

Octobre 2023

Taux d'intérêt et obligations

L'effet des hausses se fait attendre

Etats-Unis

- Les taux d'intérêt suivent une trajectoire haussière, la courbe se raidissant nettement. Les rendements des obligations à 30 ans ont gagné 45 pb en septembre, alors que les banques centrales évoquaient évasivement la fin du cycle. Si les écarts investment grade (IG) ont diminué de 2 pb, les high yield (HY) ont augmenté de 8 pb.
- La Fed a maintenu ses taux directeurs, son président Jerome Powell soulignant une politique de « taux plus élevés, plus longtemps », que les marchés semblent intégrer en excluant davantage de baisses en 2024.

Zone euro

- Les rendements des Bunds à 10 ans atteignent un nouveau pic cyclique à 2,8% (+30 pb), avec un fort raidissement de la courbe des taux. Malgré ce bond, les écarts IG et HY ont été plutôt résistants, se contractant de 6 et 19 pb respectivement.
- La BCE a surpris les marchés avec une hausse de taux directeur de 25 pb, suivie d'un message relativement souple à la lumière de l'inflation sous-jacente élevée qui règne.

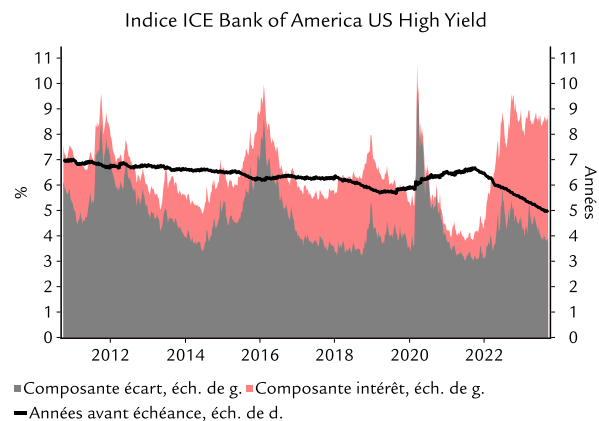
Royaume-Uni

- A rebours des tendances mondiales, les gilts à 10 ans ont cédé 12 pb, la faute à une économie mal en point, les PMI manufacturier et des services indiquant une potentielle contraction.
- En septembre, la Banque d'Angleterre a maintenu ses taux directeurs, surprenant les marchés vu les taux d'inflation toujours élevés.

Suisse

- Les rendements des obligations de la Confédération à 10 ans stagnent entre 0,8% et 1,1% – une situation récurrente depuis six mois – alors que l'économie avance péniblement vers un taux d'inflation inférieur à 2%.
- La BNS a laissé son taux directeur inchangé, les inflations globale et sous-jacente étant toutes deux inférieures à 2%.

Les échéances approchent, le coût du financement flambe



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Principale arme des banques centrales pour combattre l'inflation, les hausses de taux ont augmenté le coût du financement, réduit l'investissement et la consommation, et avec eux la croissance et donc l'inflation. Mais la première reste solide et la seconde élevée. La forte activité de refinancement alors que les taux étaient au plus bas a retardé l'effet de ces hausses. Entreprises et ménages pouvaient emprunter à peu de frais et à long terme tout en dopant leurs réserves de liquidités. Par conséquent, le besoin d'emprunt au coût élevé actuel est faible. Les émissions primaires, notamment dans le secteur HY, ont nettement reculé, l'échéance moyenne signant un plancher record. L'échéance de très nombreuses obligations approchant, le refinancement à des niveaux de taux globaux actuellement très élevés se profile. Avec la position restrictive de la Fed, des baisses de taux notables ne pourraient se produire qu'après de fortes hausses d'écarts de crédit, brillant par leur absence jusqu'ici. Nous maintenons notre position nette courte en risque de crédit, surtout après l'envolée récente des taux, susceptible d'empêcher de nombreux émetteurs moins solides de se financer. Notre position est longue en durée. Sans exclure des pics de taux à court terme, nous jugeons que tout événement sur le crédit émergent pourrait déclencher une baisse des taux d'intérêt.

Actions

Fed offensive, correction plus marquée

Etats-Unis

- Le marché a perdu 5,2% en septembre, signant un rendement de 12,6% depuis janvier (toutes les données sont au 26 septembre).
- Après des résultats trimestriels meilleurs que prévu ayant porté les actions à des niveaux élevés, celles-ci ont nettement reflué.
- Elles ont pâti de la position offensive réaffirmée de la Fed, qui a fait grimper un peu plus le rendement du T-Bond à 10 ans. La valorisation reste supérieure aux moyennes historiques.

