

Novembre / décembre 2024

Taux d'intérêt et obligations

La croissance américaine étonne encore

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Oct. 2024*	Year-to-date*	Actuel	Oct. 2024*	Year-to-date*
US	4,3%	52 pb	42 pb	81 pb	-8 pb	-18 pb
Zone euro	2,4%	27 pb	37 pb	103 pb	-14 pb	-35 pb
UK	4,3%	35 pb	82 pb	108 pb	-13 pb	-31 pb
CH	0,4%	5 pb	-24 pb	69 pb	-3 pb	-13 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 30 octobre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- La dynamique conjoncturelle continue de surprendre avec une consommation solide et une croissance du PIB à 2,8% en rythme annuel.
- En octobre, le nombre de baisses de taux directeur prévu pour le reste de l'année 2024, tel qu'indiqué par les contrats à terme de la Fed, est passé de 2,8 à 1,7. Nous en prévoyons toujours deux.

Zone euro

- Au T3, le PIB a crû plus que prévu, mais les indicateurs du moral restent globalement faibles.
- La BCE poursuit sa trajectoire de baisse, avec une nouvelle réduction de 25 points de base (pb) de son taux directeur le 17 octobre. Nous en prévoyons une autre en décembre.

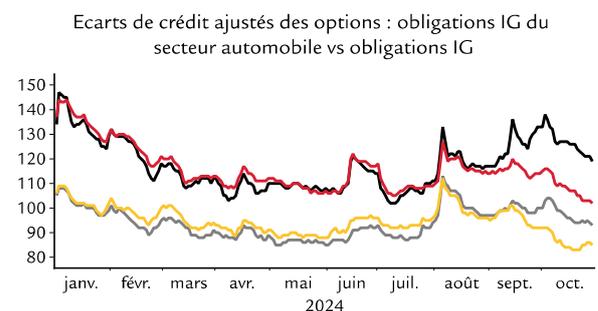
Royaume-Uni

- La situation économique reste solide, mais les indicateurs de tendance signalent un repli.
- La BoE devrait baisser son taux directeur en novembre, mais pas en décembre.

Suisse

- Les chiffres de septembre affichent un IPC inférieur aux attentes et un taux de chômage plus élevé que prévu. Notre prévision de PIB pour 2025 (1,0%) est inférieure à celle que le consensus vient d'abaisser (1,3%).
- Baisse de 25 pb par la BNS en septembre, avec allusion à d'autres baisses ; nous en prévoyons encore une cette année.

La dette de l'automobile sous-performe



Depuis début septembre, le secteur sous-performe les segments IG, surtout pour les constructeurs, et HY, principalement pour les équipementiers. Baisse des ventes mondiales, faibles attentes de production et pression sur les marges ont entraîné le creusement des écarts. Deux raisons à cela : primo, des stocks élevés suite à la surproduction de 2022/2023. Secundo, un repli mondial des ventes de véhicules légers depuis juin 2024 (mai 2024 en Chine) et de celles des électriques à batterie (VEB) en Europe après suppression des subventions, comme en Allemagne. Par conséquent, constructeurs et équipementiers ont émis des avertissements sur résultats, ce qui n'a pas enchanté les agences de notation. Moody's a abaissé sa perspective de stable à négative pour le secteur automobile mondial. Des baisses de taux d'intérêt, une liquidation d'inventaire et des mesures de relance de Pékin devraient stabiliser le secteur. La réglementation de l'UE sur les émissions – plus stricte dès 2025 – devrait pousser l'industrie à lancer de nouveaux modèles VEB pour augmenter la part de marché et limiter le risque de sanctions. Pour novembre, nous sommes négatifs sur les écarts HY et neutres sur le segment IG. Côté duration, rendements américains et allemands devraient être 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

	Oct. 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	1,1%	22,6%
Zone euro	-2,4%	9,0%
Royaume-Uni	-0,8%	8,8%
Suisse	-1,7%	8,7%
Marchés émergents	-3,9%	12,4%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 30 octobre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- En 2024, les marchés américains ont battu près de 50 fois leur record, et octobre n'a pas dérogé à la règle.
- La saison des résultats a bien démarré avec les solides chiffres de Tesla.
- Le marché américain est cher, et les rendements annuels escomptés à long terme inférieurs à 5%.

