

Mars 2024

Taux d'intérêt et obligations

Les obligations investment grade toujours en forme

Etats-Unis

- La hausse surprise de l'inflation en janvier a tempéré les prévisions de baisse du taux directeur de la Fed et fait grimper les rendements des T-Bonds à 2 ans d'environ 40 pb en février.
- Le marché du crédit est resté solide, l'indice obligataire d'entreprises investment grade (IG) se contractant de 6 pb, à 96 pb. Les nouvelles émissions ont été bien absorbées. La demande reste soutenue, les investisseurs institutionnels cherchant à capter le rendement plutôt élevé.
- L'évolution du marché immobilier commercial américain a animé le secteur financier. Mais la chute des valorisations, et donc la perte de valeur, concerne surtout les petites banques régionales. Les grands établissements sont moins exposés.

Zone euro

- Le contexte conjoncturel est délicat : la tendance déflationniste émerge alors que l'économie stagne. Selon nous, la BCE pourrait baisser les taux dès avril 2024.
- Insensibles à l'évolution de la conjoncture, les écarts de crédit dans l'UEM se sont également resserrés.

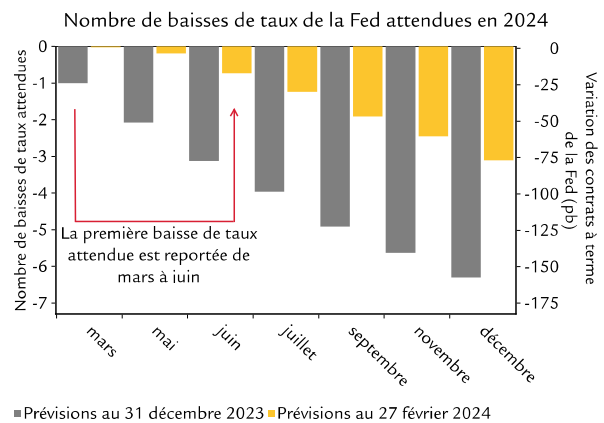
Royaume-Uni

- Après un pic, l'inflation sous-jacente sur le dernier trimestre s'inscrit à 5,1%, obstinément supérieure à l'objectif. Les chiffres du PIB britannique révèlent une récession technique au S2 2023.
- La courbe des gilts reflète les données d'inflation ; sa hausse est plus marquée depuis janvier, notamment pour les échéances supérieures à 2 ans.

Suisse

- A 1,2% en janvier, l'inflation sous-jacente est inférieure à la prévision du consensus. Les rendements de la dette souveraine ont donc chuté, car la probabilité de baisses de taux de la part de la BNS plus tôt que prévu augmente.
- En février, le marché obligataire suisse surperforme les autres grâce à l'inflation discrète.

Baisses de taux de la Fed : des prévisions décalées



■ Prévisions au 31 décembre 2023 ■ Prévisions au 27 février 2024

Sources: Macrobond, Swiss Life Asset Managers, dernier point de données : 27.02.2024

Indéniablement, l'inflation dicte l'évolution du marché obligataire. Aux inquiétudes début 2023 a succédé une décélération étonnamment rapide en fin d'année, source d'attentes démesurées quant à de fortes baisses de taux en 2024. La réunion du FOMC en janvier a marqué un autre tournant. La Fed a reconnu le caractère obstiné de l'inflation et appelé à ne pas baisser la garde. De plus, la solidité du marché du travail a fait bondir les rendements des T-Bonds, surtout pour les échéances courtes. Le rendement des titres à 10 ans a fait de même, dépassant 4,3% en février. La solide conjoncture a calmé les attentes d'une baisse prochaine du taux directeur de la Fed. En décembre, le marché prévoyait une première baisse en mars, contre juin 2024 désormais. De six baisses sur l'année, le pronostic est passé à trois (voir graphique). Nous ne prévoyons pas de baisse en mars et restons neutres sur les T-Bonds à 10 ans. En zone euro, nous attendons des taux plus faibles. La solidité des fondamentaux a soutenu l'optimisme des marchés financiers, avec à la clé un nouveau resserrement des écarts de crédit des entreprises américaines investment grade (IG). Le contexte devrait demeurer positif ce mois-ci et notre position est neutre sur les écarts IG américains comme dans l'UEM. La date précise de la première baisse n'inquiète pas le marché, du moment qu'elle se concrétise et que le contexte macroéconomique reste favorable.

