

Septembre 2024

Taux d'intérêt et obligations

Ecarts serrés et bonnes données de crédit

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Août 2024*	Year-to-date*	Actuel	Août 2024*	Year-to-date*
US	3,8%	-18 pb	-3 pb	94 pb	1 pb	-5 pb
Zone euro	2,3%	-1 pb	27 pb	116 pb	6 pb	-22 pb
UK	4,0%	4 pb	48 pb	120 pb	6 pb	-19 pb
CH	0,5%	4 pb	-20 pb	76 pb	4 pb	-7 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.

* Variation au 28 août. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Les craintes de récession ont connu un pic début août, mais se sont vite apaisées. Par conséquent, les marchés excluent une demie baisse de taux depuis.
- Toutefois, la croissance américaine devrait ralentir, et nous pensons que la Fed réduira ses taux trois fois cette année.

Zone euro

- La croissance reste atone et les indicateurs avancés continuent de faire état d'une baisse de l'inflation.
- Comme la Fed pourrait baisser ses taux à chacune de ses réunions en 2024, la BCE devrait lui emboîter le pas.

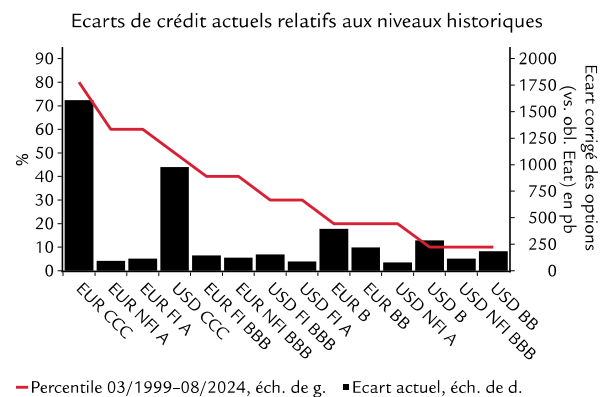
Royaume-Uni

- En août, l'économie a livré de bonnes surprises, comme l'ancrage un peu plus ferme en territoire positif du PMI de l'industrie manufacturière comme de celui des services.
- La Banque d'Angleterre devrait réduire son taux encore une fois cette année.

Suisse

- En juillet, le PMI manufacturier a une fois de plus reculé plus que prévu. Notre prévision de PIB et d'inflation pour 2025 demeure inférieure à celle du consensus.
- Nous jugeons la politique monétaire de la BNS comme neutre. Partant, et à l'inverse des marchés, nous n'attendons pas de baisse de taux supplémentaire.

Grande diversité côté crédit



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

D'après une enquête de Bloomberg, les analystes évaluent la probabilité d'une récession en 2025 comme faible (30%) aux Etats-Unis comme en Europe. Les indicateurs de crédit des sociétés notées high yield (HY) pour la couverture de taux ou le levier d'endettement p. ex., restent solides. De plus, les défauts sur dette ont reculé des deux côtés de l'Atlantique depuis le pic d'il y a quelques mois. Ainsi, les écarts de crédit affichent un bas niveau du point de vue historique. Le graphique ci-dessus indique le percentile où évoluent les niveaux d'écarts actuels en comparaison historique (période de mars 1999 à août 2024). Voici ce que nous observons. Primo, près de 70% des écarts de crédit évoluent à un faible niveau (percentiles <50%) et sont donc fortement valorisés. Secundo, en termes relatifs, les segments CCC et A sont les plus avantageux, toujours selon les percentiles historiques. Tertio, les écarts en EUR semblent plus intéressants qu'en USD, quel que soit le segment. Quarto, les segments BB, B et BBB des valeurs non financières en USD affichent la plus forte valorisation. La perspective d'un ralentissement de l'économie américaine et le risque de récession non négligeable font préférer à beaucoup d'investisseurs la meilleure qualité de crédit noté BB dans la catégorie HY, mais aussi le BBB à fort rendement en Investment Grade (IG). Nous sommes neutres sur les écarts HY et IG pour septembre ; idem pour les rendements obligataires américains, suisses et de l'UEM.

