

Juin 2024

Taux d'intérêt et obligations

Jusqu'à où descendront les écarts ?

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Mai 2024*	Année en cours*	Actuel	Mai 2024*	Année en cours*
US	4,6%	-11 pb	69 pb	86 pb	-1 pb	-13 pb
Zone euro	2,6%	6 pb	63 pb	109 pb	-3 pb	-29 pb
UK	4,3%	0 pb	82 pb	114 pb	-7 pb	-25 pb
CH	0,8%	14 pb	18 pb	78 pb	0 pb	-4 pb

Rendement des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro* Allemagne. * Variation au 28 mai.
Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Même si elle a déçu les attentes du marché en mai, l'économie américaine reste résiliente.
- La première baisse de taux, pleinement intégrée par le marché, a été décalée de juin à décembre.

Zone euro

- La zone euro semble avoir rebondi, l'activité économique ne cessant de surprendre à la hausse. Elle part de loin toutefois.
- La majorité des dirigeants de la BCE ont confirmé une première baisse de taux en juin. Le marché en prévoit une seconde en 2024, inflation et perspectives de croissance étant plus timides.

Royaume-Uni

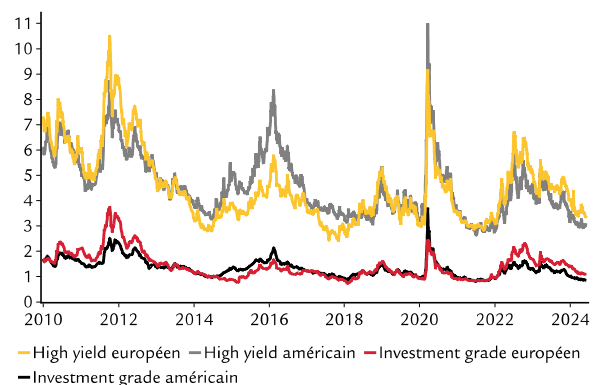
- L'économie britannique se remet : le PMI manufacturier revient en territoire positif et les bonnes surprises fusent de toutes parts.
- L'inflation a surpris à la hausse, l'IPC et le PPI restant supérieurs à la cible de 2%. Le marché n'attend plus qu'une seule baisse de taux de la Banque d'Angleterre cette année.

Suisse

- Baisse étonnamment marquée du PMI manufacturier suisse. Les prix à la production et à l'importation ont été quant à eux supérieurs aux prévisions.
- Les investisseurs ont revu leur position et pensent que la BNS procèdera à une seule autre baisse de taux en 2024.

La dette risquée reste prisée

Obligations d'entreprises: écarts ajustés des options



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données: 03/06/2024

Les écarts sont à des niveaux inédits depuis le S2 2021, les investisseurs achetant toujours des actifs risqués. Avec des perspectives économiques moins favorables, les écarts sur la dette d'entreprise en EUR sont au-dessus de ces marques. Le risque reste prisé, traduit par l'offensive sur les segments à bêta élevé (dette hybride d'entreprise et titres de dette financière subordonnée p. ex.). La forte émission primaire en Europe et aux Etats-Unis est bien absorbée, et continue de surperformer sur le marché secondaire.

Certes, le contexte économique est favorable et l'assouplissement monétaire arrive, mais le marché n'offre que peu de valeur. Nous restons donc neutres sur le risque de crédit. Le segment en USD rayonne, les écarts high yield s'inscrivant au 6^e percentile, tout juste sous les 300 pb. Alors qu'une véritable récession reste peu probable à court terme, la réaccélération de l'inflation constitue un risque considérable. Si les banques centrales venaient à durcir le ton, les pics de volatilité et le creusement des écarts pourraient faire leur retour. Les marchés des taux semblent également faire peu de cas des risques, l'indice MOVE (mesurant la volatilité des taux d'intérêt américains) atteignant un niveau précédant le cycle de baisse de la Fed. Les rendements restent globalement intéressants. Nous recommandons une position neutre.

Actions

Grand huit d'avril-mai : résilience en trompe-l'œil ?