Zone euro

- Le marché européen continue de sous-performer en octobre. Toutefois, l'indice Euro Stoxx surperforme le S&P 500 hors Magnificent 7 sur les trois dernières années.
- De fortes disparités de performance parmi les marchés nationaux. Sur l'année en cours, l'allemand bondit de plus de 16%, et le français recule de 1%.
- 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 neutre en octobre, et une évolution sur l'année similaire à celle de la zone euro.
- Ce marché profite toujours d'une faible valorisation.

Suisse

- Repli du marché suisse en octobre.
- Comme ailleurs, les petites capitalisations sous-performent les grandes puis janvier, mais les égalent sur le dernier trimestre.
- Le marché est dans la partie supérieure de la plage neutre.

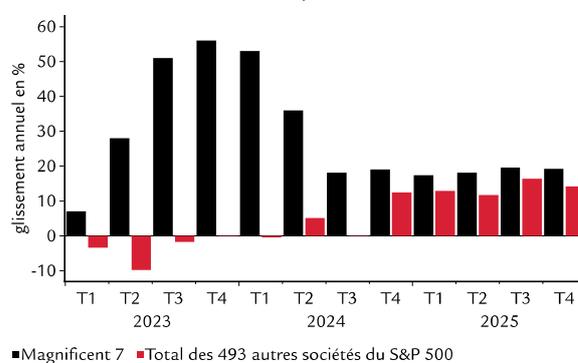
Marchés émergents

- Après un mois de septembre exceptionnel, les actions ont cédé un peu de leurs gains.
- La Chine et l'Inde ont pesé le plus, en perdant respectivement 4% et 7% (en USD).

Des résultats à décrypter

Les Magnificent 7 – groupe de sept valeurs technologiques à la pointe de la performance et de la croissance des bénéfices – ont dopé le marché américain récemment. Sur l'année écoulée, ces sept titres ont vu leur valeur bondir de 30% à 60%, alors que les 493 autres sociétés du S&P 500 n'ont pas vu leurs bénéfices croître, quand ils n'ont pas diminué.

Croissance des bénéfices trimestriels, y compris les attentes des analystes



Sources : JPM, Factset, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : T4 2025

Les prévisions pour les futurs trimestres divergent substantiellement des données historiques. La croissance des bénéfices des Magnificent 7 est pour l'heure projetée autour de 20%, avec un nouveau repli de 10% à 15% en 2026. En revanche, les 493 autres titres de l'indice phare devraient connaître un redressement spectaculaire, avec des bénéfices de croissance à deux chiffres dès le T4 2024. Et ce malgré des taux d'intérêt élevés et des craintes de repli de la dynamique conjoncturelle. Si ces projections se confirment, la croissance des bénéfices au sein du S&P 500 pourrait être de 15% au cours de chacun des cinq prochains trimestres – soit près de trois fois la croissance nominale du PIB attendue. Nous ignorons d'où pourrait venir cette croissance parmi les 493 autres sociétés. Les marges sont déjà à des niveaux historiquement élevés, les baisses de taux de la Fed déjà anticipées et les potentiels gains de productivité grâce à l'IA prendront des années à se concrétiser. Et la politique budgétaire est déjà très expansive. En bref, nous prévoyons une croissance des bénéfices plus faible que le marché pour « les 493 » et l'indice dans son ensemble. Fortes valorisations, prévisions ambitieuses et baisse de la croissance des bénéfices des Magnificent 7 traduisent la très forte probabilité d'une correction américaine. Pourtant, la confiance est bonne, les données économiques sont solides et les résultats trimestriels prometteurs jusqu'ici.

Devises

Surajustement de l'USD

Aperçu des principales devises

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

* Variation au 30 octobre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Après le creux estival, l'USD s'est vigoureusement repris en octobre. Pondéré des échanges, l'indice en USD s'apprécie de 3,7%.
- Réévaluation des prévisions de baisses par la Fed et de données économiques américaines meilleures que prévu l'ont porté. La récente variation est un surajustement et l'USD devrait faiblir en novembre.

