

Août 2024 – Mise à jour sur les dernières turbulences du marché dans le Flash Comment sur la page 6

## Taux d'intérêt et obligations

Taux et écarts sensibles au scrutin présidentiel

### Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Juil. 2024*	Year-to-date*	Actuel	Juil. 2024*	Year-to-date*
US	4,1%	-26 pb	26 pb	94 pb	0 pb	-5 pb
Zone euro	2,3%	-16 pb	32 pb	111 pb	-9 pb	-27 pb
UK	4,0%	-13 pb	51 pb	114 pb	-9 pb	-25 pb
CH	0,4%	-8 pb	-21 pb	73 pb	-10 pb	-10 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.

\* Variation au 30 juillet. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- La croissance économique reste relativement solide. L'actualité de la course à la Maison Blanche est le principal facteur des taux et écarts.
- Nous prévoyons un recul de l'inflation et donc deux baisses de taux en 2024.

### Zone euro

- L'économie de l'UEM semble avoir atteint un plancher, le consensus relevant depuis mai sa prévision pour 2024.
- Comme prévu, la BCE n'a pas changé ses taux lors de sa réunion du 18 juillet. Nous prévoyons une légère hausse du PIB, un repli de l'inflation et donc des baisses de taux en septembre et décembre.

### Royaume-Uni

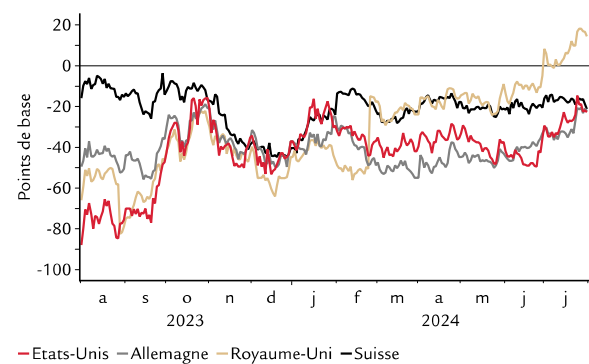
- Depuis mai, le consensus relève sa prévision du PIB britannique pour 2024. La probabilité de récession à un an calculée par Bloomberg recule à 20%.
- La Banque d'Angleterre n'a pas modifié son taux directeur le 20 juin dernier. Malgré une économie qui se remet et une inflation toujours élevée, nous prévoyons deux baisses de taux cette année.

### Suisse

- En juin, l'inflation et le PMI manufacturier ont reculé plus que prévu. La vigueur du CHF a renforcé la tendance à la désinflation.
- Après une baisse de 25 pb le 20 juin, la BNS devrait laisser inchangé son taux directeur au 2<sup>e</sup> semestre 2024.

### Recul de l'inversion de la courbe américaine depuis fin juin

Inversion de la courbe des taux : rendement des obligations d'Etat à 10 ans moins 2 ans



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 31 juillet 2024

Le débat du 27 juin et les événements ayant suivi ont temporairement augmenté la probabilité d'un second mandat de Donald Trump et déclenché sur le marché un effet Trump qui a duré. Côté taux, la tendance est à des rendements plus élevés des obligations américaines à long terme. Les investisseurs ont acquis des titres à échéance plus courte et vendu celles plus longues, faisant se raidir la courbe. En termes d'écarts en EUR, notons la forte volatilité des titres Investment Grade (IG) et High Yield (HY) jusqu'à début juillet en raison de l'actualité électorale en France. Côté écarts en USD, l'IG a été plutôt stable en juillet. Mais les obligations HY ont profité de l'effet Trump et surperformé les européennes. Baisses d'impôts, droits de douane et règles plus souples devraient favoriser la solvabilité d'entreprises moins solides. De plus, les émetteurs américains HY ont une forte part de revenus domestiques, contrastant avec l'IG, où elle est habituellement plus faible. Nous sommes neutres sur le crédit EUR IG et HY, mais prévoyons des écarts plus importants pour le crédit USD IG et HY. Côté durée, les rendements des obligations à 10 ans américaines et allemandes devraient baisser en août, une baisse de taux étant attendue côté Fed comme BCE. Après le net rebond des emprunts de la Confédération, nous sommes neutres sur les rendements à 10 ans. Les risques pour nos prévisions : inflation tenace, économie américaine plus solide que prévu et le scrutin de novembre.