Actions

Solides résultats américains

Etats-Unis

- Le marché signe 4,9% en février et 6,5% depuis le début de l'année. Les titres des Magnificent 7 ont à nouveau porté la performance (+11,4% en février).
- Cela malgré la hausse des rendements des T-Bonds et le net abaissement des prévisions de baisses des taux directeurs. Le marché anticipe toujours un scénario idéal, avec une conjoncture solide et des taux d'intérêt bien inférieurs.
- Or, la valorisation reste largement supérieure aux moyennes historiques, ainsi qu'aux autres marchés. Le ratio cours/bénéfice (C/B) a encore augmenté cette année, et la prime de risque sur action tutoie zéro.

Zone euro

- Le marché européen gagne 3,6% en février et 5,9% depuis janvier.
- Etonnamment, l'écart avec le marché américain est faible, malgré le très faible poids des technologiques. Les résultats ont été bien moins fameux qu'outre-Atlantique.
- D'une perspective à plus long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante. La prime de risque sur actions y est bien plus élevée qu'aux États-Unis.

Royaume-Uni

- Le marché britannique reste à la peine. En hausse de 1,2% en février, sa performance est de 0,0% en 2024.
- Sa valorisation la plus faible et son rendement du dividende le plus élevé des économies avancées (4,0%) lui profitent toujours.

Suisse

- Maigre performance de 0,6% en février, mais un gain de 2,2% depuis janvier.
- Nestlé a subi un fort revers après la publication de ses résultats.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Un mois de février solide, à +5,4%, amenant la performance en 2024 à +0,5%.
- Comme l'an dernier, le marché chinois des actions pèse : après avoir cédé presque 8% en janvier, il a rebondi pour gagner 10% par rapport à son creux.

Résultats trimestriels et Magnificent 7

Les résultats publiés sont contrastés. Aux Etats-Unis, ils progressent de 7% au T4 2023 (par rapport au T4 2022) alors qu'ils reculent de 7% en zone euro (+3% hors titres de l'énergie). Dans les deux cas, les résultats vont au-delà des prévisions, dans un sens comme dans l'autre. La croissance des ventes s'est établie à 4% aux Etats-Unis, contre -2% en zone euro. Les résultats japonais sont bons. Deux évolutions se distinguent au plan sectoriel. Primo, des deux côtés de l'Atlantique, le secteur de l'énergie cède environ 30%. Biens de consommation de base comme discrétionnaire ont porté la performance en zone euro. Le secteur de l'IT recule. Secundo, aux Etats-Unis, le tableau est tout autre : IT et services de communication voient leur bénéfice progresser de 26% et 44%, respectivement. Les Magnificent 7 en sont à nouveau à l'origine.

Résumé des résultats du T4 2023

	Croissance des bénéfices	Croissance des ventes	Surprise des bénéfices	Surprise des ventes	Attentes de bénéfices dépassées	Attentes de ventes dépassées
Etats-Unis	7%	1%	8%	1%	77%	57%
Zone euro	-7%	-6%	3%	-3%	58%	33%
Japon	10%	2%	1%	1%	55%	50%