Actions

Un grand huit qui se finit bien

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Août 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	1,8%	18,1%
Zone euro	0,3%	9,1%
Royaume-Uni	0,2%	10,8%
Suisse	0,3%	11,9%
Marchés émergents	2,0%	10,0%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.
* Variation au 28 août. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Le mois a débuté par une correction brève, mais sévère. Les premiers jours, le marché a cédé plus de 5%, et même 20% au Japon. Depuis, la place américaine a rebondi et s'inscrit en hausse pour le mois.
- Des chiffres du marché du travail moins bons que prévu ont déclenché la correction. Puis, le marché a commencé à rebondir grâce à de meilleures données économiques et à la perspective plus probable de baisses de taux. Toutefois, les dernières données n'ont pas répondu aux attentes.
- Une fois de plus, les résultats trimestriels ont été très bons. Le rebond des styles à la traîne a cessé en août.
- Le marché américain reste cher et sa valorisation bien supérieure à celle des autres.

Zone euro

- Le recul initial des marchés européen et américain a été similaire, mais le rebond dans l'UEM moins solide.
- Forte incertitude politique et faiblesse économique (notamment en Allemagne) sont deux causes clés.
- La valorisation du marché reste neutre.

Royaume-Uni

- En août, le marché britannique a connu une performance similaire à celle de l'américain.
- Il profite toujours d'une faible valorisation, bien que l'effet du nouvel exécutif sur les marchés des actions reste inconnu.

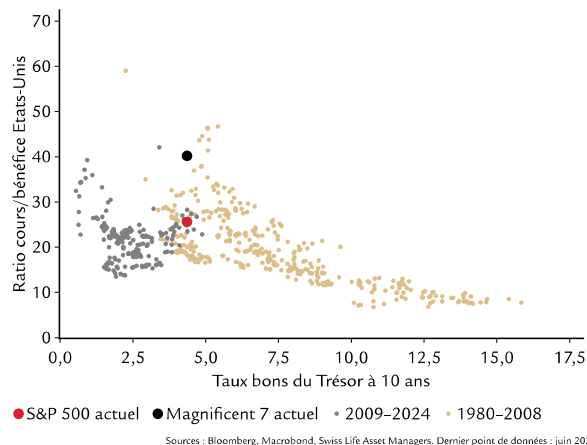
Suisse

- Le marché suisse a également suivi de près son homologue américain en août et reste le deuxième plus cher.

Marchés émergents

- Marchés émergents et développés ont fait jeu égal côté performance – ce qui vaut aussi pour l'année en cours, contrairement aux précédentes.

Valorisation des marchés des actions et taux d'intérêt



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

La relation entre valorisation des marchés des actions et taux d'intérêt était négative jusqu'à la mutation structurelle de la politique monétaire suivant la grande crise financière de 2008. Depuis, les banques centrales ont pris le virage de l'assouplissement quantitatif et d'une politique de taux zéro, ouvrant une ère inédite. Elle a pris fin il y a environ deux ans. En 2022 et en 2023, les grandes banques centrales ont relevé leurs taux. Le graphique ci-dessus illustre l'évolution de la relation entre la valorisation du marché des actions (ratio cours/bénéfice) et les taux d'intérêt (rendements des bons du Trésor à 10 ans) depuis. Entre 2008 et 2024, la relation inversée entre ces deux éléments s'est éteinte. D'un point de vue économique, c'est déroutant. En général, des taux plus élevés améliorent l'attrait des obligations et liquidités. Le « rendement » des actions (bénéfices divisés par cours) devrait donc croître pour préserver l'attractivité. Un « rendement » plus élevé induit un ratio cours/bénéfice plus bas, reflétant la relation négative observée avant 2008 (points jaunes). Etonnamment, après deux ans de hausse des taux, cette relation ne s'est pas normalisée. En réalité, le ratio cours/bénéfice du marché des actions a augmenté de 15% depuis mars 2022. Historiquement et relativement aux taux, les valorisations actuelles qu'indiquent le point noir (Magnificent 7) et le rouge (S&P 500) sont élevées. Selon nous, les taux des obligations à 10 ans vont rester au niveau actuel aux Etats-Unis, élevé, induisant dès lors un risque majeur d'ajustement de la valorisation.

Devises

Insolation pour l'USD

Aperçu des principales devises

	Août 2024*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	3,1%	1,1%	↘
EUR/CHF	-0,7%	1,7%	→
GBP/USD	2,8%	3,8%	↘
USD/JPY	-3,6%	2,5%	↗

* Variation au 28 août. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- La faiblesse de l'USD s'est poursuivie en août. En termes mensuels, il cède 3,4% sur une base pondérée des échanges. Toutes les grandes devises ont pu s'apprécier face au billet vert, la SEK, le NZD et l'AUD en tête.
- L'USD devrait retrouver de la vigueur en septembre, car nous estimons que la perspective de croissance américaine qu'anticipent les marchés est trop négative (voir texte ci-contre).