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Mai 2024*	Année en cours*
Etats-Unis	5,4%	11,4%
Zone euro	3,6%	12,0%
Royaume-Uni	1,6%	8,7%
Suisse	5,2%	7,9%
Marchés émergents	4,3%	7,2%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale
Performance au 28 mai. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Belle performance en mai, avec un gain de 5,4%. Le marché a rebondi peu après que la Fed a voté à l'unanimité le maintien des taux directeurs pour la sixième fois de rang.
- La valorisation de ce marché reste très supérieure aux moyennes historiques, et à celle de ses homologues.

Zone euro

- Même si en mai, l'activité dans l'UEM a progressé à son plus vif tempo depuis un an, le marché européen des actions ne gagne que 3,6% et sous-performe l'américain sur le mois.
- Côté valorisation, ce marché est plus intéressant que son homologue d'outre-Atlantique.

Royaume-Uni

- Après un solide mois d'avril, le marché britannique a nettement sous-performé ses homologues, mais sa performance depuis janvier reste bonne.
- Sa valorisation reste faible, et son rendement du dividende élevé, à 3,9% : ce sont deux atouts.

Suisse

- Le marché suisse des actions signe +5,2% en mai, soit la deuxième performance du mois. Mais depuis 2024, il sous-performe les autres marchés développés.
- C'est le marché le plus cher derrière l'américain.

Marchés émergents

- Les actions des marchés émergents ont résisté en mai, mais restent très faibles si l'on prend les cinq premiers mois de 2024.
- Malgré une performance robuste en avril et l'optimisme initial sur le marché chinois, la trajectoire positive s'est arrêtée.
- La valorisation des marchés émergents est quasiment neutre.

De la chute d'avril aux sommets de mai

Dans un spectaculaire retournement de situation, les marchés des actions ont atteint de nouveaux sommets en mai après une dépression en avril. Les analystes l'attribuent à la conjugaison de facteurs : hausse des taux d'intérêt, tensions géopolitiques, incertitude conjoncturelle globale et inflation tenace. En mai, des résultats trimestriels meilleurs que prévu et une inflation moins préoccupante ont dopé la confiance des investisseurs et les acquisitions sur les marchés.

Malgré ce rebond spectaculaire, des entreprises très en vue comme Nvidia n'ont pas surfé sur la vague de leur influence sur le marché, même avec des résultats financiers solides. Le fabricant de puces a annoncé une hausse de plus de 265% de ses recettes trimestrielles en glissement annuel, portée par la demande persistante pour ses produits d'IA. Le succès de Nvidia n'a toutefois pas dynamisé davantage le marché. Son action a gagné 15% après l'annonce des résultats, sans que les indices globaux du marché s'en émeuvent plus que cela.

Les grandes sociétés influent moins sur le marché

Nom	Devise	Performance intraday le 23/05/2024
NVIDIA	USD	9,3%
MSCI World Index	USD	-0,6%
MSCI World Equal Weighted Index	USD	-0,7%

Source : Bloomberg

Rebond des actions en mai 2024 et conquête de nouveaux sommets traduisent une interaction complexe entre moral des investisseurs et indicateurs économiques. Malgré la prouesse de Nvidia, son influence sur l'ensemble du marché était marginale : il semble que l'influence des sociétés même importantes ait trouvé ses limites. Nvidia est notamment devenue la seconde force du MSCI World Index, dépassant Apple. Seul Microsoft la devance. Deux recommandations à en tirer pour les investisseurs : garder un œil sur les tendances économiques globales en plus des performances des différents titres pour évoluer sur ce marché. Et adopter une approche plus prudente pour réagir aux incertitudes du marché et variations des indicateurs. De plus, les valorisations fondamentales restent nettement supérieures aux moyennes historiques. Leurs multiples ont augmenté depuis janvier en raison du fort rallye des actions. Ainsi, leur relative attractivité face au revenu fixe ne s'est pas améliorée ; nous sommes donc négatifs sur la classe d'actifs.

