

Mars 2024

A retenir

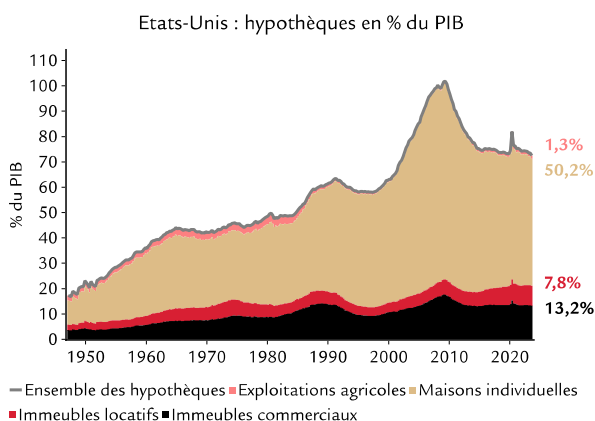
- La chute de l'immobilier commercial américain pèse sur les petites banques, sans risque de crise systémique
- L'Europe méridionale entame bien mieux l'année que les grands pays de l'UEM
- Chine : records de voyages dans le pays, mais la crise immobilière pèse sur la consommation

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2024		Croissance du PIB 2025		Inflation 2024		Inflation 2025	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,1% ↑	2,1% ↑	1,7% ↑	1,7%	2,9% ↑	2,6%	2,4%	2,2% ↓
Zone euro	0,3% ↓	0,5%	1,0%	1,3%	2,3% ↑	2,3% ↑	2,0% ↑	2,0%
Allemagne	-0,2% ↓	0,3%	1,0%	1,1% ↓	2,2% ↑	2,5%	1,9%	2,1%
France	0,6% ↓	0,7%	1,0%	1,3%	2,2% ↑	2,4% ↓	1,8% ↑	1,9%
Italie	0,5%	0,5%	0,8%	1,0%	1,7%	1,9% ↓	1,9%	1,9% ↑
Espagne	1,3%	1,5% ↑	1,6%	1,8%	2,8% ↑	2,9%	2,1%	2,1%
Royaume-Uni	0,1% ↓	0,3% ↑	1,0%	1,1% ↑	3,0%	2,6% ↓	2,4%	2,1% ↓
Suisse	1,0%	1,1% ↓	0,9%	1,6%	1,2% ↓	1,6% ↑	0,9%	1,2%
Japon	0,3% ↓	0,7% ↓	0,7%	1,0%	1,7% ↓	2,3% ↑	1,4%	1,6% ↑
Chine	4,5%	4,6%	4,4%	4,3%	0,7% ↓	0,9% ↓	1,9%	1,6% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 12 février 2024

Graphique du mois



Dans les grands centres, les prix de l'immobilier commercial américain se sont effondrés. La hausse des taux et la sous-occupation des bureaux du fait du télétravail ont pesé de tout leur poids. Pour autant, ces arguments plaident en défaveur d'une réédition de la crise de 2008 : (1) les hypothèques pour l'immobilier commercial ne représentent que 18% du marché et leur part rapportée au PIB est stable depuis 2014 ; (2) le marché bien plus vaste de l'hypothèque résidentielle ne présente pas de signes de faiblesse ; (3) la Fed et les autorités de surveillance des banques sont conscientes du problème et interviendraient au moindre signe de tension systémique.

Etats-Unis

Pression sur les petites banques

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,1%	2024 : 2,1%
2025 : 1,7%	2025 : 1,7%

Les premières données semblent confirmer notre prévision d'un léger essoufflement du secteur tertiaire début 2024. Les ventes au détail signent une baisse surprise en janvier, et l'indice des directeurs d'achat du tertiaire a fléchi en février, alors qu'il était à un solide niveau. Nous maintenons notre prévision d'un certain affaiblissement de l'économie américaine en 2024, sans attendre de récession à proprement parler. La grande inconnue reste la crise de l'immobilier commercial et ses potentielles répercussions sur l'économie réelle. Selon la plupart des analystes, la correction devrait être plus marquée en raison des refinancements à venir et des contrats de location qui expirent. Tandis que nous jugeons faible le risque d'une crise systémique (voir Graphique du mois), l'accès au crédit pour les PME en particulier devrait être plus difficile. Les hypothèques commerciales sont surtout accordées par des banques régionales, dont la plupart vont sûrement s'affairer à la restructuration de ces produits en 2024. De nombreuses villes en font les frais, car leurs recettes fiscales dépendent parfois fortement de l'immobilier commercial. Le secteur de la construction devrait en revanche être épargné. La construction d'immeubles commerciaux ne représente que 0,4% du PIB, et l'essor dans les domaines des infrastructures et des bâtiments industriels devrait plus que compenser la faiblesse actuelle.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,9%	2024 : 2,6%
2025 : 2,4%	2025 : 2,2%