Zone euro

- Le marché perd 4,0% en septembre, et signe +9,3% depuis début 2023.
- Les résultats ont été meilleurs que prévu dans l’UEM également. Ses données économiques ont toutefois déçu, plusieurs pays tutoyant la récession, l’Allemagne notamment. A long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante.

Royaume-Uni

- Le marché signe +3,1% en septembre après que la Banque d’Angleterre s’est abstenue de nouvelles hausses de taux. La performance depuis janvier est de +5,4%.
- Le marché britannique affiche toujours la plus faible valorisation de tous les marchés développés, mais nous y voyons un « piège de la valeur ».

Suisse

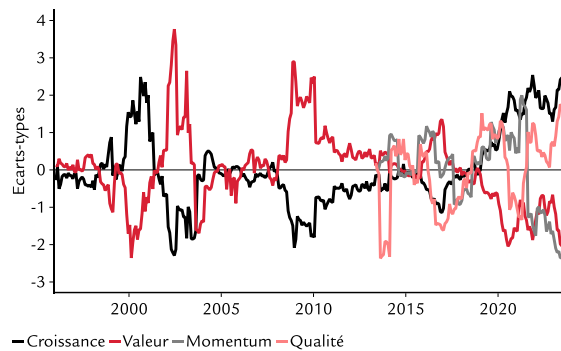
- Le marché suisse a cédé 1,9% en septembre, signant +3,9% depuis janvier.
- Les actions helvètes ont surperformé les européennes, surtout en raison de leur moindre exposition aux titres très cycliques.
- Ce marché est le plus cher, derrière l’américain.

Marchés émergents

- Un mois de septembre décevant, avec un repli de 3,2% ; le gain depuis début 2023 est de 1,2%, en retrait des autres marchés des actions.
- Croissance toujours faible et nouvelles difficultés du secteur immobilier, en plus de l’appréciation de l’USD, ont pénalisé les actions chinoises, et la performance des marchés émergents par ricochet. Les mesures de relance annoncées par Pékin demeurent insuffisantes.

Valorisation de style : des différences considérables

MSCI USA : valorisations des styles (normalisées) relatives au marché (Etats-Unis)



Cette année, les disparités de performance des styles d’investissement¹ « croissance », « valeur », « qualité » et « momentum » sont exceptionnellement marquées. Aux Etats-Unis par exemple, le facteur « croissance » affiche +35% depuis janvier 2023, alors que « valeur » ne progresse que de 3%, en plus d’une surperformance ininterrompue des autres styles observée depuis 2008. Depuis 2010, le style « croissance » a surperformé « valeur » lors de 11 années sur 14.

La valorisation relative contraste nettement et a suivi une évolution très différente. Elle atteint des niveaux extrêmes : par rapport au marché américain dans son ensemble, la valorisation relative du style « croissance » atteint presque deux écarts-types au-dessus de sa moyenne historique de zéro. Celle du style « valeur » est deux écarts-types inférieure à la moyenne historique, soit un différentiel combiné de 4,5 écarts-types.

Le graphique montre que ce cas de figure est réservé aux crises, pas aux marchés « normaux ». On y voit aussi le retour de bâton des différences extrêmes de valorisation : toute valeur très élevée ou très faible a tendance à corriger pour converger vers la moyenne historique. Les différences deviennent plus marquées à partir de 2018. Si l’on se fie au passé (ce que nous faisons), la probabilité que « valeur » et « momentum » dominent « croissance » et « qualité » lors du prochain cycle économique est bien supérieure à 50%.

¹ **Croissance** : style axé sur les perspectives d’un titre, ainsi que la santé et la solidité globales d’une entreprise. **Valeur** : identifier avant le reste du marché les titres à la valorisation inférieure à la valeur intrinsèque. **Qualité** : entreprises aux solides fondamentaux (rendement des capitaux propres élevé, faible endettement, croissance des bénéfices stable). **Momentum** : tirer parti des tendances à la hausse ou à la baisse du cours et des perspectives de gains d’un titre.

