

Mars 2023

Taux d'intérêt et obligations

La lutte contre l'inflation continue

Etats-Unis

- Février a en quelque sorte contré le mouvement de janvier, les T-Bonds à 10 ans gagnant 40 pb et les écarts de crédit des entreprises se creusant de 7 pb.
- L'inflation et la croissance économique restant fortes, le marché se met à réévaluer la trajectoire de la Fed, aucune baisse n'étant désormais attendue en 2023.

Zone euro

- Les rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans l'UEM sont aussi en hausse (plus de 30 pb). Nouveau pic cyclique pour les Bunds (2,65%) sans, étonnamment, que les écarts de crédit en souffrent ; ils se sont resserrés de 5 pb.
- Après avoir évité une crise énergétique, l'économie européenne a remis les gaz, les PMI revenant en territoire de croissance. La BCE se verra donc probablement contrainte de durcir sa politique monétaire pour maîtriser l'inflation.

Royaume-Uni

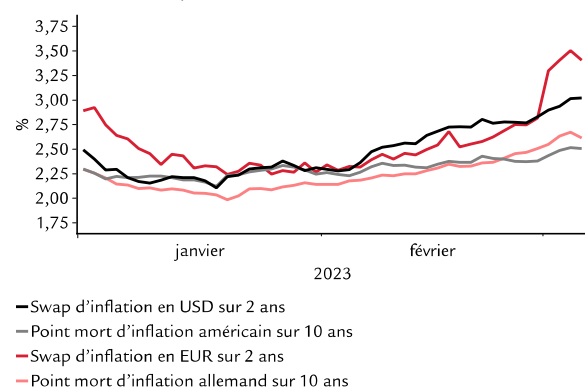
- En plus forte hausse encore, les rendements des gilts (+53 pb) approchent doucement les niveaux de septembre où la Banque d'Angleterre est intervenue. Mais le creusement actuel est bien moins désordonné.
- Regain inattendu des PMI et des ventes au détail, avec un secteur tertiaire particulièrement solide. La Banque d'Angleterre a donc un peu plus de pression à resserrer l'étai.

Suisse

- Le rendement d'une obligation d'Etat à 10 ans signe +20 pb en février, les écarts sont plutôt neutres, le resserrement initial s'estompant en seconde quinzaine.
- Les données économiques suisses restent contrastées, alors que l'inflation a connu un regain plus vif que prévu par le consensus.

Montée des attentes d'inflation

Mesures des prévisions d'inflation basées sur le marché



Source: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

La vive hausse des rendements des obligations d'Etat a pesé sur la performance des investisseurs en revenu fixe, après un mois de janvier parmi les meilleurs des dernières années. Les obligations d'entreprises ont mieux résisté : les écarts en USD se creusent, et se resserrent légèrement en EUR, malgré l'anticipation d'une rhétorique bien plus offensive. Le taux final de la Fed est attendu à 5,6%, celui de la BCE, à 4,0% au moment de la rédaction. Si les conditions financières durcies pèsent sur le prix des actifs, l'amélioration de la situation macroéconomique ne semble pas les compenser pour l'heure. En Europe notamment, les investisseurs semblent à l'aise avec les rendements globaux, les bénéfiques résistants, l'amélioration du moral et la crise énergétique dans le rétroviseur. Si nous estimons que le crédit investment grade est l'une des classes d'actifs les plus intéressantes dans ce contexte, une plus grande aversion au risque pourrait poser problème. Selon les dernières données, des conditions financières durcies et une croissance moins marquée sont requis pour que l'inflation revienne à l'objectif de 2% des banques centrales. Nous estimons que les actifs financiers n'en sortiront pas indemnes, et prévoyons toujours un creusement des écarts de crédit. Les rendements des obligations d'Etat sont proches de leur pic et devraient baisser, les conditions monétaires durcies pesant sur la perspective conjoncturelle.

Actions

Coup d'arrêt pour la tendance haussière

Etats-Unis

- Le marché américain des actions a perdu 2,4% en février, sa performance depuis janvier est de +4,0%. La hausse des rendements obligataires alimentée par les craintes d'inflation et des données économiques meilleures que prévu explique cette baisse.
- La saison des bénéfices s'est conclue sur une meilleure note qu'attendu, mais leur croissance est négative (précisions ci-contre).
- La valorisation du marché reste supérieure aux moyennes historiques. Nous continuons de privilégier d'autres marchés.