Forte hausse de l'IPC américain en janvier par rapport au mois précédent. Sa hausse dans les services (hors énergie et logement) a fait l'effet d'un choc. Cette composante devrait toutefois moins progresser dans l'inflation des dépenses de consommation (PCE) – le véritable objectif de la Fed – car les dépenses de santé y sont comptabilisées différemment. Nous estimons donc que des baisses de taux en 2024 restent réalistes.

Zone euro

Des données insuffisantes

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,3%	2024 : 0,5%
2025 : 1,0%	2025 : 1,3%

Dans l'optique d'une potentielle baisse des taux de la BCE, les données récentes présentent un tableau contrasté. L'activité économique reste faible, surtout dans l'industrie, et l'inflation globale approche l'objectif de 2%. Mais l'inflation sous-jacente et les prix des services restent obstinément élevés en janvier, même s'ils s'expliquent par des effets exceptionnels en Allemagne. En février, l'indice des directeurs d'achat dans le tertiaire a surpris en repassant le seuil des 50 points, après six mois en contraction. La solidité de la composante de l'emploi en est un des principaux facteurs, reflétant un marché du travail globalement robuste. C'est précisément qui inquiète la BCE au regard de l'évolution des salaires et qui a poussé de nombreux gouverneurs à souligner la nécessité d'attendre des données supplémentaires. Mais les chiffres sur les salaires ne sont toujours disponibles qu'avec un certain retard. Au 4^e trimestre 2023, les salaires conventionnels signent +4,5% par rapport à 2022. La hausse est moins marquée qu'au 3^e trimestre, mais reste trop rapide. Ce n'est qu'en mai que les salaires conventionnels du 1^{er} trimestre 2024 seront connus. En attendant, les données salariales de différents pays (Allemagne, Espagne, Italie) ainsi que les rémunérations des offres publiées sur Indeed seront scrutées. De plus, les révisions de prévisions de la BCE en mars pourraient livrer des indices quant à la date d'une première baisse de taux. Actuellement, les prévisions de croissance de la BCE sont de 0,8% en 2024 et 1,5% en 2025, soit supérieures aux nôtres.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,3%	2024 : 2,3%
2025 : 2,0%	2025 : 2,1%

La BCE estime l'inflation à 2,7% en 2024 et 2,1% en 2025 ; nos hypothèses sont inférieures. Abaisser la prévision d'inflation et de croissance ouvrirait la voie à une baisse de taux en avril, si l'inflation globale continue de reculer et que les données salariales vont dans le bon sens. Plusieurs gouverneurs de la BCE estiment toutefois plus élevé le risque d'une baisse prématurée que celui d'un assouplissement trop tardif.

Allemagne

La peur appelle l'épargne

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : -0,2%	2024 : 0,3%
2025 : 1,0%	2025 : 1,3%

La crise de l'immobilier commercial américain fait également les gros titres de la presse allemande, car certaines banques du pays sont très fortement exposées à ce marché. Si des difficultés importantes ne sont pas à exclure pour certains établissements, les risques systémiques semblent maîtrisés. Notre scénario de référence écarte toute crise majeure de confiance aux Etats-Unis comme en Europe, où le marché de l'immobilier commercial est moins touché. En revanche, la crise se poursuit dans l'industrie allemande. Mauvaise surprise de l'indice des directeurs d'achat (PMI) en février : le recul de la production, des commandes et de l'emploi s'accélère. Nous révisons donc à la baisse de nos prévisions de croissance pour le 1^{er} trimestre 2024. Le secteur tertiaire livre des signaux un peu plus positifs : le recul y est moins marqué et la composante de l'emploi demeure solide. Le climat de consommation s'est amélioré à la marge en février, sur fond d'embellie des perspectives de revenus, qui ne se traduit toujours pas dans de plus fortes intentions d'achat. Manifestement, la conjoncture pousse à l'épargne par peur du lendemain. Dans le contexte d'une économie allemande en difficulté, la position très restrictive des deux gouvernements allemands de la BCE peut étonner.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,1%	2024 : 2,5%
2025 : 1,9%	2025 : 2,1%

En janvier, l'inflation globale a diminué, de 3,7% à 2,9%, faisant un grand pas vers l'objectif de 2%. L'inflation sous-jacente fait de la résistance et passe de 3,5% à 3,4%. En comparaison mensuelle, les prix des biens essentiels reculent, mais ceux des services augmentent nettement en raison de la hausse de la TVA. L'inflation sous-jacente devrait rester supérieure à la globale jusqu'en fin d'année, mais baisser par moment à 2,1%.