Sources : J.P. Morgan, Swiss Life Asset Managers

Solide croissance des bénéfices des Magnificent 7 ces dernières semaines. Combinée, leur capitalisation boursière atteint un total sidérant de 12 000 mia. USD. Mettons ce chiffre en perspective : il est supérieur à la totalité du marché chinois des actions, ainsi qu'aux capitalisations cumulées des marchés japonais, allemand et britannique. A elle seule, la hausse de la valorisation de Nvidia après ses bénéfices mirifiques est plus importante que l'entière capitalisation boursière de Coca-Cola. Les bénéfices des Magnificent 7 oscillent entre 300 et 400 mia. USD, soit un peu moins que 50% des bénéfices du marché chinois, et environ 50% de l'ensemble des bénéfices des marchés japonais, britannique et allemand. Il faut reconnaître que les taux de croissance des bénéfices anticipés sont exceptionnellement élevés, induisant de fortes valorisations. Le ratio C/B actuel est inscrit à 38 et le ratio cours/chiffre d'affaires dépasse 7,5. Contrairement à la bulle Internet en 2000, les titres des Magnificent 7 sont ceux d'entreprises rentables et parmi les plus grandes au monde. De plus, leurs marges sont supérieures à celles de la plupart des autres sociétés du S&P 500.

Devises

Patience de la Fed et données positives portent l'USD

Etats-Unis

- Pondéré des échanges, l'USD est légèrement positif en février. Il s'apprécie face au quintet CHF, JPY, CAD, AUD et NOK, mais évolue latéralement face à la plupart des autres devises des marchés développés.
- En mars, nous sommes positifs pour l'USD face à l'EUR, au JPY et à la GBP, mais neutres vis-à-vis du CHF.

Zone euro

- Pondéré des échanges, l'EUR s'apprécie en février. La position attentiste de certains gouverneurs de la BCE a amené le marché à revoir ses attentes de baisses de taux en 2024 (voir graphique).
- Les marchés sont peut-être un peu trop enthousiastes quant à la politique de la BCE, étant donné la faiblesse économique de l'UEM et les progrès en matière d'inflation. Nous retenons donc une position négative sur l'EUR face à l'USD et au CHF.

Royaume-Uni

- Calme plat côté GBP en février, avec une performance latérale face à l'USD et à l'EUR.
- La paire GBP/USD devrait toutefois reculer un peu en mars, concordant avec notre prévision d'un USD généralement fort.

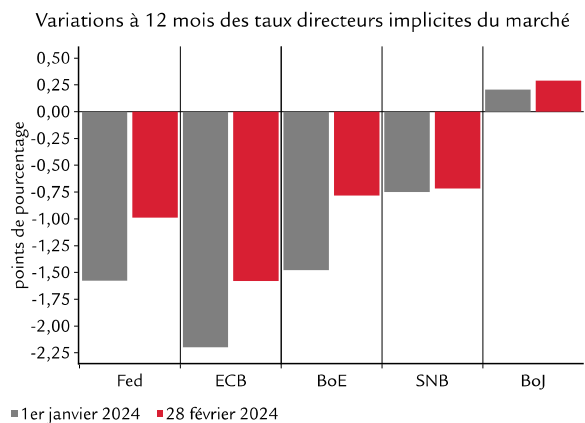
Suisse

- Le CHF compte parmi les moins bons élèves en février (voir texte ci-contre).
- En mars, nous sommes négatifs sur la paire EUR/CHF et neutres sur la paire USD/CHF.

Japon

- En février, le JPY a encore cédé du terrain à l'USD, suivant sa trajectoire entamée en début d'année.
- La normalisation de la politique monétaire ne suffira pas à rendre le JPY attractif en 2024, en raison de son carry très désavantageux. Nous réitérons donc notre avis positif sur la paire USD/JPY.

BNS et Banque du Japon : attentes stables des marchés



Sources: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Hormis la lire turque et le rand sud-africain, les plus mauvais élèves parmi les grandes devises en février sont les deux valeurs refuges traditionnelles, CHF et JPY. Toutes deux se déprécient de 2%, pondérées des échanges. Selon nous, il y a deux raisons fondamentales. Primo, l'appétence au risque des acteurs des marchés financiers était grande en février. La vigueur macroéconomique a apaisé les risques de récession, portant la hausse des actions et le resserrement des écarts de crédit. Ni les affres de l'immobilier commercial américain, ni les conflits en Ukraine et au Moyen-Orient n'ont eu de prise sur les acteurs du marché. Dans cet environnement friand de risque, les marchés des devises ont boudé les valeurs refuges à faible rendement que sont le CHF et le JPY. Secundo, les prévisions du marché quant à la politique monétaire en Suisse et au Japon n'ont guère varié. Certes, le moment prévu de la première baisse de taux par la BNS et de la première hausse par la Banque du Japon a fluctué, mais sur 12 mois glissants, la somme des mouvements reste globalement étale (voir graphique). Le scénario est tout autre pour la Fed et la BCE, dont les prévisions d'assouplissement ont rétrogradé, ajoutant une pression haussière de l'USD et de l'EUR face au JPY et au CHF. Les investisseurs devraient à nouveau se concentrer sur les risques économiques et géopolitiques en mars. Cette évolution devrait surtout profiter à l'USD et au CHF, et moins au JPY, au rendement toujours famélique, selon nous.