## Actions

Un mois de juillet à deux temps

### Aperçu de la performance des marchés des actions

	Juil. 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	-0,4%	14,2%
Zone euro	-0,2%	8,1%
Royaume-Uni	1,4%	9,3%
Suisse	2,3%	11,2%
Marchés émergents	-0,9%	6,5%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

\* Variation au 30 juillet. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Jusqu'au 15 juillet, le marché a progressé de 4%, mais a ensuite cédé du terrain et fini le mois légèrement dans le rouge. Cependant, la performance depuis janvier est bien supérieure à notre prévision haute de 7% pour 2024.
- Pour l'heure, les résultats trimestriels dépassent les attentes, mais certains des « Magnificent 7 » ont déçu, entraînant une correction.
- En juillet, des styles à la peine jusque-là ont connu un net regain de forme. Valeur gagne 4,2% et les petites capitalisations, 7,1%, surperformant le marché global. A -4,4%, les titres de croissance sous-performent.
- Le marché américain est cher et sa valorisation, bien supérieure à celle de tous les autres.

### Zone euro

- Nouveau mois morose pour le marché de l'UEM. Depuis janvier, sa performance est bien inférieure à celle de son homologue américain.
- Comme outre-Atlantique, les résultats trimestriels sont meilleurs que prévu pour l'heure. La valorisation du marché européen reste neutre.

### Royaume-Uni

- Léger gain pour le marché britannique en juillet. Il surperforme le marché de l'UEM depuis janvier.
- Il profite toujours d'une faible valorisation, et le nouvel exécutif pourrait lui être favorable.

### Suisse

- Un mois de juillet positif pour le marché suisse. Il surperforme le marché de l'UEM depuis janvier.
- C'est le marché le plus cher derrière l'américain.

### Marchés émergents

- Après un mois de juin solide, les marchés émergents ont faibli en juillet et cèdent 0,9%. Depuis janvier, la performance est de 6,5%.

### Un début de rotation des styles ?

Ces 15 dernières années ont marqué une rupture structurelle dans les modèles de rendements des différents styles d'investissement. Croissance a surperformé valeur plus que jamais (765% vs 283% aux Etats-Unis en 2009 et 427% vs 183% au niveau mondial). Les petites capitalisations ont largement sous-performé les grandes. Les styles plus défensifs comme volatilité minimale ou dividende élevé n'ont pas pu tenir le rythme du marché. De plus, le marché américain et le secteur informatique ont signé de bien meilleures performances que l'indice mondial. Le constat est le même sur les cinq et dix dernières années, ainsi que depuis le début de l'année 2024. Avant 2009, le schéma était inverse : valeur surperformait la croissance, les petites capitalisations surperformaient les grandes et les styles défensifs tenaient très bien l'allure du marché.

MSCI World	2009 – juin 2024	5 ans	10 ans	Year-to-date*	Juil. 2024*
Total	295%	74%	140%	12%	0,1%
Small Cap	249%	39%	84%	7%	5,6%
Growth	427%	104%	214%	13%	-3,3%
Value	183%	44%	76%	10%	3,9%
Momentum	478%	82%	209%	21%	-4,3%
Quality	486%	111%	237%	15%	-2,4%
Min Vol	226%	26%	98%	9%	4,2%
High Dividend	176%	35%	69%	8%	4,3%
IT	948%	189%	522%	18%	-4,6%

\* Variation au 30 juillet. Sources : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Une évolution ayant conduit à une extrême concentration des marchés des actions (le marché américain est plus concentré qu'en 1929 et en 1999) et à de colossales différences de valorisation. Par exemple, le MSCI World Growth affiche un ratio cours/bénéfice (C/B) de 30,8, alors que le MSCI World Value affiche un ratio C/B de 15,1. Autrement dit, le style croissance coûte deux fois plus que le style valeur. C'est la différence de valorisation la plus importante enregistrée en ce siècle. Trois situations extrêmes se présentent : différences de performances, concentration et valorisations relatives historiques. D'où la grande question : est-ce le début d'une contre-tendance, voire un retour aux modèles antérieurs à 2009 ? Ou un mouvement de court terme issu des résultats trimestriels et des événements politiques ? Dégager une prévision est ardu, mais une chose est claire : ces trois situations n'ont jamais connu une telle acuité. Tôt ou tard, la correction interviendra. Le début d'une normalisation en juillet serait sain pour les marchés des actions.