Zone euro

- En octobre, l'EUR a cédé l'essentiel du terrain pris à l'USD en août et septembre. Un mouvement surtout dû au billet vert, mais la conjoncture faiblit dans l'UEM, mettant l'EUR encore plus sous pression.
- Pour novembre, nous sommes positifs sur la paire EUR/USD et neutres sur la paire EUR/CHF.

Royaume-Uni

- La livre sterling s'est dépréciée par rapport au dollar américain et à l'euro en octobre, malgré une Banque d'Angleterre toujours prudente et une surperformance de la croissance au Royaume-Uni
- Le rapport GBP/USD devrait s'inverser quelque peu en novembre – avec une hausse à la clé donc.

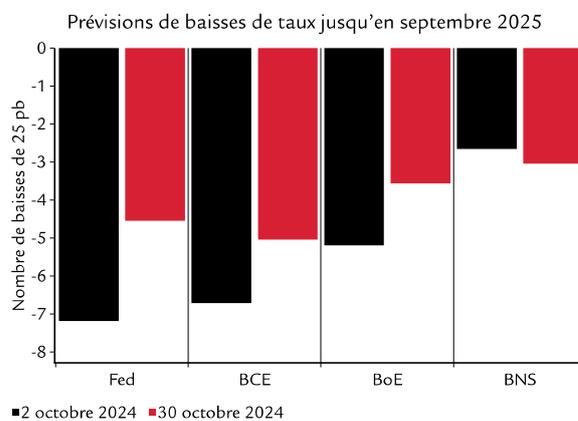
Suisse

- Le CHF a repris du terrain à l'EUR mais en a largement cédé à l'USD, l'effet valeur refuge étant effacé par une hausse du différentiel de taux par rapport aux Etats-Unis.
- Nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF et négatifs sur la paire USD/CHF pour novembre.

Japon

- Forte hausse de la paire USD/JPY en octobre, après trois mois d'un yen vigoureux.
- Nous nous attendons à ce que le taux de change USD/JPY baisse en novembre, plutôt en raison de la faiblesse générale de l'USD que de facteurs spécifiques au JPY.

USD : de mal-aimé à glorifié



Sources : Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 30 octobre 2024

Si l'été a mis l'USD à rude épreuve, le billet vert a fait un retour tonitruant en octobre. Il s'apprécie face à toutes les grandes devises, surtout face au NZD et au JPY. Un regain de vigueur surtout porté par une réévaluation des prévisions du marché quant à la future politique monétaire américaine. Il a écarté environ deux baisses de 25 pb chacune depuis le début du mois, dans le sillage de données économiques meilleures (voir graphique). La hausse de la probabilité d'un second mandat de Donald Trump a également été favorable à l'USD. La prévision actuelle du marché, qui met en doute une nouvelle baisse par la Fed à court terme, nous semble déraisonnable. En effet, de premières lézardes apparaissent dans l'économie américaine. Le marché du travail et la confiance des entreprises reculent – quoique depuis un niveau élevé pour celle-ci. A chacune de ses sept réunions jusqu'en juillet 2025, la Fed devrait opérer une baisse de 25 pb, avec une réévaluation du carry actuel de l'USD à la clé. La vigueur du billet vert devrait ainsi connaître une correction. La paire EUR/USD devrait donc progresser courant novembre. En outre, la position sur le marché est passée de court sur l'EUR à long sur l'USD, avec un risque de correction, corroborant notre avis sur la paire.

