

Juillet 2024

Taux d'intérêt et obligations

Retour de la volatilité des écarts

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Juin 2024*	Year-to-date*	Actuel	Juin 2024*	Year-to-date*
US	4,3%	-17 pb	45 pb	94 pb	9 pb	-5 pb
Zone euro	2,5%	-21 pb	43 pb	120 pb	12 pb	-18 pb
UK	4,1%	-19 pb	60 pb	124 pb	10 pb	-15 pb
CH	0,6%	-29 pb	-9 pb	83 pb	6 pb	1 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 26 juin. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Des données macroéconomiques décevantes, une conjoncture toujours en forme.
- La dynamique ralentissant, la probabilité de baisses de taux en 2024 augmente. La Fed devrait en effectuer deux cette année.

Zone euro

- Plancher pour la dynamique économique – et prévision du consensus pour la croissance du PIB en 2024 revue à la hausse depuis mai.
- Comme prévu, la BCE a baissé son taux directeur en juin, restant vague pour la suite. Relèvement des prévisions d'inflation pour 2024 et 2025. Nous attendons deux autres baisses cette année.

Royaume-Uni

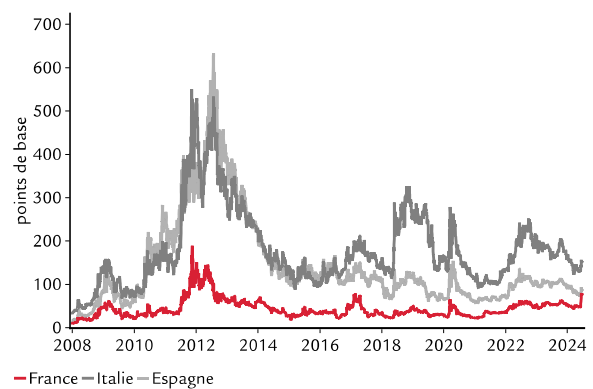
- La prévision du consensus de croissance du PIB a été relevée par rapport à mai, grâce à de bonnes surprises.
- Malgré un rebond de l'économie et une inflation des services toujours élevée, la Banque d'Angleterre devrait signer deux baisses de taux cette année.

Suisse

- Inflation sous-jacente inférieure aux attentes. L'appréciation du CHF a nourri la tendance baissière de l'inflation.
- Le 20 juin, la BNS a abaissé son taux directeur de 25 pb, ainsi que ses prévisions d'inflation. Selon nous, pas d'autre baisse à l'horizon en 2024.

Retour de la volatilité des écarts

Ecarts obligations d'Etat à 10 ans par rapport aux Bunds



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 26.06.2024

Réagissant aux élections européennes et à la dissolution inattendue en France, les écarts sur la dette d'Etat française se sont nettement creusés et sont au plus haut depuis 2013. Cela traduit le risque politique élevé : une victoire de l'extrême droite ou de la gauche au scrutin à deux tours (30 juin et 7 juillet) rendrait la consolidation budgétaire encore plus improbable. La prise de décisions au niveau national comme de l'UE se corserait. Trois bons points se dégagent pour les investisseurs en crédit. Primo, les rendements absolus investment grade (IG) et high yield (HY) sont supérieurs à la moyenne à 10 ans. Secundo, les probabilités de récession à court terme aux Etats-Unis et dans l'UE restent faibles. Tertio, Fed et BCE devraient à nouveau baisser leurs taux en 2024. Côté négatif, la demande de crédit est forte et les écarts, inférieurs à la moyenne à 10 ans, notamment aux Etats-Unis. Les écarts européens sont plus marqués en raison de la plus forte exposition aux risques (géo)politiques. Nous restons neutres sur le crédit IG (USD et EUR) et le crédit HY en USD. Nous visons un creusement pour le crédit HY EUR. Baisse du rendement de la dette souveraine en Europe et aux Etats-Unis, et évolution latérale en Suisse sont prévues au T3. La forte volatilité des taux américains souligne le risque d'inflation et de baisse de taux de la Fed.