France

Moins de vent contraire

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,6%	2024 : 0,7%
2025 : 1,0%	2025 : 1,1%

Difficile de décrire la situation de l'économie française actuellement. L'indice des directeurs d'achat (PMI) montre un ralentissement attendu de la baisse dans l'industrie et les services. Le fait que les entrées de commandes ne diminuent plus que légèrement dans l'industrie est réjouissant. La stagnation constatée au 2^e semestre 2023 ne se traduit pas encore sur le marché du travail. En y ajoutant une nouvelle baisse attendue de l'inflation, tout cela pourrait ouvrir la voie à la fin de la crise du pouvoir d'achat et à la hausse de la consommation. Or, le repli du moral des ménages en février 2024 vient contredire cette prévision. Cela peut être lié au fait que la croissance des salaires pourrait être moindre qu'espérée cette année. D'après une enquête de Rexecode et du Laboratoire d'idées pour les PME-ETI, la hausse devrait être de 2,6%, après 3,4% l'an dernier. La politique budgétaire demeure l'inconnue : après un léger stimulus en 2023, Bercy a annoncé un plan d'économies, dont l'ampleur ne peut pas encore être estimée cette année. Dernier point et non des moindres, l'organisation des Jeux olympiques d'été complique l'analyse. L'événement va sûrement attirer des spectateurs français comme étrangers. L'ampleur de son effet net dépendra de la mesure dans laquelle la population et les entreprises seront restreintes dans leurs activités quotidiennes lors de l'olympiade estivale.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,2%	2024 : 2,5%
2025 : 1,8%	2025 : 1,9%

En janvier, le taux d'inflation a baissé pour atteindre 3,1%, sa plus faible valeur depuis janvier 2022. En février, il devrait déjà avoir glissé sous les 3%, selon nos estimations. Cette tendance va se poursuivre au fil de l'année : au 4^e trimestre 2024, nous prévoyons un taux d'inflation inférieur à 2%.

Italie

Salaires réels en hausse

D'après les PMI, l'Italie a entamé 2024 de manière plus dynamique que les poids lourds de la zone euro, à savoir l'Allemagne et la France. Le PMI de l'industrie progresse encore et a tutoyé le seuil de croissance en janvier. Mais le secteur connaît des disparités : solide production des entreprises pharmaceutiques et chimiques contre stagnation pour les autres acteurs du secondaire. Les indicateurs avancés du secteur tertiaire ont meilleure allure. Le PMI renoue avec la croissance grâce à une plus forte production et des prévisions d'emploi et d'activité en amélioration. En 2024, la consommation devrait profiter de la hausse des salaires réels. Depuis novembre 2023, le taux d'inflation est inférieur à 1%, alors que le salaire horaire a progressé de 2,7% par rapport à novembre 2022. La croissance a même atteint 7,9%, une valeur qu'il est possible d'ignorer sans crainte, car les fonctionnaires ont reçu des versements uniques en décembre portant sur toute l'année 2024. Contrairement à l'Allemagne et à la France, il n'y a donc pas lieu de réviser à la baisse la prévision pour le PIB italien en 2024.

Espagne

L'électronique en vogue

En Espagne, le PMI agrégé progresse pour atteindre 51,5 points en janvier, à la faveur d'un rebond du secteur secondaire et d'un secteur tertiaire aux chiffres toujours satisfaisants. L'économie espagnole est donc bien plus dynamique que la moyenne de la zone euro (48,9). Parmi tous les pays de l'UEM, seule la Grèce affiche un PMI supérieur (54,7). En 2023, les fabricants d'ordinateurs, d'appareils électroniques et optiques ont connu une croissance particulièrement forte (27%), suivis des sociétés de réparations et d'installations de machines (10%) et des produits chimiques (8%). Les industries des boissons (-12%), de l'impression (-8%) et des produits pharmaceutiques (-7%) affichent le plus fort recul de production. Dans ce contexte, le repli de l'inflation sous-jacente en janvier (3,8% à 3,6%) est remarquable. L'inflation globale passe de 3,1% à 3,4%, en raison de la hausse des taxes sur l'énergie et d'une forte augmentation de prix des denrées alimentaires transformées. Début mars, l'Espagne sera le premier pays à publier les données des salaires pour février. L'attente est fébrile.