## Devises

Le dollar marque une pause

### Aperçu des principales devises

	Juil. 2024*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	1,0%	-2,0%	↘
EUR/CHF	-0,8%	2,8%	→
GBP/USD	1,5%	0,8%	↘
USD/JPY	-5,0%	8,3%	↗

\* Variation au 30 juillet. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Juillet a marqué un rare mois de faiblesse de l'USD. Le billet vert a cédé environ 1% sur une base pondérée des échanges. Parmi les grandes devises, l'USD s'est déprécié le plus face au JPY, au CHF et à la GBP.
- Il devrait retrouver de la vigueur en août, la perspective de croissance économique favorisant toujours l'USD, notamment par rapport à l'EUR.

### Zone euro

- L'EUR s'apprécie face à l'USD, mais cède 0,2% pondéré des échanges. A la lecture des PMI, l'optimisme quant à la croissance du 1<sup>er</sup> semestre s'efface déjà dans l'UEM, pesant sur l'EUR.
- L'EUR devrait rester sous la pression de l'USD. Nous sommes neutres sur la paire GBP/CHF.

### Royaume-Uni

- Nette hausse de la GBP en première quinzaine de juillet, avec une croissance et une inflation plus fortes que prévu. Le marché s'attend donc à moins de baisses de taux directeur pour 2024.
- Dans la logique d'une vigueur de l'USD, nous sommes négatifs sur la paire GBP/USD à un mois.

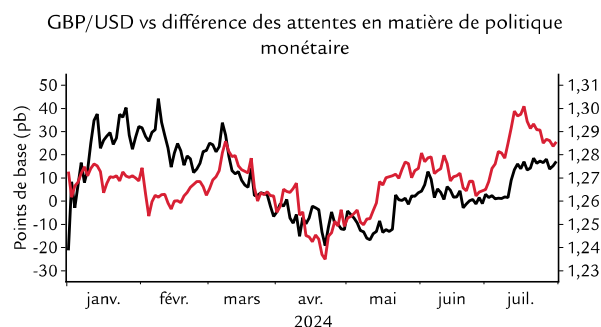
### Suisse

- Le CHF reste solide en juillet, les doutes quant à la croissance européenne et la grande incertitude politique alimentant la demande en valeurs refuges.
- Au niveau actuel, nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF à un mois.

### Japon

- Net rebond du JPY en juillet, amplifié par la hausse-surprise de taux décidée par la Banque du Japon (BoJ) le 31 juillet. Un soulagement bienvenu pour le bonnet d'âne des grandes devises en 2024.
- Toutefois, nous pensons que le JPY va faiblir, car nous n'attendons pas de cycle de hausse crédible de la part de la BoJ.

### L'USD solide, la GBP encore plus



— Variation attendue des taux directeurs à la fin 2024 :  
BoE moins Fed, éch. de g.

— Taux au comptant GBP/USD, éch. de d.

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 31 juillet 2024

La GBP est la seule devise des marchés développés s'appréciant face à l'USD depuis le début de l'année. Une dynamique économique relativement soutenue et une inflation tenace l'ont portée. L'économie britannique fait mieux que prévu cette année. Au 1<sup>er</sup> trimestre, le PIB a gagné 0,7% par rapport au trimestre précédent, et les chiffres mensuels du 2<sup>e</sup> trimestre confirment cette vigueur. Les prévisions économiques ont connu un regain de dynamisme, les PMI préliminaires de juillet affichant une amélioration de la confiance des entreprises du secondaire et du tertiaire. Le contraste avec les chiffres décevants de la zone euro est fort. La pression inflationniste recule également, mais elle reste plus tenace qu'attendu par la Banque d'Angleterre (BoE), notamment à cause des services. Ces deux facteurs ont conduit les marchés à anticiper une politique monétaire de la BoE plus restrictive pour une plus longue période. Actuellement, deux baisses de taux de 25 pb chacune sont prévues pour cette année. Concernant la Fed, l'assouplissement de politique monétaire attendu est un peu plus généreux. Cette différence d'anticipation a été un facteur clé du taux de change GBP/USD cette année (voir graphique). Toutefois, la hausse de la GBP semble arrivée à son terme, les investisseurs ayant accumulé de nombreuses positions longues sur la paire GBP/USD. Nous nous attendons à ce que l'inversion de la paire GBP/USD, qui a débuté mi-juillet, se poursuive en août. La vigueur structurelle de l'USD devrait faire son retour à horizon d'un mois.