Allocation d'actifs

Les actions US brillent avec les rendements en hausse

Synthèse

- Forte hausse des actions américaines en octobre, portée par de solides fondamentaux et des gains des titres technologiques. Hors Etats-Unis, le Japon est l'un des rares marchés positifs. Les autres ont lutté, entravés par des difficultés régionales et de fortes valorisations.
- La forte concentration a rendu les investisseurs prudents. Seule une poignée de sociétés sont en vue, soulevant des inquiétudes quant à la valorisation. Les derniers résultats dénotent une croissance positive mais qui décélère, signe d'un cycle arrivant à maturité.
- L'action des banques centrales a largement influencé la dynamique de marché. En baissant ses taux et en adoptant une position plus souple, la Fed a bien répondu aux attentes des marchés, portée également par une inflation stable et une économie solide. La BCE a maintenu sa position dans une région à la croissance atone. En Asie, le marché chinois profite du soutien monétaire et budgétaire – alimentant optimisme, mais aussi scepticisme.
- Côté obligataire, la pression de taux en hausse se ressent à nouveau dans tout le revenu fixe. Les obligations d'Etat et IG ont connu plus de rendements négatifs que le segment HY et la dette émergente. Les écarts restent serrés ; si la qualité de crédit recule, cela pourrait gêner la situation. La dette souveraine reste attrayante de par son rendement et son potentiel de diversification, face aux actions à forte valorisation et aux incertitudes persistantes.

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

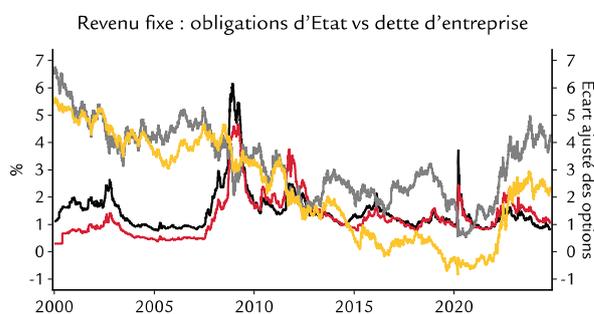
* IG = investment grade. Source : Swiss Life Asset Managers

- Nous demeurons prudents sur les actions, même si nous reconnaissons la capacité du marché américain à maintenir la dynamique malgré de fortes valorisations. L'allocation reste donc neutre.
- Deux autres positions demeurent :
 - surpondération de la dette souveraine (rendements attrayants et potentiel de diversification) ;
 - dette d'entreprise sous-pondérée, vu les écarts serrés, le faible potentiel de hausse et la protection minimale en cas de crédit dégradé.

Pourquoi cet attachement à la dette souveraine ?

Notre stratégie d'investissement actuelle repose sur deux hypothèses fondamentales. Primo, obligations d'entreprise et actions sont chères, mais ces dernières ont un plus grand potentiel de hausse. La dette d'entreprise semble donc moins attrayante du fait de son potentiel limité de rendements positifs. Secundo, les rendements de la dette souveraine américaine et dans l'UEM sont élevés, même ajustés de l'inflation. L'inflation et la politique monétaire se stabilisant, ces rendements devraient baisser, protégeant quelque peu d'éventuelles corrections des actions – à l'inverse de 2022 où actions et obligations avaient plongé en même temps.

Pour l'heure, les résultats sont mitigés. En 2024, les actions surperforment les obligations, mais la dette d'entreprise a livré de meilleurs rendements que la souveraine, même avec des écarts plus faibles. Rétrospectivement, rester neutre sur les actions a été positif. D'où la question : devons-nous réviser notre allocation en revenu fixe ? Nous pensons que non, et ce à plus d'un titre.



- Rendement Bund à 10 ans (éch. de g.)
- Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans (éch. de g.)
- Crédit investment grade européen (éch. de d.)
- Crédit investment grade américain (éch. de d.)

Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 30 octobre 2024

Les écarts de crédit sont presque au plus bas, alors que les risques géopolitiques, économiques et sectoriels grandissent. De plus, les rendements obligataires, hormis les suisses, sont historiquement élevés, en termes nominaux comme ajustés de l'inflation. Des niveaux difficilement soutenables à terme, malgré une économie américaine toujours solide, et encore moins vu la santé précaire des marchés européens.

Nous prévoyons une baisse des taux et un creusement des écarts, même si la hausse des déficits publics pourrait la limiter. Cela dit, les promesses fiscales, par un camp ou l'autre, pourraient *in fine* être appliquées *a minima*.

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
✕ @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 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.