Suisse

Inflation étonnamment faible

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,0%	2024 : 1,1%
2025 : 0,9%	2025 : 1,6%

Comme à l'accoutumée, les chiffres du PIB suisse sont publiés après la clôture de la rédaction. Les données du 4^e trimestre 2023 seront disponibles le 29 février. Une récente enquête de Bloomberg montre que le consensus prévoit une croissance modérée du PIB réel de 0,1% par rapport au trimestre précédent, une prévision identique à la nôtre. Sauf surprise de taille, la croissance du PIB réel devrait être de 0,7% pour 2023. L'économie suisse échappe donc à la récession technique. Les dernières analyses montrent toutefois que la conjoncture reste à la traîne, notamment dans le secteur secondaire. Le taux de chômage augmente légèrement depuis l'été 2023, notamment dans les cantons industriels de l'Arc jurassien. Après une moyenne de 2,0% l'an dernier, nous tablons sur un chômage moyen à 2,3% pour 2024. Nous maintenons notre prévision d'une reprise cyclique vers le milieu de l'année. Les coûts de financement plus avantageux grâce à la baisse des taux d'intérêt et la hausse des salaires réels dans l'Europe voisine devraient l'alimenter.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,2%	2024 : 1,6%
2025 : 0,9%	2025 : 1,2%

Forte baisse surprise de l'inflation en janvier : là où nous attendions une hausse au-delà de 2%, elle est tombée à 1,3%. Ce repli a suscité des espoirs d'une baisse du taux directeur de la BNS dès le mois de mars. L'effet des hausses de loyers passées ne se reflète toutefois pas encore intégralement dans l'IPC. Par ailleurs, d'après les chiffres actuels, les loyers affichés continuent de croître et de nouvelles augmentations ne sont pas à exclure. Le relèvement du taux de TVA pourrait également ne se répercuter que de manière différée sur les consommateurs.

Royaume-Uni

Un début d'année de bon augure

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,1%	2024 : 0,3%
2025 : 1,0%	2025 : 1,1%

Les chiffres du PIB pour le 4^e trimestre 2023 ont déçu et confirmé que le Royaume-Uni était en récession technique – deux trimestres consécutifs de repli du PIB – au 2^e semestre 2023. Cependant, le début d'année livre des signes positifs et renforce nos prévisions prudemment optimistes d'un retour à une timide croissance en 2024. En février, le PMI des services a signé un troisième mois de rang en territoire de croissance (54,3), les carnets de commandes et l'emploi continuant de s'améliorer notamment. Surprise en janvier, où les ventes au détail ont fortement rebondi pour s'extirper des profondeurs. Selon les derniers chiffres, la récession technique n'a toujours pas entamé le marché du travail. Depuis mi 2023, le taux de chômage suit une trajectoire baissière et s'inscrit à nouveau sous les 4%. Entretemps, la croissance nominale des salaires d'environ 6% par rapport à l'année précédente reste étonnamment forte, et supérieure à l'inflation. La hausse des salaires réels devrait alimenter en 2024 un léger rebond d'une consommation jusqu'ici déprimée. Tout comme ses homologues du Vieux Continent, l'économie britannique souffre de son industrie, dont les chiffres de production et d'enquête ne sont pas au mieux.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 3,0%	2024 : 2,6%
2025 : 2,4%	2025 : 2,1%

Une fois n'est pas coutume, l'inflation britannique n'a pas livré de surprise en janvier, et reste étonnamment stable. L'inflation globale s'inscrit à 4,0% et la sous-jacente (hors énergie et alimentation) affiche toujours 5,1%. La forte croissance des salaires maintiendra élevée l'inflation des services (à forte intensité de main-d'œuvre), inscrite à 6,5% en janvier.

