

Avril 2023

Taux d'intérêt et obligations

Pris entre deux feux

Etats-Unis

- Grande volatilité des taux d'intérêt en mars, avec de nombreux mouvements intraday du rendement du T-Bond à 2 ans supérieurs à 50 pb. Alors que celui à 10 ans a fini par céder environ 40 pb, cela a masqué la volatilité réelle, entraînant un creusement de 34 pb des écarts de crédit.
- Nouvelle hausse de 25 pb des taux directeurs de la Fed en mars, malgré la forte tension dans le secteur bancaire, l'économie restant relativement solide et la tension sur le marché du travail maintenant l'inflation élevée.

Zone euro

- Net creusement des écarts de crédit dans l'UEM en mars, titres financiers en tête (+55 pb). Baisse de 23 pb des rendements des obligations d'Etat, sur fond de crainte de nouvelle crise bancaire.
- La BCE a tout de même relevé ses taux de 50 pb, l'inflation sous-jacente continuant d'augmenter et les enquêtes indiquant une solide croissance malgré la hausse record des taux en 2022.

Royaume-Uni

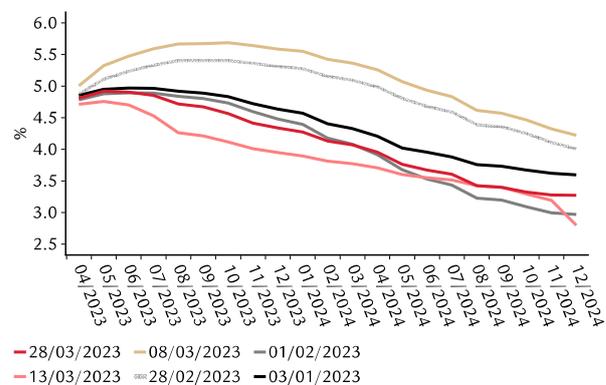
- Chute de 46 pb du rendement des gilts en mars, également avec une trajectoire de baisse irrégulière, entraînant un creusement des écarts de crédit.
- La Banque d'Angleterre a relevé ses taux de 25 pb, l'inflation persistant et les données économiques livrant de bonnes surprises.

Suisse

- Les rendements des obligations de la Confédération ont cédé 26 pb, le pays vivant l'épisode bancaire le plus éprouvant depuis la crise financière mondiale.
- Après avoir orchestré en un week-end la fusion d'urgence inédite entre les deux plus grandes banques du pays, la BNS a tout de même relevé les taux de 50 pb, l'inflation grimant encore.

L'incertitude grandit sur le front des taux d'intérêt

Fed funds futures : état des courbes en différents points du temps



Sources: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Lente reptation des risques avant un éclatement simultané : le secteur bancaire est l'exemple parfait où le risque de défaut peut être un facteur clé en période de tension financière. Avec la faillite de deux banques régionales américaines et la fusion forcée entre les deux plus grandes banques suisses, les écarts de crédit ont grimpé en flèche et la volatilité des taux a perdu la tête. L'indice MOVE mesurant la volatilité implicite des obligations a atteint des niveaux inédits depuis la crise financière mondiale. Les mouvements intraday cumulés des rendements obligataires souverains ont parfois dépassé les 100 pb. Les investisseurs se sont retrouvés tiraillés entre assimiler une économie solide et une forte inflation d'un côté, et la perspective d'une récession plus sévère et d'une possible crise bancaire de l'autre. Bien que les interventions en urgence de la Fed et de la BNS aient empêché la contagion, le mal est peut-être déjà fait. Les conditions de prêt vont sans doute se durcir, ce qui pèsera sur la future croissance et pourrait mener à la faillite d'entreprises moins solides. En outre, les banques centrales pourraient encore relever les taux à court terme, l'inflation s'enracinant. Les écarts devraient donc se creuser et nous gardons une position défensive. Sans certitude sur la trajectoire des taux, nous maintiendrons la duration proche de l'indice de référence. Nous prévoyons cependant une baisse tout au long de 2023, l'économie s'affaiblissant.

Actions

Premières fissures

Etats-Unis

- Le marché a cédé 0,1% en mars, et sa performance depuis janvier 2023 est de +3,9% (données de la colonne au 28 mars, indices MSCI). Les grands titres technologiques ont favorisé la performance alors que le secteur bancaire a pesé.
- Le marché américain des actions a très bien résisté vu la tension dans le système bancaire et la faillite de deux banques régionales. Le sous-indice des banques régionales a cédé 26% en mars.
- La valorisation reste supérieure aux moyennes historiques. Nous continuons de privilégier d'autres marchés.

Zone euro

- En mars, le marché européen a sous-performé l'américain, réalisant -2,6% et +8,6% depuis début 2023.
- La tension dans le secteur bancaire a clairement pesé sur sa performance (-12%).
- Le marché européen profite d'une valorisation bien inférieure.

Royaume-Uni

- Le marché britannique signe la pire performance de mars, à -4,5%. Depuis janvier, il gagne tout juste 1,3%.
- Il profite de la plus faible valorisation de tous les grands marchés. Toutefois, l'économie végète et les financières pèsent lourd dans l'indice.

Suisse

- Le marché suisse a cédé 1,0% en mars, et signe +2,8% depuis le début d'année.
- La tension dans le secteur bancaire née de la fusion d'UBS et de Credit Suisse, et les trois poids lourds de l'indice à la peine ont pesé.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Nouveau mois médiocre en mars, avec une performance de -0,9% ; le gain depuis début 2023 est anecdotique (+1,8%), en retard sur les autres marchés des actions. La réouverture de la Chine et la fin du cycle de relèvement n'ont pas eu d'effet positif visible jusqu'ici.
- La valorisation des marchés émergents est intéressante, en termes relatifs et absolus.

