

Octobre 2024

Taux d'intérêt et obligations

La Fed baisse ses taux de 50 pb

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Sept. 2024*	Year-to-date*	Actuel	Sept. 2024*	Year-to-date*
US	3,8%	-13 pb	-10 pb	90 pb	-3 pb	-9 pb
Zone euro	2,2%	-13 pb	15 pb	117 pb	0 pb	-21 pb
UK	4,0%	-3 pb	46 pb	122 pb	2 pb	-17 pb
CH	0,4%	-1 pb	-23 pb	72 pb	-2 pb	-11 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 26 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Notre scénario de référence prévoit ralentissement conjoncturel et nouvelle légère hausse du taux de chômage, sans récession. L'inflation devrait poursuivre sa normalisation.
- Le 18 septembre, la Fed a entamé son cycle avec une baisse de 50 pb, supérieure aux attentes. Nous en prévoyons deux autres cette année.

Zone euro

- La croissance du PIB trimestriel devrait rebondir quelque peu en 2025. Les risques restent sous-estimés, notamment pour l'Allemagne, où la probabilité de récession calculée par Bloomberg sur 12 mois est passée de 30% à 42,5%.
- Comme prévu, la BCE a diminué son taux de 25 pb ; nous prévoyons deux autres baisses cette année.

Royaume-Uni

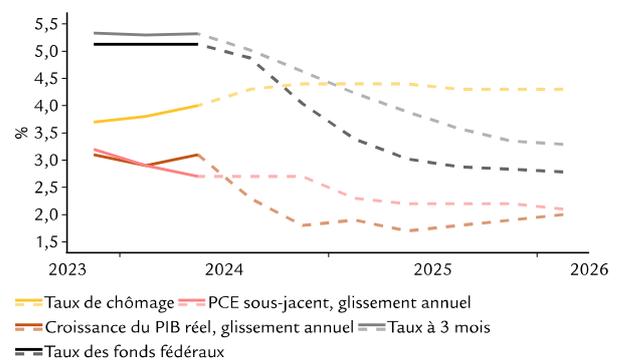
- L'indice de surprise économique Bloomberg est repassé dans le rouge en septembre.
- La BoE ne devrait livrer qu'une baisse de taux pour le reste de 2024.

Suisse

- En août, le PMI a dépassé les attentes, mais l'inflation était inférieure aux prévisions du consensus. Nos projections de PIB et d'inflation pour 2025 demeurent inférieures à celles du consensus.
- Nouvelle baisse de 25 pb par la BNS en septembre, avec allusion à d'autres baisses. Ainsi, le risque de notre position de taux directeurs inchangés est biaisé à la baisse.

Nouvelles baisses et atterrissage en douceur prévus

Etats-Unis : prévisions économiques du consensus Bloomberg et taux d'intérêt attendus par les marchés



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : T1 2024

Après la baisse de 50 pb par la Fed en septembre, le marché à terme table sur sept autres d'ici fin juin 2025 et une de plus d'ici fin juin 2026. Nous en prévoyons une de moins. Le marché attend une sorte d'atterrissage en douceur de l'économie américaine (ralentissement de la croissance du PIB réel et de l'inflation, hausse modérée du chômage – voir graphique ci-dessus). Des prévisions plutôt proches de notre scénario de référence, baptisé : « la politique monétaire passe à neutre et l'inflation et la croissance atteignent l'équilibre ». Le fait que le marché anticipe ce scénario explique pour partie les faibles niveaux actuels d'écarts de crédit. Les écarts tiennent compte du scénario du consensus de baisses de taux et d'indicateurs macroéconomiques en repli, avant que des taux plus bas puissent stimuler l'économie américaine. Un scénario positif pour le crédit, à plusieurs titres : (1) la baisse des taux avantage les prix des obligations à coupon fixe et les positions longues ; (2) charges d'intérêt en baisse pour les entreprises et consommateurs (à forte part de dette variable) ; (3) avec le temps, des taux bas stimulent la croissance économique. Nous sommes neutres sur les écarts high yield et investment grade pour octobre. Quant à la durée, nous prévoyons des rendements américains et allemands moins élevés en fin d'année. Nous sommes neutres sur les obligations suisses.