Chine

Les envies d'ailleurs grandissent

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 4,5%	2024 : 4,6%
2025 : 4,4%	2025 : 4,3%

La Chine a publié des chiffres impressionnants sur la période du Nouvel An lunaire. Les dépenses de consommation sont robustes, et les déplacements intérieurs ont surpris, avec 474 millions de trajets, soit 19% de plus qu'en 2019, avant le covid donc. Toutefois, les recettes touristiques par trajet restent inférieures d'environ 10% au niveau de l'époque. Certes, cela prouve que la population retrouve ses envies d'ailleurs, mais aussi qu'elle n'a pas encore retrouvé ses habitudes de dépenses et qu'elle craint d'effectuer des achats importants. Le nombre de vols en témoigne également : les vols intérieurs sont supérieurs de 20% au niveau de 2019, alors que les vols internationaux, plus chers, sont 20% moins nombreux. La raison de ce rebond à cloche-pied réside dans la faiblesse du secteur immobilier, qui pèse sur la consommation des ménages. Pékin a baissé de 25 pb le taux directeur pour les crédits à cinq ans, le mètre-étalon des taux hypothécaires. C'est la plus forte diminution enregistrée jusqu'ici et un signe que l'exécutif entend freiner la trajectoire baissière du marché immobilier. Néanmoins, les ventes ne seront pas redynamisées par la baisse des taux hypothécaires. Inscrits à un niveau historiquement bas, ce ne sont pas les responsables de la faiblesse du secteur. C'est bien une crise de confiance qui en est à l'origine.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,7%	2024 : 0,9%
2025 : 1,9%	2025 : 1,6%

L'inflation a été plus faible qu'attendu en janvier, s'inscrivant à -0,8%. Nous estimons que l'inflation chinoise reviendra en territoire positif en cours d'année, car le prix de la viande de porc, qui pèse lourdement sur l'inflation globale, devrait se stabiliser. L'inflation sous-jacente va rester faible, car les prix liés au marché immobilier devraient demeurer bas.

Mars 2024

Taux d'intérêt et obligations

Les obligations investment grade toujours en forme

Etats-Unis

- La hausse surprise de l'inflation en janvier a tempéré les prévisions de baisse du taux directeur de la Fed et fait grimper les rendements des T-Bonds à 2 ans d'environ 40 pb en février.
- Le marché du crédit est resté solide, l'indice obligataire d'entreprises investment grade (IG) se contractant de 6 pb, à 96 pb. Les nouvelles émissions ont été bien absorbées. La demande reste soutenue, les investisseurs institutionnels cherchant à capter le rendement plutôt élevé.
- L'évolution du marché immobilier commercial américain a animé le secteur financier. Mais la chute des valorisations, et donc la perte de valeur, concerne surtout les petites banques régionales. Les grands établissements sont moins exposés.

Zone euro

- Le contexte conjoncturel est délicat : la tendance déflationniste émerge alors que l'économie stagne. Selon nous, la BCE pourrait baisser les taux dès avril 2024.
- Insensibles à l'évolution de la conjoncture, les écarts de crédit dans l'UEM se sont également resserrés.

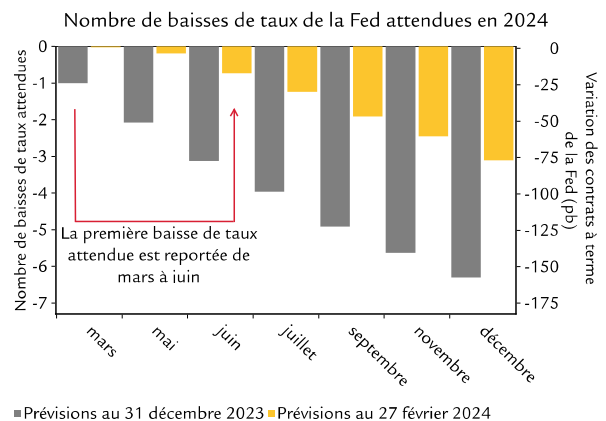
Royaume-Uni

- Après un pic, l'inflation sous-jacente sur le dernier trimestre s'inscrit à 5,1%, obstinément supérieure à l'objectif. Les chiffres du PIB britannique révèlent une récession technique au S2 2023.
- La courbe des gilts reflète les données d'inflation ; sa hausse est plus marquée depuis janvier, notamment pour les échéances supérieures à 2 ans.

Suisse

- A 1,2% en janvier, l'inflation sous-jacente est inférieure à la prévision du consensus. Les rendements de la dette souveraine ont donc chuté, car la probabilité de baisses de taux de la part de la BNS plus tôt que prévu augmente.
- En février, le marché obligataire suisse surperforme les autres grâce à l'inflation discrète.

