

Mai 2023

## Taux d'intérêt et obligations

Rythme de croisière

### Etats-Unis

- Après un mois de mars agité, avril a été stable et la volatilité de taux modérée. Faible amplitude d'évolution du rendement du T-Bond à 10 ans (-12 pb), alors que les écarts de crédit sont restés globalement inchangés (toutes les données au 25 avril).
- Bien que l'économie américaine affiche des faiblesses dans le secteur manufacturier, celui des services résiste. L'inflation reste largement supérieure à l'objectif de la Fed.

### Zone euro

- Baisse de 12 pb pour les écarts de crédit en avril, suite à l'apaisement des inquiétudes quant à une possible crise bancaire. L'inflation attire à nouveau l'attention, entraînant une hausse de 10 pb des Bunds à 10 ans.
- L'inflation globale dans l'UEM a certes baissé, mais la sous-jacente reste orientée à la hausse, mettant la BCE sous pression pour relever davantage ses taux directeurs.

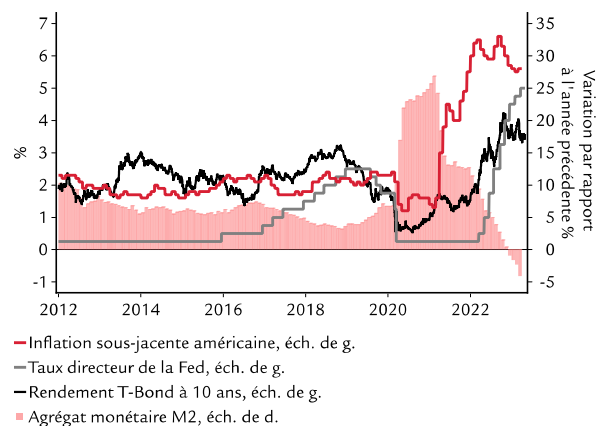
### Royaume-Uni

- La pression persistante sur les prix a maintenu l'inflation globale britannique supérieure à 10% pour le septième mois de suite. Les gilts en sentent la pression, et leurs rendements signent +20 pb.
- Malgré l'inflation, les investisseurs semblent penser que la Banque d'Angleterre ne pourra pas relever significativement ses taux directeurs et s'attendent à deux hausses de 25 pb avant des baisses en 2024.

### Suisse

- A rebours de la tendance européenne, les taux suisses reculent de 17 pb en avril, l'inflation signant une baisse surprise à 2,9% dans le dernier rapport de mars, contre 3,4% en février.
- Les effets de la fusion en urgence des deux plus grandes banques du pays, associés à des résultats d'enquêtes ternes, devraient empêcher la BNS de relever ses taux de manière trop agressive lors des prochaines réunions. Le marché anticipe deux autres hausses en 2023.

### Conditions financières américaines : resserrement insuffisant



Source : Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Malgré un rapide cycle de hausse de taux et une baisse inédite du M2, le plus large indicateur de masse monétaire aux Etats-Unis, l'inflation n'a pas assez baissé. Même avec la désinflation dans certains segments manufacturiers et la baisse des prix des matières premières, les conditions monétaires actuelles ne semblent pas assez restrictives. Le marché du travail américain reste tendu et bien que les licenciements dans la *tech* fassent les gros titres, l'économie est globalement résistante. Ces facteurs induisent une croissance nominale élevée, alimentant actifs risqués et bénéfiques. Par conséquent, le moral des marchés financiers s'améliore. Les achats à bon compte continuent et les écarts de crédit se détendent après les sommets de mars (-40 pb en EUR, -30 pb en USD). Volatilité moindre des taux et émission favorable sur le marché primaire ont doté les investisseurs de liquidités suffisantes pour de nouvelles transactions et une plus grande prise de risque. Nous maintenons cependant une perspective prudente. Les effets du durcissement monétaire tardent souvent à se traduire dans l'économie réelle, et les banques centrales reconnaissent la nécessité d'une certaine récession pour juguler l'inflation. Nous conservons donc notre position défensive et une duration largement neutre, en raison également de l'incertitude quant au relèvement du plafond de la dette, susceptible de raviver la volatilité des taux à court terme.