Devises

La vigueur de l'USD marque une pause

Aperçu des principales devises

	Mai 2024*	Année en cours*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	1,6%	-1,8%	→
EUR/CHF	0,8%	6,4%	→
GBP/USD	2,0%	0,1%	→
USD/JPY	-0,3%	11,5%	→

*Performance au 28 mai. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- En mai, l'USD s'est globalement déprécié face à toutes les devises majeures. C'est à la NOK qu'il a cédé le plus de terrain (-5,2%).
- L'EUR en a repris un peu, les prévisions du marché de baisses de taux de la Fed en 2024 et 2025 restant stables, et anticipant moins de baisses côté BCE d'ici décembre.

Zone euro

- L'EUR a repris 1,4% à l'USD en mai. La paire EUR/CHF a dépassé 0,99 lors de la seconde quinzaine, mais l'EUR a cédé une partie du terrain en fin de mois.
- Nous demeurons neutres sur la paire EUR/USD ainsi que sur son pendant EUR/CHF (voir ci-contre).

Royaume-Uni

- En mai, la GBP s'est appréciée face à l'USD, sur fond d'inflation plus élevée que prévu et d'une pression toujours forte sur le marché du travail – remettant en cause la capacité de la Banque d'Angleterre à baisser les taux dès cet été.
- Nous restons neutres sur la paire GBP/USD le mois prochain.

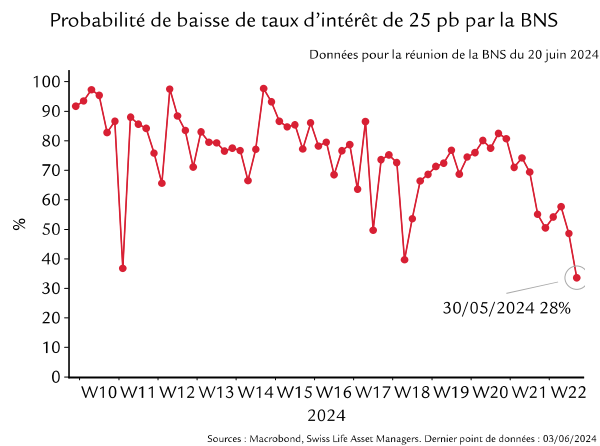
Suisse

- Le CHF gagne 1,3% face à l'USD, alors qu'il perdait un peu de terrain face à l'euro. Nous sommes désormais neutres sur la paire EUR/CHF.

Japon

- La faiblesse du JPY s'est stabilisée, avec seulement -0,5% contre l'USD, soit la seconde meilleure performance du genre en mai. Nous maintenons notre position inchangée sur la paire JPY/USD.

La paire EUR/CHF sans direction claire



La paire EUR/CHF progresse un peu plus en mai, passant brièvement la barre des 0,99 – au plus haut en plus d'un an – avant de céder une partie des gains en toute fin de mois. L'environnement de risque actuel, peu volatil, est une première explication. En pareil contexte, le CHF – valeur refuge classique – est une devise de financement intéressante avec son taux relativement faible malgré un positionnement court déjà tendu. La seconde raison réside dans les bonnes performances des économies développées, favorisant le contexte à faible risque. La zone euro comme la Suisse affichent un solide PIB au T1, l'UEM ayant trouvé le chemin pour s'extirper de la récession technique de 2023. De plus, les PMI les plus récents vont dans le sens d'une amélioration de la confiance. L'inflation continue de reculer, ouvrant la voie à un premier assouplissement par la BCE. Les marchés ont déjà intégré deux baisses pour cette année. La BNS a anticipé le mouvement, abaissant son taux directeur de 25 pb. Jusqu'à récemment, les marchés prévoyaient deux autres baisses en 2024. Ils ont désormais rejoint notre projection, voire sont en dessous, d'une seule baisse supplémentaire cette année. Le CHF a donc repris un peu du terrain cédé à l'EUR. Malgré la récente réévaluation de la projection politico-monnaire de la BNS, l'avantage de carry de l'EUR n'a pas beaucoup baissé, car les taux en EUR ont également augmenté. Selon nous, la paire EUR/CHF manque d'une orientation claire pour juin – notre position est donc neutre.

Allocation d'actifs

Sell in May : l'adage dit-il vrai ?