Allocation d'actifs

La vigueur des actions porte les rendements

Analyse

- Février a été positif pour les stratégies multi-asset, avec des rendements absolus solides.
- C'est notamment le fruit de la vigueur des marchés des actions. La hausse des taux a induit des rendements obligataires négatifs dans la plupart des segments, à l'exception notable du high yield et des marchés émergents.
- La résilience de l'économie américaine et les solides résultats de certaines sociétés ont brillé au milieu d'une période de publication autrement normale. Les attentes quant à l'évolution de la politique monétaire ont joué un rôle marginal en février ; l'économie étant plus solide que prévu, la Fed peut difficilement assouplir.

Allocation d'actifs : avis actuels

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

Source : Swiss Life Asset Managers

- Les actions restent chères, surtout après les rendements élevés en février et les perspectives plus prudentes décrites dans les dernières publications de résultats.
- Suite de la hausse des rendements réels des obligations d'Etat à 10 ans, proches des sommets de la fin d'été 2023. Nouveau resserrement des écarts de crédit, malgré des signes de difficultés dans certains segments.
- Nous sommes donc prudents et sous-pondérons les emprunts d'entreprises, car ils offrent peu de potentiel de hausse mais un risque élevé de baisse.
- Alors que la forte valorisation des actions suggèrerait une position prudente, nous préférons rester neutres, la dynamique des marchés restant forte.
- D'autre part, les rendements élevés de la dette souveraine sont intéressants, malgré le risque de nouvelles hausses. Nous surpondérons donc cette classe d'actifs.

A l'affût de marchés des actions moins dynamiques

« Les marchés peuvent rester irrationnels plus longtemps que vous ne pouvez rester solvable. » Cette citation de John Maynard Keynes, lui-même investisseur offensif et performant, signifie que les marchés peuvent ignorer les fondamentaux pendant très longtemps avant de s'ajuster, souvent de façon spectaculaire. Il parvint à cette conclusion après avoir essuyé une lourde perte sur le marché des changes, où l'évolution des devises défiait la logique économique.

Nous vivons probablement une telle période. Les valorisations des marchés des actions, surtout aux Etats-Unis, sont à des sommets et créent des attentes très optimistes quant à l'économie et aux résultats des sociétés cotées. Les écarts de crédit sont, eux, proches des plus faibles valeurs historiques, malgré des signes de difficulté se multipliant dans certains segments. Bien sûr, l'économie américaine plus résiliente que prévu et l'espoir que l'émergence de l'intelligence artificielle (IA) dope la productivité expliquent cette bonne humeur. De plus, de nombreuses entreprises ont profité des deux dernières années pour se refinancer à de bonnes conditions, et sont donc moins sensibles à des taux d'intérêt plus élevés. Enfin, les banques centrales pourraient baisser les taux ces prochains mois.

L'intuition commanderait de positionner le portefeuille pour la correction et d'attendre. Mais comme Keynes l'a appris à ses dépens, cela peut être coûteux, surtout si la dynamique des marchés est forte.

Si nous pensons que les actions et la dette d'entreprise sont en moyenne plutôt chères, les premières suivent une belle trajectoire, surtout alimentée par les avancées technologiques de l'IA et le revirement attendu côté politique monétaire. Ainsi, nous suivons le courant pour l'heure et maintenons notre allocation neutre en actions. Nous réduisons notre exposition à la dette d'entreprise, où les très faibles écarts laissent peu de place à un potentiel de hausse.

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.