Actions

Sommet américain historique

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Sept. 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	1,4%	20,5%
Zone euro	-0,5%	10,0%
Royaume-Uni	-1,5%	10,0%
Suisse	-2,1%	10,3%
Marchés émergents	3,5%	13,4%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.
* Variation au 26 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Le mois de septembre a débuté par une correction de plus de 4% lors du premier jour de bourse. Mais sur le mois, le rendement est positif.
- L’ampleur de la baisse de taux par la Fed a été une bonne surprise, et les marchés ont battu un nouveau record.
- Le marché américain est cher et sa valorisation bien supérieure à celle de tous les autres.

Zone euro

- Une fois de plus, le marché européen sous-performe l’américain. En cumul annuel, la sous-performance est maintenant d’environ 10 points de pourcentage. En Europe, des styles comme valeur et faible volatilité font bien mieux qu’aux Etats-Unis où croissance et momentum dominant.
- La valorisation du marché européen reste neutre, mais il lui manque une étincelle pour devenir supérieure à celle de l’américain (en termes absolus et relatifs).

Royaume-Uni

- Performance britannique morose par rapport au marché américain, en août comme en septembre.
- Le marché britannique profite toujours de sa faible valorisation.

Suisse

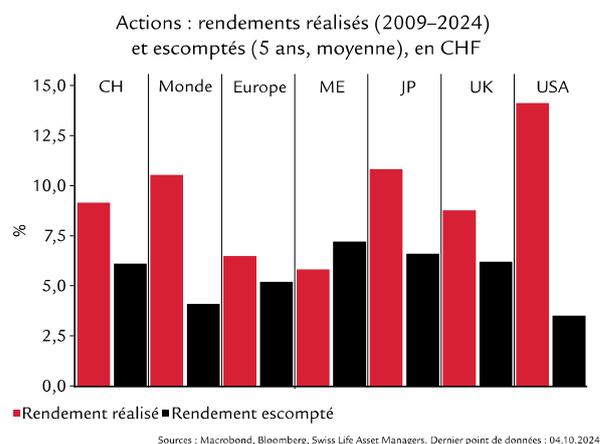
- Nette sous-performance par rapport aux autres marchés en septembre, à l’image des trois poids lourds (Nestlé, Roche, Novartis).
- Le marché suisse des actions se situe dans la partie supérieure de la plage neutre.

Marchés émergents

- En septembre, les marchés émergents ont surperformé les marchés développés, grâce notamment aux récentes mesures chinoises pour doper l’immobilier et les actions.

Normalisation prévue des rendements des actions sur cinq ans

Une convergence de facteurs a entraîné le fort marché haussier entre 2009 et 2024 : taux d’intérêt faibles à nuls, assouplissement quantitatif, faible valorisation de départ et boom informatique et de l’IA. Hormis la brève chute liée à la pandémie, il n’y a pas eu de marché baissier entre 2009 et 2022. Les rendements réalisés sur actions ont été exceptionnellement élevés en comparaison historique. Est-il possible de renouveler ces performances si les facteurs clés ne sont plus présents, ou ont perdu de leur vigueur ? Le graphique ci-dessous présente nos propres rendements prévus des principaux marchés des actions ces cinq prochaines années.



Tous pays et régions confondus, hormis les marchés émergents, les rendements escomptés sont inférieurs à ceux réalisés par le passé. Aux Etats-Unis, la différence est de 11 points de pourcentage. En Europe et au Royaume-Uni, les rendements escomptés sont inférieurs de seulement 2-3,5 points de pourcentage. Les marchés émergents sont la seule région où le rapport est inversé, et ils enregistrent le rendement escompté le plus élevé tous marchés confondus (inscrit à environ 6,5% en CHF). Les principaux facteurs expliquant ces différences majeures résident dans un environnement de taux et des valorisations initiales normalisés. Les taux d’intérêt bas dans les pays industrialisés ont fourni un soutien constant qui a fait grimper les rendements sur les marchés des actions. Dans les pays émergents, où les taux d’intérêt n’étaient pas nuls, ce vent favorable a fait défaut. Cette disparité explique les rendements escomptés plus faibles dans les marchés développés. Aux Etats-Unis, le rendement attendu relativement faible tient surtout à la forte valorisation actuelle – en termes absolus comme relatifs.