Zone euro

- Comme en janvier, le marché européen surperforme l'américain, signant +1,6% en février, et +11,4% depuis début 2023.
- Il profite d'une valorisation bien inférieure et d'un coup de pouce de court terme des prix de l'énergie plus bas que prévu.

Royaume-Uni

- Le marché britannique signe la meilleure performance de février, à +1,9%. Depuis janvier, il gagne 6,1%.
- Il profite de la plus faible valorisation de tous les grands marchés. Toutefois, l'économie est apathique, et l'inflation reste un souci majeur.

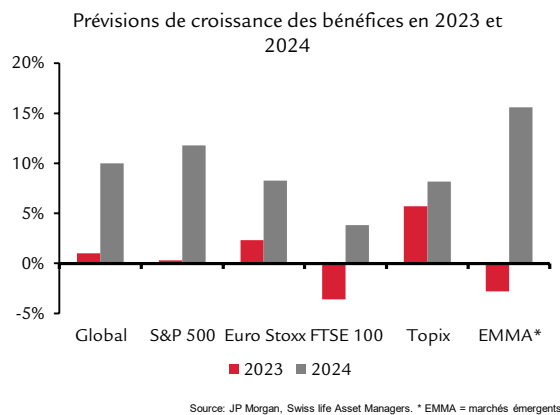
Suisse

- Le marché suisse a cédé 1,5% en février, et signe +3,8% depuis le début d'année.
- Comme en janvier, les trois mastodontes de l'indice, Nestlé, Roche et Novartis, en portent la responsabilité. Leur performance a oscillé entre -3,9% et -4,8%.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Un mauvais mois de février, avec une performance de -6,5% ; le gain depuis début 2023 est anecdotique (+0,9%), une fois de plus derrière les autres marchés des actions.
- Le sous-indice européen a gagné 3,7% en février, les indices asiatique et latino-américain ont cédé respectivement 6,9% et 6,2%.
- L'appréciation du dollar et une inflation attendue en hausse expliquent notamment cette contre-performance.

Les leçons de la saison des bénéfices



La saison des bénéfices du T4 2022 est finie, et les résultats sont globalement à peine supérieurs aux prévisions. Prudentes, celles-ci avaient été abaissées depuis quelques mois. La croissance globale des bénéfices comparée au T4 2021 aux Etats-Unis est de -2% (-6% hors énergie), et de +2% dans l'UEM (-2% hors énergie). Le fort effet positif du secteur de l'énergie cessera ces prochains trimestres si les prix du gaz et du pétrole restent aux niveaux actuels. La croissance nominale est bien plus forte (5% aux Etats-Unis, et 16% dans la zone euro). Autrement dit, les ventes sont plutôt neutres comparées à 2021 outre-Atlantique, mais en forte hausse en Europe. Autre conséquence, le repli des marges qui avaient atteint des pics record. Notons moins de bonnes surprises que lors des précédents trimestres, sous la moyenne historique. Les prévisions de bénéfices pour 2023 ont été nettement abaissées, la croissance des gains des grands marchés des actions est pour l'heure estimée à 1,0%. Le plus fort taux est attendu au Japon (5,7%), le plus faible outre-Manche (-3,6%). Des chiffres impliquant toujours un atterrissage en douceur de l'économie mondiale. La baisse des bénéfices américains est de 15% en moyenne lors d'une récession ; même si elle est légère, comme prévu, ce repli serait à un chiffre. Ces estimations pour 2023 impliquent aussi qu'une performance positive s'accompagnerait de valorisations en hausse. 2024 s'annonce bien meilleure, surtout sur les marchés émergents, où les prévisions sont supérieures aux moyennes à long terme. Un redressement de la conjoncture mondiale et un début de baisse des taux directeurs rendrait ce scénario réaliste. Nous restons prudents et d'avis qu'une nouvelle correction à court terme est probable.

Devises

À l'affût des banques centrales

Etats-Unis

- En février 2023, l'USD a gagné 3% pondéré des échanges, faisant plus que reprendre le terrain perdu en janvier, grâce aux données économiques américaines meilleures que prévu. L'USD s'est apprécié face à toutes les grandes devises, hormis le MXN.
- La vigueur de l'USD va se poursuivre en mars, mais il connaîtra un nouveau repli pondéré des échanges plus tard en 2023, avec le ralentissement attendu de l'économie.