Synthèse

- Le goût du risque a marqué le mois de mai. Belle performance des actions, indépendamment de la région et du style – même si les grandes sociétés de croissance surperforment le lot.
- Une évolution positive résultant principalement des bons résultats trimestriels aux Etats-Unis. Mitigées, les données économiques traduisent pourtant une économie américaine toujours solide, avec une Europe continentale en net progrès. Partant, la seconde quinzaine a été plus volatile, les doutes quant à un assouplissement prochain de la politique monétaire étant ravivés.
- La hausse des rendements qui a suivi a pénalisé les obligations, surtout en CHF, mais induit une nouvelle compression des écarts de crédit. La dette d'entreprise (high yield et ME inclus) a donc surperformé les emprunts souverains.
- Côté devises, le CHF s'est apprécié face à l'USD mais déprécié face à l'EUR – alors que la GBP s'est fortement appréciée face au billet vert.

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

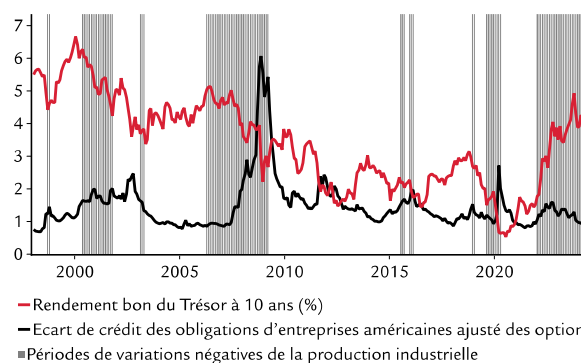
- Notre avis n'a pas changé : foncièrement, les marchés sous-estiment le risque et sont donc chers, historiquement comme en rapport avec la prospective actuelle.
- Pourtant, nous hésitons toujours à sous-pondérer les actions, la dynamique économique et de marché restant favorable. En revanche, nous sous-pondérons la dette d'entreprise et autres emprunts risqués, le potentiel de hausse étant inférieur au risque de baisse.
- Nous maintenons la surpondération de la dette souveraine, même si la dynamique récente nous contrarie. Les économies devraient toutefois se normaliser côté croissance et inflation. Les taux réels, surtout aux Etats-Unis, restent trop élevés pour ce scénario.
- La décision de la BCE courant juin et sa prospective seront la boussole de cette navigation en eaux troubles.

Pourquoi accepter de faibles écarts de crédit ?

Souvent, on dit que les faibles écarts actuels sont le fait des hauts niveaux des rendements. L'argument : les investisseurs s'en satisfont et des écarts même réduits sont bienvenus en sus de ces niveaux déjà attractifs. Nous étudions de plus près cet avis, car nous privilégions la dette souveraine à celle d'entreprise.

Les écarts de crédit sont censés indemniser le risque de défaut encouru par les investisseurs. Ce risque dépendra de la solidité financière de l'émetteur et de la conjoncture : si l'économie ralentit, la croissance des bénéfices aussi, et le risque de crédit augmentera même pour les emprunteurs aux reins solides. Ainsi, des écarts faibles sont le signe implicite de l'optimisme des investisseurs quant à l'évolution de la conjoncture.

Rendement bon du Trésor à 10 ans vs obligations d'entreprises américaines



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 04/2024

A première vue, l'histoire (voir graphique) valide l'argument : en période de rendements élevés, les écarts sont souvent légers. Mais attention à ne pas confondre corrélation et causalité : les premiers n'induisent pas forcément les seconds. Les fortes hausses de taux d'intérêt sont principalement le fait d'une politique monétaire plus dure visant à ralentir une économie en surchauffe. Les écarts sont faibles, car l'économie est solide et il est prévu qu'elle le reste. Toutefois, des rendements plus élevés vont finir par ralentir l'économie et augmenter le futur risque de crédit. Comme le montre le graphique, les écarts tendent à nettement se creuser après une période de rendements élevés. Certes, il est plus probable que les écarts de crédit se creusent une fois que les rendements reculeront. Mais la raison en sera la hausse du risque de crédit engendrée par le ralentissement de l'économie. En ce sens, les écarts actuels, serrés, signifient que le marché sous-estime le risque à venir.

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.