## Actions

### Pari contre la réalité

#### Etats-Unis

- Le marché cède 1,0% en avril, mais signe +6,4% depuis janvier 2023 (toutes les données au 25 avril).
- L'évolution du marché est très spéciale en 2023 : les titres de croissance surperforment ceux de valeur de 15%, les grandes capitalisations surperforment à nouveau les petites, et les mastodontes de la *tech* gagnent 29%. Plus de 50% de la performance du marché provient de ces derniers.
- Les bénéfices sont attendus en baisse de 7% au T1 2023 et de 8% au T2 2023 par rapport à l'an dernier. La saison des bénéfices commence à peine, et les attentes sont déjà dépassées. La valorisation reste supérieure aux moyennes historiques. Nous continuons de privilégier d'autres marchés.

#### Zone euro

- Le marché gagne 1,5% en avril, et 13,9% depuis début 2023.
- Il surperforme le marché américain, une première depuis des années, grâce à sa valorisation plus intéressante et à des prix de l'énergie plus bas que prévu. La saison des résultats a bien démarré, avec des chiffres supérieurs de 4% aux attentes.

#### Royaume-Uni

- Le marché britannique signe la seconde meilleure performance d'avril, à 3,8%. Depuis janvier, il gagne 7,1%.
- Il jouit toujours de la plus faible valorisation de tous les grands marchés. Toutefois, l'économie est faible et la part de titres cycliques comparativement élevée.

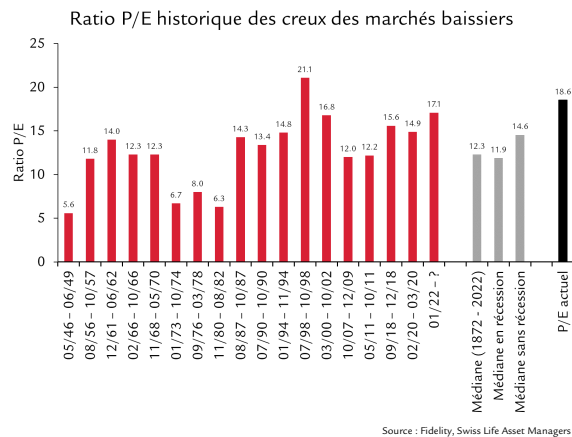
#### Suisse

- Le marché gagne 4,1% en avril, et signe 9,7% depuis le début d'année. Après un début d'année morose, la *pharma* signe son retour en avril.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

#### Marchés émergents

- Un mauvais mois d'avril (-2,4%), et un gain timide depuis janvier 2023 (1,5%).
- Malgré une nette amélioration des données économiques chinoises et une politique monétaire moins stricte, les marchés émergents ne surperforment pas encore.
- La valorisation des marchés émergents est intéressante, en termes relatifs et absolus.

#### Soit une récession, soit peu baisse des taux d'intérêt



La tendance toujours à la hausse des actions est remarquable. La probabilité de (légère) récession croît, sur fond de politique monétaire restrictive. Dans l'UEM et aux Etats-Unis, la croissance des grands agrégats monétaires est négative, et les signes d'une contraction de l'offre de crédit s'amplifient. La croissance des bénéfices est nulle ou négative, et les marges baissent. Tensions géopolitiques et bancaires, inquiétudes dans l'immobilier commercial américain et révisions à la baisse des bénéfices s'y ajoutent. Les marchés des actions misent sur le long terme et contre la réalité. Cinq facteurs expliquent cette vision optimiste : 1. espoir de fin du cycle de relèvement de la Fed, et de baisse dès le S2 2023 ; 2. évolution du marché des actions précédant les bénéfices et l'économie ; 3. valorisations faibles hors des Etats-Unis, mais bien supérieures à leur niveau lors des creux historiques (voir graphique) ; 4. morosité et révisions de bénéfices traduisant la prise en compte de nombreux facteurs négatifs ; 5. bénéfices et données économiques meilleurs que prévu.

Ces arguments sont valides, mais il y a une incohérence. Si la Fed baissait ses taux, ce serait très probablement du fait d'une récession. Mais alors, marges et bénéfices seraient soumis à une plus forte pression que prévu actuellement. Soit la conjoncture et les bénéfices restent solides, et la Fed ne devrait pas baisser les taux, soit c'est l'inverse. L'avis des marchés nous semble donc trop optimiste. A bénéfices égaux, il faudrait au marché américain une vive correction pour que son ratio P/E soit cohérent avec les creux de marchés baissiers historiques. Nous restons prudents, jugeons une légère récession inévitable et prévoyons une dégradation des conditions de marché. Une correction à court terme au moins est attendue.