Baisses de taux de la Fed : des prévisions décalées



Sources: Macrobond, Swiss Life Asset Managers, dernier point de données : 27.02.2024

Indéniablement, l'inflation dicte l'évolution du marché obligataire. Aux inquiétudes début 2023 a succédé une décélération étonnamment rapide en fin d'année, source d'attentes démesurées quant à de fortes baisses de taux en 2024. La réunion du FOMC en janvier a marqué un autre tournant. La Fed a reconnu le caractère obstiné de l'inflation et appelé à ne pas baisser la garde. De plus, la solidité du marché du travail a fait bondir les rendements des T-Bonds, surtout pour les échéances courtes. Le rendement des titres à 10 ans a fait de même, dépassant 4,3% en février. La solide conjoncture a calmé les attentes d'une baisse prochaine du taux directeur de la Fed. En décembre, le marché prévoyait une première baisse en mars, contre juin 2024 désormais. De six baisses sur l'année, le pronostic est passé à trois (voir graphique). Nous ne prévoyons pas de baisse en mars et restons neutres sur les T-Bonds à 10 ans. En zone euro, nous attendons des taux plus faibles. La solidité des fondamentaux a soutenu l'optimisme des marchés financiers, avec à la clé un nouveau resserrement des écarts de crédit des entreprises américaines investment grade (IG). Le contexte devrait demeurer positif ce mois-ci et notre position est neutre sur les écarts IG américains comme dans l'UEM. La date précise de la première baisse n'inquiète pas le marché, du moment qu'elle se concrétise et que le contexte macroéconomique reste favorable.

Actions

Solides résultats américains

Etats-Unis

- Le marché signe 4,9% en février et 6,5% depuis le début de l'année. Les titres des Magnificent 7 ont à nouveau porté la performance (+11,4% en février).
- Cela malgré la hausse des rendements des T-Bonds et le net abaissement des prévisions de baisses des taux directeurs. Le marché anticipe toujours un scénario idéal, avec une conjoncture solide et des taux d'intérêt bien inférieurs.
- Or, la valorisation reste largement supérieure aux moyennes historiques, ainsi qu'aux autres marchés. Le ratio cours/bénéfice (C/B) a encore augmenté cette année, et la prime de risque sur action tutoie zéro.

Zone euro

- Le marché européen gagne 3,6% en février et 5,9% depuis janvier.
- Etonnamment, l'écart avec le marché américain est faible, malgré le très faible poids des technologiques. Les résultats ont été bien moins fameux qu'outre-Atlantique.
- D'une perspective à plus long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante. La prime de risque sur actions y est bien plus élevée qu'aux États-Unis.

Royaume-Uni

- Le marché britannique reste à la peine. En hausse de 1,2% en février, sa performance est de 0,0% en 2024.
- Sa valorisation la plus faible et son rendement du dividende le plus élevé des économies avancées (4,0%) lui profitent toujours.

Suisse

- Maigre performance de 0,6% en février, mais un gain de 2,2% depuis janvier.
- Nestlé a subi un fort revers après la publication de ses résultats.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Un mois de février solide, à +5,4%, amenant la performance en 2024 à +0,5%.
- Comme l'an dernier, le marché chinois des actions pèse : après avoir cédé presque 8% en janvier, il a rebondi pour gagner 10% par rapport à son creux.

Résultats trimestriels et Magnificent 7

Les résultats publiés sont contrastés. Aux Etats-Unis, ils progressent de 7% au T4 2023 (par rapport au T4 2022) alors qu'ils reculent de 7% en zone euro (+3% hors titres de l'énergie). Dans les deux cas, les résultats vont au-delà des prévisions, dans un sens comme dans l'autre. La croissance des ventes s'est établie à 4% aux Etats-Unis, contre -2% en zone euro. Les résultats japonais sont bons. Deux évolutions se distinguent au plan sectoriel. Primo, des deux côtés de l'Atlantique, le secteur de l'énergie cède environ 30%. Biens de consommation de base comme discrétionnaire ont porté la performance en zone euro. Le secteur de l'IT recule. Secundo, aux Etats-Unis, le tableau est tout autre : IT et services de communication voient leur bénéfice progresser de 26% et 44%, respectivement. Les Magnificent 7 en sont à nouveau à l'origine.