Actions

Encore un bon mois

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Juin 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	3,8%	14,9%
Zone euro	-1,9%	9,0%
Royaume-Uni	-0,3%	8,6%
Suisse	-0,1%	8,9%
Marchés émergents	3,8%	7,4%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 26 juin. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Le marché a poursuivi sur sa trajectoire haussière en juin. Proche de 15% depuis janvier, la performance est très supérieure à notre estimation haute de 7% pour 2024.
- Les bons résultats trimestriels et la révision à la hausse des prévisions de bénéfices ont principalement porté le marché.
- Comme l'an dernier, la performance depuis le début de l'année varie fortement selon les styles et les secteurs. Les titres de valeur ont gagné 7,3%, ceux de croissance, 22,2%. En hausse de 24,9%, le style momentum est le plus performant depuis janvier. Le rallye reste l'apanage des très grandes capitalisations, alors que les petites ne progressent que de 0,9%.
- Le marché américain est cher, et sa valorisation reste bien supérieure à celle de tous les autres.

Zone euro

- L'annonce de législatives anticipées en France après la victoire de l'extrême droite aux élections européennes a pesé sur les titres européens.
- La valorisation du marché est quasi neutre.

Royaume-Uni

- En amont des élections générales du 4 juillet, le marché britannique clôt le mois en léger repli.
- Il profite toujours d'une faible valorisation.

Suisse

- Les actions suisses ont fait mieux que les européennes avec la nouvelle baisse surprise des taux par la BNS.
- Ce marché est le plus cher, derrière l'américain.

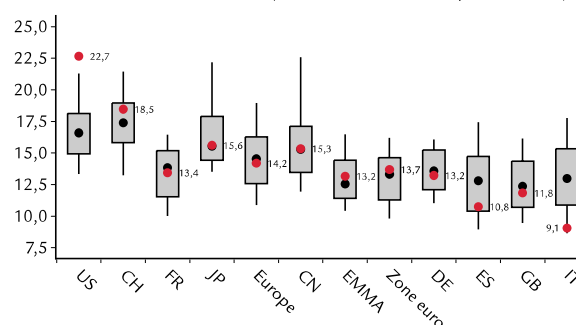
Marchés émergents

- Tableau hétéroclite : le marché chinois rebondit de +6,9% depuis janvier, le brésilien signe -18%.

Analyse de l'environnement de marché

Alors que nous arrivons à la mi-temps de l'année, il est l'heure d'évaluer le potentiel du marché pour le 2^e semestre. Depuis janvier, les actions mondiales gagnent 14%, largement au-dessus de notre prévision de 4%-7%. Pour la suite, nous voyons des aspects positifs comme négatifs. Côté négatif, les indicateurs de valorisation (surtout américains) sont élevés et l'attractivité relative face aux obligations est faible. L'actuel ratio cours/bénéfice (prévisionnel) aux Etats-Unis est dans le top 5% des 20 dernières années (voir graphique). En outre, le contexte monétaire reste restrictif. Selon nous, les taux d'intérêt élevés finiront par avoir un effet plus marqué sur les prix et les valorisations. En outre, les risques géopolitiques restent élevés ; l'élection présidentielle américaine pourrait attiser la volatilité. Enfin, le marché des actions est porté par une poignée de titres américains de la tech et n'a pas encore connu de baisse importante en 2024.

Valorisations des actions (ratio cours/bénéfice prévisionnel)



● Valeur actuelle ● Médiane (période de 01.2004 à 05.2023)
● Plage normale (25e-75e quintile), plage large (10e-90e percentile)

Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 26.06.2024

Côté positif : dynamique des bénéfiques, assouplissement monétaire allié à une faible probabilité de récession mondiale, et élan solide. Au T1, les bénéfiques ont dépassé les attentes, déclenchant des révisions à la hausse des prévisions des analystes. Vu le ralentissement de l'économie américaine, les 10% de croissance des bénéfices attendus ces 12 prochains mois sont très optimistes. La BNS et la BCE ont entamé leur cycle d'assouplissement sur fond de croissance atone et d'inflation en repli. La Fed devrait leur emboîter le pas dans l'année. Généralement, le marché réagit très bien à une baisse des taux dans un environnement non récessionniste. La forme olympique de l'IA et des mégacapitalisations pourrait durer et s'étendre aux titres de valeur ou des petites capitalisations. Au T3, nous restons globalement neutres sur les actions.