Devises

Nous devenons négatifs sur l'USD

Aperçu des principales devises

	Sept. 2024*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	0,9%	1,0%	↗
EUR/CHF	1,1%	2,2%	↘
GBP/USD	1,7%	4,8%	↗
USD/JPY	-0,7%	2,9%	↗

* Variation au 26 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Nouveau mois difficile pour l'USD en septembre, en repli de 0,7% pondéré des échanges, les marchés financiers attendant toujours un cycle d'assouplissement plus marqué de la Fed.
- Les marchés vont camper sur leur position, sur fond d'emploi américain qui mollit et de risques de récession qui augmentent. L'USD devrait donc rester faible ces trois prochains mois.

Zone euro

- L'EUR s'est apprécié un peu plus face à l'USD en septembre. La BCE a moins baissé ses taux que la Fed et elle est restée vague quant à la trajectoire de politique monétaire, contribuant à l'atonie.
- Jusqu'à fin 2024, nous sommes positifs sur la paire EUR/USD et neutres sur la paire EUR/CHF.

Royaume-Uni

- La GBP gagne encore du terrain face à l'USD et à l'EUR en septembre : la BoE n'a pas bougé son taux directeur et les données économiques restent solides.
- Jusqu'à fin 2024, nous sommes positifs sur la paire GBP/USD et neutres sur la paire GBP/EUR.

Suisse

- Léger repli du CHF face à l'EUR en septembre, et stabilité face à l'USD. La baisse du taux directeur de la BNS et son attitude souple a eu peu d'effet sur le taux de change à l'heure où nous écrivons – ce que prévoyaient les marchés financiers.
- Nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF et négatifs sur la paire USD/CHF sur trois mois.

Japon

- La paire USD/JPY a glissé un peu plus en septembre.
- Après le mouvement marqué depuis juillet 2024, nous pensons toutefois que le JPY va de nouveau faiblir, car nous n'attendons pas de cycle de hausse crédible de la part de la Banque du Japon.

L'USD victime de l'érosion de l'avantage de carry

Différentiel de rendement des obligations américaines et suisses vs paire USD/CHF



— Différentiel de rendement des obligations d'Etat à 2 ans : Etats-Unis
moins Suisse, éch. de g.
— USD/CHF, éch. de d.

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 26.09.2024

Bien que les données macroéconomiques américaines aient été globalement solides en septembre – surtout la consommation – l'emploi reste inquiétant. Cela n'a pas échappé aux ménages : la dernière enquête Conference Board Survey fait état d'une raréfaction des offres d'emploi, généralement un signe avant-coureur d'une trajectoire de récession. La Fed aussi a été vigilante et a baissé de 50 pb son taux directeur en septembre, davantage que prévu. Un aveu implicite de léger retard à l'allumage de son cycle d'assouplissement. Si nous pensons que la récession américaine devrait être évitée, le risque d'un scénario défavorable grandit depuis juin et la Fed devrait annoncer une baisse à chacune de ses futures réunions. Le marché semble partager cet avis, et anticipe même un scénario très souple : en effet, la distance pour rallier le taux dit neutre où l'économie est à l'équilibre est plus grande aux Etats-Unis que partout ailleurs. En creux, cela signifie que l'avantage de carry de l'USD va s'éroder, surtout face à des devises à faible rendement comme le CHF où le potentiel de nouvelles baisses de taux est bien plus limité. Cette érosion (voir graphique) est la principale explication de la récente dépréciation de l'USD non seulement face au CHF, mais aussi face aux devises des autres marchés développés. L'économie américaine étant plus exposée et la Fed changeant la focale – de risque d'inflation à celui de récession – nous tendons vers une position négative sur l'USD vis-à-vis de l'EUR et de la GBP jusqu'à fin 2024. La BCE et la BoE semblent plus inquiètes de l'inflation.