Zone euro

- L'EUR a progressé un peu plus face à l'USD en août, tout en s'appréciant également sur une base pondérée des échanges. Cette hausse nous paraît excessive, car elle n'est pas représentative des fondamentaux.
- L'EUR devrait baisser face à l'USD en septembre et la divergence économique revenir sur le devant de la scène.

Royaume-Uni

- La GBP a vite repris ses pertes de début août, la paire GBP/USD dépassant 1,32, sur fond de meilleure appétence au risque.
- Dans la logique d'une vigueur de l'USD, nous sommes négatifs sur la paire GBP/USD à un mois.

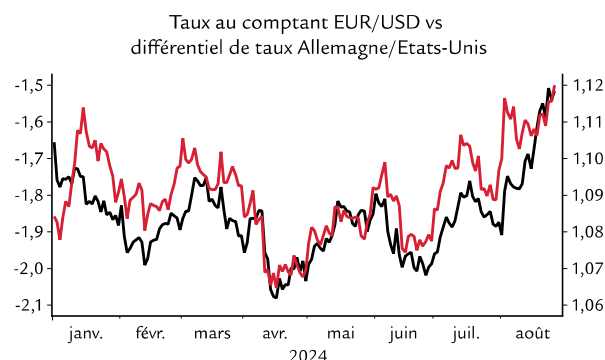
Suisse

- Début août, la paire EUR/CHF a flirté avec la marque de 0,92, les craintes de récession américaine favorisant les valeurs refuges.
- Au niveau actuel, nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF à un mois.

Japon

- Suite du rebond du JPY en août, coïncidant avec un pic de volatilité toutes classes d'actifs confondues.
- Toutefois, nous pensons que le JPY va faiblir, car nous n'attendons pas de cycle de hausse crédible de la part de la BoJ.

L'USD en congé



— Différentiel de rendement à 2 ans : Allemagne moins Etats-Unis, éch. de g.
— Taux au comptant EUR/USD, éch. de d.

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 27.08.2024

Contrairement à nos prévisions, la faiblesse de l'USD s'est poursuivie en août. Les chiffres de juillet du marché du travail américain, plus faibles que prévu, ont secoué les marchés financiers début août et induit une réévaluation des prévisions de politique monétaire. La baisse des rendements obligataires américains à court terme qui en a résulté, associée au retour d'investisseurs friands de risque, a pesé sur l'USD. La paire EUR/USD a atteint 1,12 en cours de mois. Nous pensons que cette faiblesse du billet vert est temporaire et qu'il devrait reprendre des couleurs en septembre, pour plusieurs raisons. Les prévisions de politique monétaire de la Fed de la part du marché pour cette année sont actuellement plus agressives que les nôtres. Les marchés anticipent désormais quatre baisses de 25 pb chacune d'ici fin 2024. Nous en prévoyons trois pour notre part. Le taux des fonds fédéraux serait ainsi à 4,50/4,75% d'ici décembre. De plus, nous jugeons trop pessimiste le scénario économique américain qu'anticipe le marché des changes, notamment vis-à-vis de l'EUR, car la croissance du PIB de l'UEM reste plus faible qu'aux Etats-Unis. Notre scénario de référence les concernant postule un ralentissement, mais pas de récession en règle. Si les données confirment notre scénario, les prévisions de politique monétaire devraient converger vers celui-ci, ce qui porterait le billet vert, et lui conférerait donc un différentiel de taux plus élevé. Même avec l'évaluation actuelle, le carry et les taux réels élevés sont bénéfiques à l'USD, surtout face à l'EUR. Les risques quant à notre prévision pour l'USD résident dans une dégradation plus rapide de la croissance, ce qui pousserait la Fed à lâcher davantage de lest.