Devises

Vigueur durable du billet vert

Etats-Unis

- L'USD continue sur sa lancée en septembre, et s'apprécie face à toutes les grandes devises, surtout face à la GBP et au CHF.
- Nous maintenons notre avis positif sur le billet vert le mois et le trimestre prochains. L'avantage du taux d'intérêt (« carry ») américain devrait rester important, favorisant l'USD.

Zone euro

- Le taux de change EUR/USD continue de baisser en septembre, glissant sous 1,06. Les données économiques de l'UEM continuent de décevoir, et malgré la hausse côté BCE et la pause côté Fed, le carry réel américain continue de soutenir le billet vert.
- Nous restons négatifs le mois et le trimestre prochains ; l'EUR devrait évoluer latéralement face à la GBP et au CHF ces trois prochains mois.

Royaume-Uni

- En septembre, la GBP cède 4% à l'USD et figure parmi les moins bons élèves des devises des 10 pays les plus riches. Elle a subi une pression à la vente après que la Banque d'Angleterre a laissé son taux inchangé, surprenant les marchés, ceux-ci ayant prévu une hausse de plus.
- La paire GBP/USD devrait être orientée à la baisse le mois et le trimestre prochains.

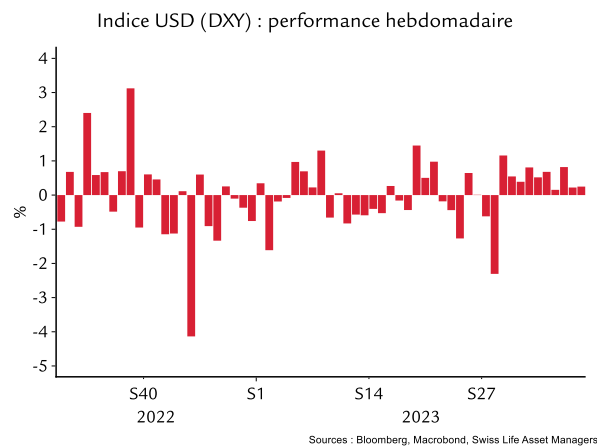
Suisse

- La paire USD/CHF poursuit sa hausse, franchissant à nouveau 0,90 en septembre. La paire EUR/CHF a connu un vif rebond après la réunion de la BNS qui a laissé ses taux inchangés, alors que le marché pensait qu'elle emboîterait le pas à la BCE.
- Nous maintenons notre vision neutre sur la paire le mois et le trimestre prochains.

Japon

- La paire USD/JPY a gagné 2,5% supplémentaires en septembre. Le creux de juillet n'a été que passager dans la tendance haussière a priori ininterrompue.
- Toutefois, nous pensons que cette trajectoire à la hausse a fait son temps et prévoyons une inversion au prochain trimestre. Nous sommes donc négatifs sur la paire à un et à trois mois.

Le billet vert étend son règne



La vigueur de l'USD est sur une lancée remarquable ces derniers mois, l'indice correspondant s'appréciant chacune des dix dernières semaines. Les larges différentiels entre les devises aux rendements les plus et les moins élevés ont caractérisé l'environnement ces derniers mois : les investisseurs étaient en recherche de carry. Dans ce contexte, l'USD était intéressant, car il associe rendement élevé et nature défensive, un atout en période où l'on goûte peu le risque. De plus, l'USD a profité des données économiques américaines plutôt bonnes. Les dernières décisions des banques centrales ont également porté le billet vert, même si la Fed marque une pause dans son cycle, ce que le marché avait largement anticipé. La BNS et la Banque d'Angleterre l'ont imitée et n'ont pas relevé leurs taux. En revanche, le marché attendait une hausse de leur part, entraînant des ventes massives de CHF et de GBP au profit de l'USD. Même si la BCE a relevé ses taux directeurs de 25 pb supplémentaires, comme attendu par le marché, la hausse du carry n'a pas porté l'EUR face à l'USD. Le durcissement de politique monétaire sur fond de ralentissement de la croissance dans la zone euro l'a emporté sur les effets positifs d'un resserrement du carry entre les Etats-Unis et l'UEM. Selon nous, la vigueur de l'USD va se prolonger, car les facteurs favorables mentionnés ci-dessus vont rester en place ces trois prochains mois. De plus, les risques de déflation chinoise pourraient davantage influencer la trajectoire d'inflation de l'UEM que celle des Etats-Unis, permettant à la BCE d'adoucir le ton plus rapidement. Alors qu'une économie qui ralentit en profitera, le carry se creusera un peu plus.

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.

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.