# Allocation d'actifs

Le répit estival propice à l'introspection

## Synthèse

- Après un S1 2024 solide, mais plutôt volatil, les marchés des actions ont été plus faibles en juillet, avec seulement une poignée d'entre eux dans le vert.
- Les obligations ont profité de taux en baisse et d'écarts de crédit plutôt stables. Les portefeuilles multiactifs à forte part de revenu fixe ont surperformé ceux à plus forte pondération d'actions.
- Au 30 juillet, la plupart des marchés des actions ont un rendement négatif en devise locale, à l'exception notable de la Suisse et du Royaume-Uni – portés par la plus faible pondération des actions technologiques.
- Notons la volatilité des devises en seconde quinzaine notamment ; le CHF s'est légèrement apprécié grâce au mouvement vers les valeurs refuges.

## 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

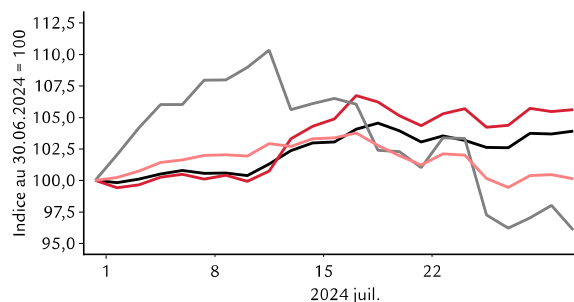
\* IG = investment grade. Source : Swiss Life Asset Managers

- Les résultats trimestriels américains actuels ont poussé les investisseurs à réévaluer les titres les plus performants en 2024 jusqu'ici. Ce pourrait être le début d'une normalisation, mais aussi un mirage, car la pause estivale tend à amplifier les événements temporaires en raison de la liquidité moins abondante. Nous commençons à diversifier en réduisant la part des grands titres technologiques pour aller vers des segments plus attractifs.
- Les rendements à long terme ont légèrement baissé, mais restent élevés, notamment aux Etats-Unis. Les obligations d'Etat et celles de première qualité restent donc attrayantes. Exception notable : les emprunts de la Confédération. Les faibles taux sont moins intéressants malgré les bons rendements cette année et la faible inflation en Suisse.
- Peu de mouvement côté écarts de crédit, synonyme de faible protection en cas de dégradation des conditions financières des émetteurs. Malgré le rendement plus élevé des obligations d'entreprise, nous leur préférons celles d'Etat.

## Etre neutre sur les actions : encore un bon choix ?

En février, nous avons relevé la pondération des actions à « neutre ». Ce choix s'expliquait par la solide dynamique positive du marché, à même de compenser les fondamentaux négatifs des actions. Et la dynamique a été robuste. Depuis fin février, les marchés mondiaux des pays développés signent +6,9% (MSCI World Developed avec revenu net réinvesti en CHF), alors que les obligations d'Etat mondiales grignotent 0,4% (indice Bloomberg Global Treasury Total Return couvert en CHF). Pendant cette période, il y a eu quelques corrections, mais les actions ont vite rebondi. Le plus récent épisode a débuté le 16 juillet, avec une correction maximum d'environ 6% au 29 juillet. *A posteriori*, le choix de relever la pondération à « neutre » était bon. Mais faut-il maintenir cette décision ? Si la plupart des marchés ont de bons résultats, la performance en 2024 est le fait de quelques mastodontes américains de la technologie. Ces actions ont profité non seulement d'une forte croissance des bénéfiques, mais aussi d'attentes encore plus fortes quant aux avantages que l'IA leur apporterait. Toutefois, les résultats actuellement publiés, s'ils sont solides, semblent décevoir les investisseurs. Le marché punit sévèrement les sociétés aux bénéfices et perspectives timides. Cette attitude touche surtout les grandes entreprises technologiques onéreuses (voir graphique). Aussi, la reprise pourrait être plus complexe cette fois-ci, pour deux autres raisons également. La Fed reporte sa première baisse de taux, car l'économie reste solide. La course à la Maison Blanche crée de l'incertitude, ce que les marchés goûtent peu. Le marché des actions a perdu en dynamisme. Il est trop tôt pour dire que le tournant arrive, mais il s'approche. Nous demeurons donc neutres, mais réduisons l'exposition aux grands titres américains en faveur d'actions plus modestes et moins chères.

Comparaison des rendements totaux en juillet 2024



— MSCI World Net Total Return USD — Bloomberg Magnificent 7 Index  
 — MSCI World Small Cap Net Total Return USD Index  
 — MSCI World Value Net Total Return USD Index

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 30.07.2024

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.