## Devises

### Recul de la volatilité

#### Etats-Unis

- Après un mois de mars agité, l'USD cède encore 0,6% en avril (pondéré des échanges), mais reprend un peu de terrain aux devises liées aux matières premières (chiffres de cette colonne au 26 avril).
- Une évolution due aux données économiques américaines mitigées, augmentant la probabilité de récession perçue par le marché.
- Avec la récession que nous prévoyons et le début d'un cycle d'assouplissement côté Fed, l'USD pourrait être exposé à une nouvelle baisse ces prochains mois.

#### Zone euro

- En avril, l'EUR signe un nouveau sommet en un an face à l'USD et s'apprécie face à toutes les devises du G10, hormis le CHF.
- En 2023, l'inflation tenace et un cycle de relèvement retardé comparé aux autres économies devraient soutenir la monnaie unique.

#### Royaume-Uni

- La GBP cède du terrain à l'EUR en avril, mais s'apprécie face à l'USD.
- Sur un mois, nous sommes positifs sur la paire GBP/USD et neutres sur la paire GBP/EUR.

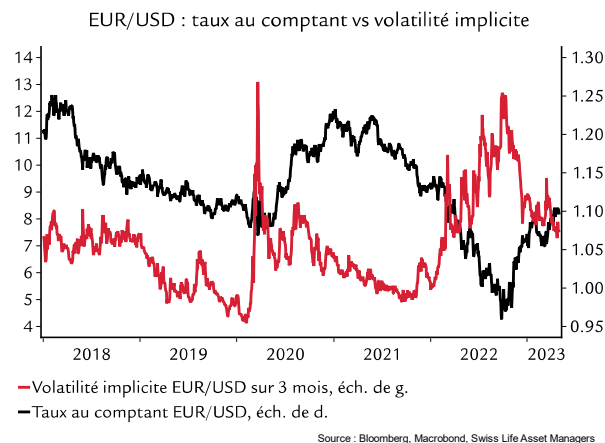
#### Suisse

- Le CHF continue de s'apprécier en avril, de 3% vs l'USD et d'environ 1% face à l'EUR.
- La paire EUR/CHF devrait stagner en mai, avec un risque de hausse ensuite, la BCE étant davantage sous pression que la BNS à relever les taux.

#### Japon

- Evolution latérale du JPY en avril face à l'USD, alors que la paire CHF/JPY retrouve un sommet inédit en 40 ans.
- Nous restons négatifs sur la paire USD/JPY : nous prévoyons une faiblesse générale de l'USD, mais aussi une accélération de la normalisation de la politique monétaire sous la férule du futur gouverneur de la Banque du Japon, Kazuo Ueda.

#### Retour aux fondamentaux



Après un mois de mars agité, les niveaux de volatilité implicite en EUR/USD entament une baisse globale. Les déboires du secteur bancaire ont été relégués à l'arrière-plan. A priori, les mesures d'urgence prises par les banques centrales et l'exécutif ont réussi à calmer les marchés, pour l'instant.

Avec un environnement de marché moins agité, les moteurs fondamentaux peuvent revenir sur le devant de la scène. L'USD cède encore du terrain à l'EUR en avril, en raison d'un élan économique divergent. La prévision de la fin du cycle économique prend corps. Les données économiques américaines sont plus mitigées, alors que la dynamique économique en zone euro au 2<sup>e</sup> trimestre se confirme. Si ce contexte perdure en l'absence de remous bancaires, l'USD devrait continuer de se déprécier face à l'EUR ces prochains mois. Une prévision par ailleurs étayée par des prévisions de politique monétaire divergentes, également renforcées par l'écart qui apparaît côté économie. La Fed devrait bientôt cesser son cycle de relèvement, alors que la BCE a encore un peu de marge, l'inflation dans l'UEM demeurant tenace. Le débat à venir sur le plafond de la dette américaine pourrait rajouter de la pression sur l'USD s'il n'est pas tranché rapidement. La perspective du billet vert s'en ressent.

## 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

### Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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 Mayfair Capital Investment Management 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.