Devises

Le billet vert étend son règne

Aperçu des principales devises

	Juin 2024*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	-1,5%	-3,2%	↘
EUR/CHF	-2,1%	3,2%	→
GBP/USD	-0,9%	-0,9%	↘
USD/JPY	2,2%	14,0%	↗

* Variation au 26 juin. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Pondéré des échanges, le billet vert gagne 1% en juin. Parmi les grandes devises, seuls la SEK, le CHF, l'AUD et le rand sud-africain (ZAR) ont surperformé l'USD.
- Sa vigueur devrait se maintenir au T3 2024, grâce à l'avantage de carry et aux risques (géo)politiques à l'horizon (voir texte principal).

Zone euro

- Pondéré des échanges, l'EUR cède 1% en juin, sur fond de hausse de la prime de risque, conséquence de la vague populiste aux élections européennes et de la convocation surprise de législatives anticipées en France.
- L'EUR devrait rester sous la pression de l'USD. Nous sommes neutres sur la paire GBP/CHF.

Royaume-Uni

- La livre a conservé son flegme à l'approche des élections générales, restant stable en juin sur une base pondérée des échanges.
- Dans la logique d'une vigueur de l'USD, nous sommes négatifs sur la paire GBP/USD.

Suisse

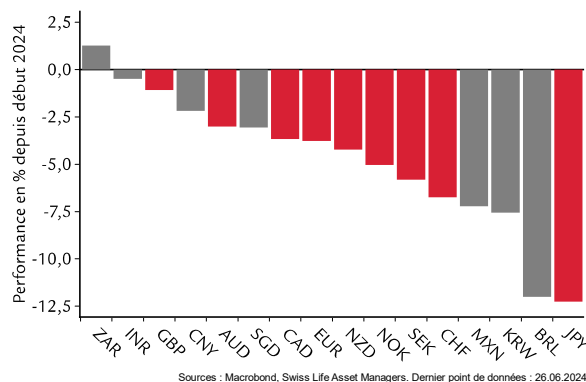
- Le CHF s'est fortement apprécié face à l'EUR en raison de l'accès de tensions politiques en Europe. Toutefois, la baisse de taux par la BNS le 20 juin, pas totalement intégrée par les marchés, a réussi à inverser la tendance en toute fin de mois.
- Au niveau actuel, nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF pour le prochain trimestre.

Japon

- Le JPY reste le bonnet d'âne cette année, la paire USD/JPY passant même la barre des 160 yens fin juin, un niveau inédit depuis 1986.
- La Banque du Japon ne semblant pas entamer de resserrement sérieux, cela devrait s'aggraver.

1^{er} semestre 2024 : l'USD bat presque tout le monde

Performance 2024 face à l'USD : sélection de devises de marchés développés (en rouge) et marchés émergents (en gris)



Les six premiers mois de 2024 sont passés, le moment est idéal pour analyser l'évolution des devises depuis janvier. Le graphique ci-dessus indique qu'à l'exception du rand sud-africain (ZAR), toutes les grandes devises ont cédé du terrain à l'USD. Le ZAR a profité d'une appétence au risque des marchés financiers, de la hausse des prix des matières premières ainsi que d'une baisse de la prime de risque du pays. En effet, l'ANC a perdu sa majorité absolue et formé une coalition avec le parti d'opposition DA et trois autres petites formations, favorables au marché. Globalement, nous voyons « le retour du roi dollar » en 2024 après une année 2023 difficile, comme nous l'écrivions dans notre perspective annuelle de janvier.

Notre vision d'une vigueur structurelle de l'USD ne change pas, tout du moins pour le prochain trimestre. Même si l'économie américaine va sûrement ralentir quelque peu au S2 2024 – ouvrant la voie à une première baisse de taux par la Fed – la baisse de l'inflation semble plus avancée dans la plupart des marchés développés et émergents. Cela plaide pour un différentiel de taux inchangé, voire croissant. Cet avantage de carry devrait continuer de porter l'USD, en plus de l'incertitude (géo)politique et du risque d'un conflit commercial envenimé, que Donald Trump ou Joe Biden s'impose (des droits de douane plus élevés sont généralement favorables à l'USD). L'USD devrait aussi s'apprécier face au CHF, le différentiel de taux d'intérêt s'étant creusé après les deux baisses de taux directeur de la BNS au S1 2024.

