, les prévisions d'une hausse de taux directeur plutôt que d'une baisse par la Fed augmentent. Nous jugeons ce scénario aussi improbable qu'une baisse anticipée et plus forte.
- Le très faible creusement des écarts de crédit nous a surpris. La classe d'actifs demeure donc inintéressante.
- Nous restons globalement neutres sur les actions et sous-pondérons les obligations d'entreprise au profit de celles d'Etat. Les actions ont toujours l'air vulnérables. La réaction du marché aux déceptions côté résultats de Tesla p. ex. suggère que le sentiment a faibli, sans basculer toutefois.

Faut-il s'intéresser à l'or ?

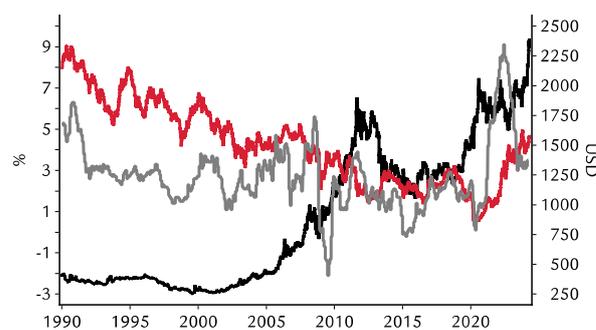
En période de crise politique, l'or est souvent perçu comme la valeur refuge par excellence. Les récentes variations de son cours semblent le confirmer : selon la devise considérée, l'or gagne entre 12% et 18% depuis janvier. Faut-il donc s'y intéresser ?

Avant d'ouvrir le débat, il est important de comprendre le rôle financier du métal jaune. Techniquement une matière première, il faut considérer l'or comme une devise. Il affiche toutefois des particularités par rapport aux monnaies classiques (CHF, EUR, USD) :

1. il n'est pas émis par une banque centrale, et sa quantité n'est pas totalement connue ;
2. les banques centrales en détiennent des réserves considérables et peuvent affecter temporairement les prix en les vendant, l'offre étant limitée ;
3. hormis l'intérêt généré par son prêt, l'or n'affiche ni taux d'intérêt ni rendement réels positif de long terme à l'instar des actions et obligations.

Somme toute, l'or devrait évoluer favorablement dans un contexte de hausse mondiale de l'inflation et de banques centrales non désireuses, ou incapables, de la contrôler. Cette règle connaît des exceptions, mais ce type d'environnement est souvent très spécifique et bref – nous n'en avons pas connu cette année.

Cours de l'or, taux du T-Bond à 10 ans et IPC américain



— IPC américain, en glissement annuel, éch. de g.
— Taux T-Bond à 10 ans, éch. de g. — Cours de l'or en USD, éch. de d.

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 25 avril 2024

Les taux, en USD notamment, ont fortement augmenté. Si la baisse de l'inflation s'est pour partie interrompue, il est peu probable qu'elle change de direction de manière spectaculaire. Cette situation nous rappelle l'année 2011, où les taux baissaient alors que l'inflation connaissait un pic temporaire. La trajectoire positive de l'or devrait donc cesser, voire connaître une correction, à moins d'une surprise de taille côté inflation et politique monétaire.

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.