Zone euro

- Performance mitigée pour l'EUR en février : en hausse face à des devises à faible rendement comme le CHF et le JPY, il cède du terrain à la SEK et à l'USD.
- Si nous prévoyons une nouvelle baisse de la paire EUR/USD à court terme, l'inflation tenace et un cycle de relèvement retardé comparé aux autres économies vont soutenir la monnaie unique.

Royaume-Uni

- Alors que la GBP a perdu ses gains de janvier face à l'USD, elle est restée stable face à l'EUR.
- A court terme, nous restons négatifs sur la paire GBP/USD. Même si la récession technique a été évitée de justesse au T4 2022, le mix croissance-inflation britannique reste très peu reluisant pour 2023.

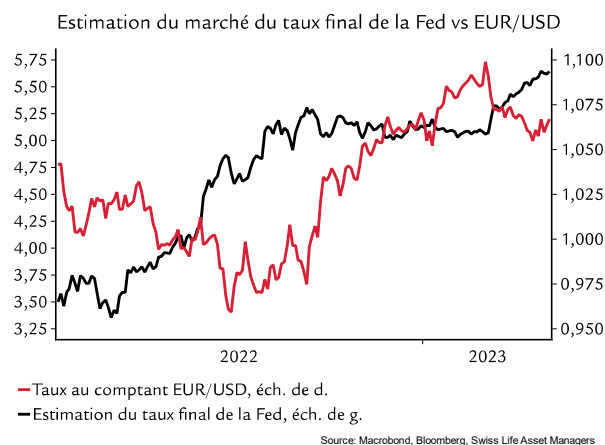
Suisse

- Pondéré des échanges, le CHF cède encore 0,5% en février, la BNS continuant de vendre des devises.
- Les risques d'inflation sont plus élevés en Europe qu'en Suisse, la BNS a donc les moyens de faire pression à la baisse sur la paire EUR/CHF pour stopper l'inflation importée à court terme. Le CHF devrait encore céder le pas à l'EUR en 2023, vu le différentiel de taux d'intérêt qui se creuse.

Japon

- L'USD s'est aussi renforcé face au JPY en février, la paire USD/JPY gagnant 4,7% sur le mois.
- Kazuo Ueda devrait être nommé à la tête de la Banque du Japon. Avec une inflation désormais supérieure à 4%, la politique de contrôle de la courbe des taux paraît de plus en plus intenable. Cela pourrait mettre les rendements obligataires japonais sous pression et étayer notre avis négatif sur la paire USD/JPY en 2023.

Le marché prévoit des hausses de taux, portant l'USD



En février a eu lieu une autre forte réévaluation des relèvements des banques centrales, préoccupation majeure du marché des changes. Avec un marché du travail américain très solide et une inflation toujours forte, notamment la mesure clé excluant l'alimentation et l'énergie, le marché a relevé sa prévision de taux final de la Fed à 5,6% au moment de la rédaction. Les rendements obligataires américains ont progressé, et la plupart des taux finaux des pays développés, soit le taux directeur le plus haut du cycle attendu, ont été relevés. La dynamique économique reste plus solide que prévu, les PMI livrant de bonnes surprises aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni. De plus, l'inflation de février dans l'UEM est plus forte que prévu, faisant monter l'inquiétude d'une nouvelle généralisation des pressions sur les prix. Cela a renforcé la pression du marché sur la BCE à rester ferme dans sa lutte contre l'inflation. Il attend désormais des relèvements de 50 pb à partir de début février, relevant le taux final attendu à 4,0% à la clôture de la rédaction. La dynamique devrait s'essouffler en fin d'année, dans le sillage d'une politique monétaire durcie. La Fed devrait donc atteindre son taux directeur maximal de 5,25% au T2 2023, inférieur à la prévision actuelle du marché. Bien que l'avantage du carry de l'USD reste important comparé aux autres grandes devises, portant le billet vert à court terme, les taux européens devraient réduire leur écart face aux américains courant 2023. En effet, le cycle de relèvement de la BCE est à la traîne de celui de la Fed. La vigueur de l'USD devrait persister en 2023 ; nous maintenons donc notre prévision d'une paire EUR/USD en 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

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 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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.