Allocation d'actifs

Beau temps avec risque d'orage

Synthèse

- Juin n'a pas été avare de surprises, météorologiques, politiques et financières.
- Tandis que les taux d'intérêt ont un peu reculé, leur volatilité demeure. En parallèle, les écarts se sont légèrement creusés. La baisse surprise du taux directeur de la BNS a porté les obligations en CHF. La hausse des écarts peut s'expliquer par la liquidation forcée du portefeuille obligataire en devises d'une banque japonaise, causant des pertes substantielles affectant sa base de capitaux propres. Cet incident isolé n'a pas contaminé le système bancaire national ou mondial.
- Les marchés des actions sont marqués par une immense diversité, Etats-Unis et Asie en tête, alimentés par l'essor de l'IA. A contrario, la zone euro et le Royaume-Uni sont aux prises avec un contexte politique difficile. La Suisse a trouvé un juste milieu, enhardie par la baisse inattendue du taux directeur de la BNS. La forte correction de Nvidia en seconde quinzaine n'a été qu'une brève surprise, et le secteur a vite rebondi.

Allocation d'actifs : avis actuels

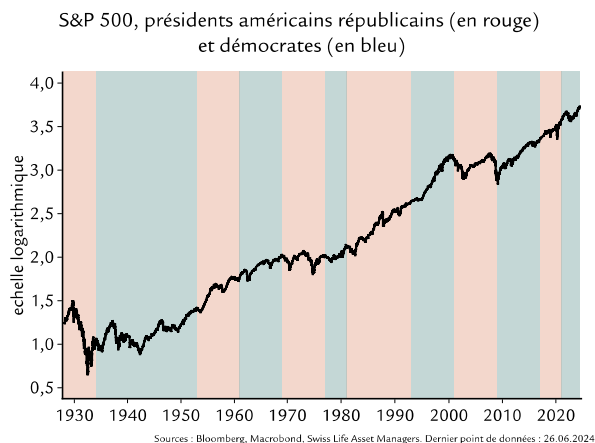
Classe d'actifs	Pondération active
Obligations d'Etat mondiales	surpondération
Obligations d'entreprises globales IG*	sous-pondération
Obligations des marchés émergents	sous-pondération
Actions mondiales	neutre

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

- Malgré la surprenante résilience de l'économie américaine, le paysage reste globalement inchangé. Nous suivons de près les développements politiques en Europe, qui pourraient attiser la volatilité. A ce stade, nous ne voyons toutefois pas de raison impérieuse de modifier notre allocation d'actifs.
- Malgré des fondamentaux et une dynamique de marché en retrait, nous restons neutres sur les actions, le marché ne semblant pas positionné pour une réévaluation. Dans la logique de notre précédente position, nous sous-pondérons les obligations d'entreprises et à risque élevé.
- Vu la baisse quasi-imperceptible des taux, nous restons surpondérés sur la dette souveraine. Les taux réels restent élevés et les banques centrales ont les yeux rivés sur les données, leur propension à baisser les taux dépendant de l'évolution macroéconomique.

Course à la Maison Blanche et marché des actions

Les marchés financiers apprécient la stabilité et un contexte politique propice aux affaires. Ils sont donc fondamentalement « apolitiques ». Toutefois, l'agenda politique potentiellement défavorable aux bénéfices futurs peut peser sur les marchés. L'année 2024 est riche en élections majeures de par le monde, dont la présidentielle américaine. D'où la question : l'investisseur doit-il ajuster son portefeuille pour anticiper ces événements ? Le graphique ci-dessous illustre l'évolution du S&P 500 depuis 1928, sous des présidences démocrates comme républicaines. Les données sont présentées sur une échelle logarithmique pour faciliter la détection des changements de tendances.



D'après le graphique, aux Etats-Unis tout du moins, les élections n'influent pas forcément sur l'évolution du marché. A l'inverse, les marchés (et l'économie) peuvent avoir une forte influence sur les scrutins : vous connaissez peut-être l'expression « *It's the economy, stupid!* » pour expliquer l'élection d'un certain président. Sous des mandats républicains comme démocrates, le S&P 500 a connu des hauts et des bas. Même constat en prenant uniquement les périodes où le parti du président en poste détenait également la majorité au Congrès. Même si la réaction initiale du marché est négative, elle est généralement brève. Parier sur le résultat d'une élection – dans les pays développés en tout cas – n'est pas très judicieux. Le pari peut être indiqué uniquement en cas de très forte conviction d'une politique économique durablement différente sous un nouveau président. Un second mandat de Donald Trump pourrait engendrer une volatilité à court terme et un dollar plus fort. Hormis cela, le contexte de marché ne changerait pas radicalement par rapport à la situation sous l'administration Biden.

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 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.