Allocation d'actifs

Les rendements positifs cachent la forêt

Synthèse

- Entre le 1^{er} et le 24 septembre, les marchés financiers ont signé des rendements globaux positifs, même si la dispersion a été notable, surtout parmi les actions.
- Les obligations ont profité des rendements en baisse et affiché de belles performances. Les obligations d'entreprises investment grade ont surperformé celles d'Etat, les écarts se resserrant davantage. Les rendements high yield ont été légèrement inférieurs aux rendements investment grade, le resserrement ayant été moins franc dans ce segment.
- Le rendement positif global des actions mondiales masque une performance asymétrique : marchés américain et émergents sont positifs, européens et japonais négatifs.
- Si le CHF a peu évolué face à l'USD et à l'EUR, la GBP a fortement progressé face au billet vert, alors que le yen a été volatil.

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

- Les investisseurs ont digéré les derniers résultats trimestriels décevants sur le marché américain des actions. Ce dernier surperforme, toujours emmené par ses « Magnificent 7 ». Les principaux facteurs sont la hausse surprise de la croissance des bénéficiaires prévue, la solide performance économique américaine et la prévision de nouvelles baisses du taux directeur de la Fed. Notre position sur les actions reste foncièrement sceptique, même si nous sommes neutres car nous sommes conscients de la capacité du marché américain à se redresser en dépit d'une valorisation très élevée.
- Les rendements des obligations d'Etat ont baissé, mais restent intéressants, alors que les écarts de crédit sont bien trop serrés. Nous restons donc surpondérés sur ces titres (hormis pour la Suisse) et sous-pondérons la dette d'entreprise, high yield et des marchés émergents. Les écarts sont trop serrés pour protéger efficacement d'une dégradation de la qualité de crédit. Les obligations d'Etat gardent un rendement attrayant, qui permettrait de diversifier le risque des actions si la volatilité croît.

Baisse de taux : bonne ou mauvaise nouvelle ?

En septembre, la Réserve fédérale américaine a enfin entamé son cycle d'assouplissement. Est-ce que l'effet sur les actifs risqués comme les actions et les obligations d'entreprises sera positif ? Alors qu'on répondrait ou instinctivement, l'histoire enseigne que ces baisses sont souvent (mais pas toujours) suivies de 12 mois difficiles pour ces actifs, comme l'indique le tableau ci-dessous pour les Etats-Unis.

Période de 12 mois après la première baisse de taux de la Fed	Rendement de cours S&P 500	Rendement total indice des obligations d'entreprises américaines
05.1981 – 05.1982	-15,6%	14,6%
09.1984 – 09.1985	9,6%	23,8%
05.1989 – 05.1990	12,7%	8,9%
06.1995 – 06.1996	23,1%	5,1%
12.2000 – 12.2001	-13,0%	10,3%
08.2007 – 08.2008	-13,0%	1,9%
06.2019 – 06.2020	5,4%	9,5%

Sources : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Après une phase de taux d'intérêt élevés pour dompter l'inflation, les banques centrales commencent à les baisser pour éviter ou du moins atténuer l'effet d'une récession une fois l'inflation maîtrisée. Généralement, si la Fed réduit les taux en période de récession, les actifs risqués réagissent mal. L'effet positif des taux plus bas est surcompensé par celui négatif de la perspective économique en berne et le risque plus élevé de faillites en phase de contraction.

Toutefois, lorsque la Fed réussit à maîtriser l'inflation sans causer de récession, les actifs risqués ne subissent pas de forte correction. Ces atterrissages en douceur sont rares et constituent une véritable prouesse. Depuis 1980, les Etats-Unis n'en ont connu que deux, en 1984-1986 et en 1994-1995. La baisse de taux initiale n'a entraîné qu'une modeste correction des actions et obligations d'entreprises, et les rendements lors des années suivantes ont été solides. Même si les marchés ont ensuite connu le krach d'octobre 1987.

La trajectoire économique américaine actuelle a tous les atouts d'un atterrissage en douceur. Toutefois, la très forte valorisation de nombreux actifs risqués comme les grandes actions technologiques et la plupart des instruments de crédit les exposent aux chocs négatifs.

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 Köln ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 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 Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zürich. **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 Milano. **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 København K.