Allocation d'actifs

Marché perturbé et reprise grâce à la Fed

Synthèse

- En août 2024, les marchés financiers ont connu de sérieux remous, débutant par une nette plongée des marchés des actions. Mise en échec de la stratégie de carry trade sur le yen et chiffres de l'emploi américains décevants ont constitué le principal déclencheur. L'appréciation inattendue du yen a contraint les investisseurs à ajuster rapidement leur position, amplifiant une pression à la vente déjà présente sur les marchés mondiaux.
- Dans ce contexte, les obligations d'Etat ont vu les rendements baisser, car la demande d'actifs refuges a augmenté. A l'inverse, creusement des écarts sur les marchés du crédit, notamment dans la dette d'entreprise, avec une flambée des inquiétudes quant à la conjoncture et la solvabilité des entreprises.
- A la mi-août, les marchés ont entamé leur rebond, portés par la communication rassurante de la Fed, qui a fait part de son intention de commencer à réduire les taux en septembre. Cette annonce a calmé les investisseurs et induit un rebond partiel sur les marchés des actions, ainsi qu'une stabilisation dans les autres classes d'actifs.

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

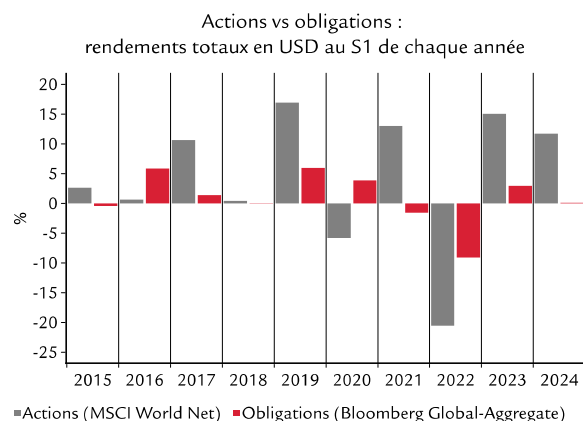
- Toutefois, les risques restent élevés à l'horizon. Perspectives économiques mondiales incertaines, risques géopolitiques et tendances d'inflation pourraient alimenter la volatilité. Le caractère durable du récent rebond laisse sceptique ; il pourrait être un simple répit plutôt qu'un revirement de long terme. La prudence et la diversification sont de mise pour les investisseurs.
- Si les rendements obligataires ont déjà baissé, leur niveau reste intéressant, surtout pour une protection supplémentaire. Au contraire, les écarts de crédit (en USD notamment) restent à de très faibles niveaux.
- Nous restons neutres sur les actions et sous-pondérons les obligations d'entreprise au profit de celles d'Etat.

L'obligation, amortisseur de la correction des actions ?

Avec l'entrée des marchés dans une phase de volatilité accrue, révisons : les obligations peuvent-elles atténuer une correction des actions (à l'inverse de 2022) ? Dans une précédente édition des *Perspectives*, nous soulignons que les obligations de grande qualité peuvent seulement atténuer la baisse si les rendements obligataires ne sont pas à l'origine du problème, comme en 2022.

Le marché n'a plus les mêmes soucis. Il s'inquiète maintenant d'un ralentissement de l'économie américaine plus rapide que prévu, et que la Fed tarde trop à baisser les taux d'intérêt. Des données économiques indiquant une faiblesse pèseront sûrement sur les marchés des actions, mais profiteront aux bons du Trésor, les investisseurs étant en quête de sécurité. A l'inverse, des données meilleures que prévu pourraient faire monter les rendements obligataires et mettre sous pression actions et obligations. Mais par rapport aux années précédentes, il faut noter que les taux d'intérêt sont déjà élevés cette année, en termes nominaux comme ajustés de l'inflation. Si l'économie reste solide et que des taux encore plus élevés s'annoncent, nous prévoyons un impact limité sur les obligations, autrement dit une sous-performance modérée.

Dans notre scénario de référence d'un ralentissement américain progressif, les taux actuels élevés pourraient amener les obligations à surperformer les actions. Certes, ces titres n'offrent pas de couverture complète dans tous les scénarios, mais ce sont de précieux outils de diversification et d'atténuation pour les portefeuilles dans une stratégie de placement bien pensée. En conclusion, alors que la dynamique entre actions et obligations continue d'évoluer, ces dernières peuvent jouer un rôle clé dans la limitation de la volatilité de marché.



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

Swiss Life Asset Managers



Sven Kreitmair
Portfolio Manager Fixed Income
sven.kreitmair@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
X @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
X @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 le Département Macroeconomic Research, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité 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, F-75001 Paris à ses 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, Hochstrasse 53, D-60313 Francfort-sur-le-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 Street, 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 en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italie** : la présente publication est distribuée en Italie par Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milan. **Danemark** : la présente publication est distribuée au Danemark par Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 Kobenhavn K, 1265 Frederiksgade.