Résumé des résultats du T4 2023

	Croissance des bénéfices	Croissance des ventes	Surprise des bénéfices	Surprise des ventes	Attentes de bénéfices dépassées	Attentes de ventes dépassées
Etats-Unis	7%	1%	8%	1%	77%	57%
Zone euro	-7%	-6%	3%	-3%	58%	33%
Japon	10%	2%	1%	1%	55%	50%

Sources : J.P. Morgan, Swiss Life Asset Managers

Solide croissance des bénéfices des Magnificent 7 ces dernières semaines. Combinée, leur capitalisation boursière atteint un total sidérant de 12 000 mia. USD. Mettons ce chiffre en perspective : il est supérieur à la totalité du marché chinois des actions, ainsi qu'aux capitalisations cumulées des marchés japonais, allemand et britannique. A elle seule, la hausse de la valorisation de Nvidia après ses bénéfices mirifiques est plus importante que l'entière capitalisation boursière de Coca-Cola. Les bénéfices des Magnificent 7 oscillent entre 300 et 400 mia. USD, soit un peu moins que 50% des bénéfices du marché chinois, et environ 50% de l'ensemble des bénéfices des marchés japonais, britannique et allemand. Il faut reconnaître que les taux de croissance des bénéfices anticipés sont exceptionnellement élevés, induisant de fortes valorisations. Le ratio C/B actuel est inscrit à 38 et le ratio cours/chiffre d'affaires dépasse 7,5. Contrairement à la bulle Internet en 2000, les titres des Magnificent 7 sont ceux d'entreprises rentables et parmi les plus grandes au monde. De plus, leurs marges sont supérieures à celles de la plupart des autres sociétés du S&P 500.

Devises

Patience de la Fed et données positives portent l'USD

Etats-Unis

- Pondéré des échanges, l'USD est légèrement positif en février. Il s'apprécie face au quintet CHF, JPY, CAD, AUD et NOK, mais évolue latéralement face à la plupart des autres devises des marchés développés.
- En mars, nous sommes positifs pour l'USD face à l'EUR, au JPY et à la GBP, mais neutres vis-à-vis du CHF.

Zone euro

- Pondéré des échanges, l'EUR s'apprécie en février. La position attentiste de certains gouverneurs de la BCE a amené le marché à revoir ses attentes de baisses de taux en 2024 (voir graphique).
- Les marchés sont peut-être un peu trop enthousiastes quant à la politique de la BCE, étant donné la faiblesse économique de l'UEM et les progrès en matière d'inflation. Nous retenons donc une position négative sur l'EUR face à l'USD et au CHF.

Royaume-Uni

- Calme plat côté GBP en février, avec une performance latérale face à l'USD et à l'EUR.
- La paire GBP/USD devrait toutefois reculer un peu en mars, concordant avec notre prévision d'un USD généralement fort.

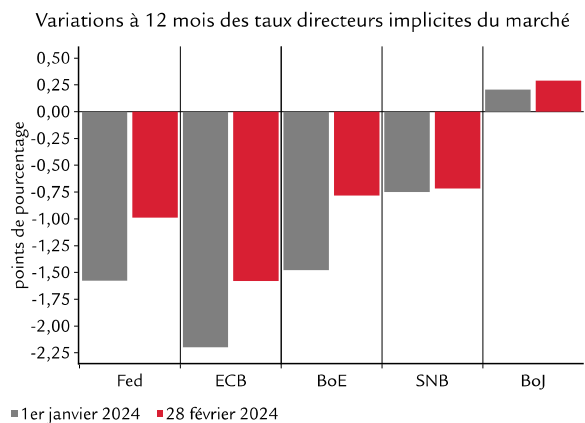
Suisse

- Le CHF compte parmi les moins bons élèves en février (voir texte ci-contre).
- En mars, nous sommes négatifs sur la paire EUR/CHF et neutres sur la paire USD/CHF.

Japon

- En février, le JPY a encore cédé du terrain à l'USD, suivant sa trajectoire entamée en début d'année.
- La normalisation de la politique monétaire ne suffira pas à rendre le JPY attractif en 2024, en raison de son carry très désavantageux. Nous réitérons donc notre avis positif sur la paire USD/JPY.