7 août 2024

## Orage d'été sur les marchés financiers

### Que s'est-il passé ?

- Après un bon mois de juillet, les marchés financiers ont soudain perdu pied début août.
- Déclenchée par une correction sur le marché japonais des actions le 1<sup>er</sup> août, la vague a déferlé sur les marchés financiers mondiaux.
- Si aucun événement isolé ne l'a provoquée, les données décevantes du marché du travail et les bénéfices et perspectives atones des entreprises aux Etats-Unis ont, avec une hausse inattendue des taux directeurs au Japon, ébranlé les investisseurs, entraînant une forte correction des actions, un creusement des écarts de crédit et une chute des rendements obligataires.

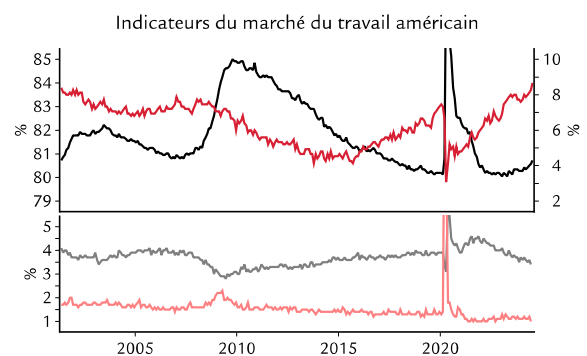
### Notre évaluation économique

- La hausse inattendue du taux de chômage américain, de 4,1% à 4,3% entre juin et juillet, fait redouter une récession de l'économie américaine.
- Notre scénario de référence pour 2024 a toujours prévu une consommation américaine moins excessive et un marché du travail moins tendu. Ce n'est donc pas tant la hausse du chômage que sa récente rapidité qui inquiète.
- Fait positif, elle n'est pas due à plus de licenciements, mais à moins d'embauches et d'une plus forte participation au marché du travail (voir graphique). Cette dernière n'est pas nécessairement mauvaise pour l'économie. En outre, les ravages de l'ouragan Beryl ont pu impacter les données.
- Actuellement, le taux de chômage est aussi le seul indicateur clairement faible. L'enquête auprès des entreprises indique que l'économie américaine a, lentement certes, créé des emplois en juillet. Selon les indices des directeurs d'achat, le secteur tertiaire continuait lui aussi à bien se porter.
- Le risque majeur est que la crainte récessionniste démoralise les consommateurs et les entreprises, causant un cercle vicieux. Un assouplissement de la politique monétaire est essentiel pour apaiser ces craintes. La Fed devrait donc lancer un cycle de baisse de taux directeur en septembre.

### Notre évaluation du marché

- La correction en cours a pu être amplifiée par la faible liquidité saisonnière du marché, laissant présager un rebond à court terme. Les fondamentaux restent toutefois faibles, les mouvements n'ayant pas suffi à corriger la forte valorisation des actions et du crédit.
- Nous attendons donc une volatilité persistante sur les marchés financiers. La rotation des marchés des actions devrait se poursuivre en faveur des régions, secteurs et segments de marché moins chers. Les écarts des obligations d'entreprise et les écarts high yield pourraient encore se creuser. Les rendements des obligations pourraient baisser un peu, même si la forte baisse des derniers jours pourrait limiter le potentiel baissier. Une nouvelle appréciation du CHF face à l'EUR et à l'USD devrait être limitée, la BNS pouvant intervenir. Nous n'attendons plus de hausse pour la paire EUR/USD, la baisse des taux en USD devant être compensée par celle en EUR.
- La focalisation du marché sur le risque de ralentissement économique a fait légèrement baisser les prix du pétrole, malgré le risque d'une nouvelle escalade au Moyen-Orient. Une telle escalade augmenterait encore la volatilité ce qui, selon nous, nuirait surtout aux marchés européens.

### Moins d'embauches sur fond de plus forte participation



— Taux de participation au marché du travail, 25-54 ans, éch. de g.

— Taux de chômage, éch. de d. — Taux de licenciements — Taux d'embauches

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données disponibles : 07.2024

## Swiss Life Asset Managers



**José Antonio Blanco**  
**CIO Third Party Asset Management**  
**Head Multi Asset**  
joseantonio.blanco@swisslife-am.com



**Damian Künzi**  
**Head Macroeconomic Research**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
X @kunzi\_damian

### Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.