BNS et Banque du Japon : attentes stables des marchés



Sources: Macrobond Bloomberg Swiss Life Asset Managers

Hormis la lire turque et le rand sud-africain, les plus mauvais élèves parmi les grandes devises en février sont les deux valeurs refuges traditionnelles, CHF et JPY. Toutes deux se déprécient de 2%, pondérées des échanges. Selon nous, il y a deux raisons fondamentales. Primo, l'appétence au risque des acteurs des marchés financiers était grande en février. La vigueur macroéconomique a apaisé les risques de récession, portant la hausse des actions et le resserrement des écarts de crédit. Ni les affres de l'immobilier commercial américain, ni les conflits en Ukraine et au Moyen-Orient n'ont eu de prise sur les acteurs du marché. Dans cet environnement friand de risque, les marchés des devises ont boudé les valeurs refuges à faible rendement que sont le CHF et le JPY. Secundo, les prévisions du marché quant à la politique monétaire en Suisse et au Japon n'ont guère varié. Certes, le moment prévu de la première baisse de taux par la BNS et de la première hausse par la Banque du Japon a fluctué, mais sur 12 mois glissants, la somme des mouvements reste globalement étale (voir graphique). Le scénario est tout autre pour la Fed et la BCE, dont les prévisions d'assouplissement ont rétrogradé, ajoutant une pression haussière de l'USD et de l'EUR face au JPY et au CHF. Les investisseurs devraient à nouveau se concentrer sur les risques économiques et géopolitiques en mars. Cette évolution devrait surtout profiter à l'USD et au CHF, et moins au JPY, au rendement toujours famélique, selon nous.

Allocation d'actifs

La vigueur des actions porte les rendements

Analyse

- Février a été positif pour les stratégies multi-asset, avec des rendements absolus solides.
- C'est notamment le fruit de la vigueur des marchés des actions. La hausse des taux a induit des rendements obligataires négatifs dans la plupart des segments, à l'exception notable du high yield et des marchés émergents.
- La résilience de l'économie américaine et les solides résultats de certaines sociétés ont brillé au milieu d'une période de publication autrement normale. Les attentes quant à l'évolution de la politique monétaire ont joué un rôle marginal en février ; l'économie étant plus solide que prévu, la Fed peut difficilement assouplir.

Allocation d'actifs : avis actuels

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

Source : Swiss Life Asset Managers

- Les actions restent chères, surtout après les rendements élevés en février et les perspectives plus prudentes décrites dans les dernières publications de résultats.
- Suite de la hausse des rendements réels des obligations d'Etat à 10 ans, proches des sommets de la fin d'été 2023. Nouveau resserrement des écarts de crédit, malgré des signes de difficultés dans certains segments.
- Nous sommes donc prudents et sous-pondérons les emprunts d'entreprises, car ils offrent peu de potentiel de hausse mais un risque élevé de baisse.
- Alors que la forte valorisation des actions suggérerait une position prudente, nous préférons rester neutres, la dynamique des marchés restant forte.
- D'autre part, les rendements élevés de la dette souveraine sont intéressants, malgré le risque de nouvelles hausses. Nous surpondérons donc cette classe d'actifs.

A l'affût de marchés des actions moins dynamiques

« Les marchés peuvent rester irrationnels plus longtemps que vous ne pouvez rester solvable. » Cette citation de John Maynard Keynes, lui-même investisseur offensif et performant, signifie que les marchés peuvent ignorer les fondamentaux pendant très longtemps avant de s'ajuster, souvent de façon spectaculaire. Il parvint à cette conclusion après avoir essuyé une lourde perte sur le marché des changes, où l'évolution des devises défiait la logique économique.

Nous vivons probablement une telle période. Les valorisations des marchés des actions, surtout aux Etats-Unis, sont à des sommets et créent des attentes très optimistes quant à l'économie et aux résultats des sociétés cotées. Les écarts de crédit sont, eux, proches des plus faibles valeurs historiques, malgré des signes de difficulté se multipliant dans certains segments. Bien sûr, l'économie américaine plus résiliente que prévu et l'espoir que l'émergence de l'intelligence artificielle (IA) dope la productivité expliquent cette bonne humeur. De plus, de nombreuses entreprises ont profité des deux dernières années pour se refinancer à de bonnes conditions, et sont donc moins sensibles à des taux d'intérêt plus élevés. Enfin, les banques centrales pourraient baisser les taux ces prochains mois.

L'intuition commanderait de positionner le portefeuille pour la correction et d'attendre. Mais comme Keynes l'a appris à ses dépens, cela peut être coûteux, surtout si la dynamique des marchés est forte.

Si nous pensons que les actions et la dette d'entreprise sont en moyenne plutôt chères, les premières suivent une belle trajectoire, surtout alimentée par les avancées technologiques de l'IA et le revirement attendu côté politique monétaire. Ainsi, nous suivons le courant pour l'heure et maintenons notre allocation neutre en actions. Nous réduisons notre exposition à la dette d'entreprise, où les très faibles écarts laissent peu de place à un potentiel de hausse.