Les leçons des déboires du secteur bancaire

Le 13 mars, l'Etat et Fed volaient au secours de deux banques régionales américaines. Six jours plus tard, Credit Suisse (CS) était contraint à la reprise par UBS, avec des garanties et liquidités fournies par la Confédération et la Banque nationale Suisse. Dans les trois cas, l'urgence a été causée par une panique bancaire, les déposants retirant leur argent en masse. Cette panique traduit la perte de confiance dans la santé des banques. Dans le cas de la Silicon Valley Bank (SVB), les besoins de liquidités des sociétés de capital-risque face à la forte hausse des coûts de financement et des taux d'érosion du capital ont notamment alimenté les sorties. Dans le cas du CS, ce sont les doutes quant à la viabilité du modèle commercial qui les ont entraînées. Il a donc fait face à un problème croissant de liquidité, tandis que la SVB a dû réévaluer ses positions sur les T-Bonds et est tombée en faillite.

Quelles leçons tirer de cette crise ? Primo, la réglementation actuelle ne permet pas d'éviter les paniques bancaires causées par une perte de confiance. Même des ratios de fonds propres plus élevés et les règles pour banques systémiques « too big to fail » (TBTF) n'y ont rien fait. Seule une couverture à 100% par la liquidité, et donc l'abolition du système de réserves fractionnaires, permettrait d'éviter ces paniques. Secundo, les règles TBTF ont été soit inefficaces soit jugées trop risquées dans le contexte actuel. Tertio, nous avons vu que la surveillance réglementaire laissait à désirer. Dans le cas de la SVB, les régulateurs n'ont pas réagi malgré plusieurs avertissements.

Le débat portera désormais sur les points suivants : 1. Les banques sont-elles trop grosses pour assurer une liquidation en bonne et due forme en cas de crise ? 2. Est-il possible de durcir la réglementation pour réduire plus fortement le risque de panique et de faillite bancaires ? 3. Comment répondre à l'aléa moral des sauvetages par les Etats ?

Indépendamment de l'aboutissement des débats, retenons trois points pour les investisseurs : 1. le système bancaire n'est pas aussi sûr et bien réglementé que nous le pensions ; 2. le durcissement réglementaire est très probable, mettant ainsi la rentabilité sous pression ; 3. les banques risquent de durcir les conditions de prêt ou de prêter moins, augmentant les risques de récession.

Devises

Le poids des nouvelles attentes de politique monétaire

Etats-Unis

- En mars, l'USD a cédé du terrain face à la plupart des grandes devises mondiales, perdant environ 2% pondéré des échanges.
- La nette réévaluation des attentes en matière de politique monétaire américaine par les marchés financiers l'explique, avec des baisses attendues dès le 2^e semestre 2023 (voir page 1).
- En effet, nous estimons que les Etats-Unis seront le premier des pays développés où le cycle de taux s'inversera ; le billet vert pourrait ainsi à nouveau reculer au cours des trois prochains mois.

Zone euro

- En mars, l'euro a gagné 3% face à l'USD, s'est apprécié face aux devises nordiques et s'est montré stable face au CHF et à la GBP.
- En 2023, l'inflation tenace et un cycle de relèvement retardé comparé aux autres économies devraient soutenir la monnaie unique.

Royaume-Uni

- La GBP a globalement évolué de manière similaire à l'EUR en mars.
- Nous sommes neutres sur la paire GBP/USD à trois mois, celle GBP/EUR devrait faiblir, les perspectives économiques britanniques restant plus timides.

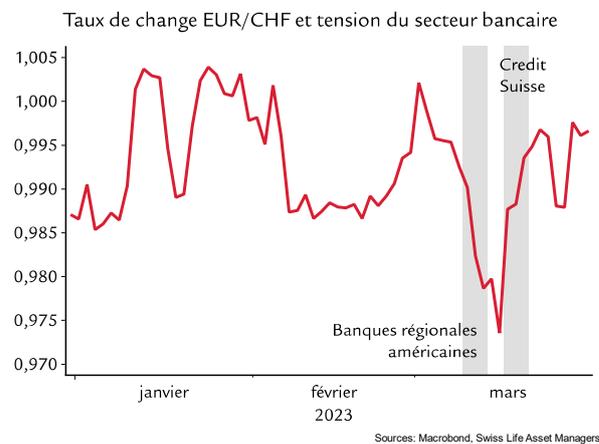
Suisse

- Après des mouvements marqués, la paire EUR/CHF a *in globo* retrouvé fin mars son niveau de début de mois. Le CHF s'est apprécié de près de 3% face à l'USD.
- Notre prévision à trois mois pour la paire EUR/CHF est positive, et donc neutre pour la paire USD/CHF (voir texte principal).

Japon

- A l'instar des autres devises des marchés développés, le JPY s'est nettement apprécié face à l'USD en mars.
- Nous restons négatifs sur la paire USD/JPY : nous prévoyons une faiblesse générale de l'USD, mais aussi une accélération de la normalisation de la politique monétaire sous la férule du futur gouverneur de la Banque du Japon, Kazuo Ueda.

Le franc suisse, toujours une valeur refuge ?



Montagnes russes pour le franc suisse en mars. La tension dans le secteur bancaire américain entraînant une forte aversion au risque chez les investisseurs, le CHF a joué son rôle de devise refuge et s'est apprécié face à l'USD et à l'EUR (voir graphique). Même constat pour le yen, l'autre valeur refuge traditionnelle au plan mondial. Trajectoires différentes pour le CHF et le JPY une semaine plus tard, quand Credit Suisse a concentré l'inquiétude des marchés financiers mondiaux. Le choc induit par une banque systémique suisse au bord de la rupture et l'incertitude réglementaire créée par les mesures d'urgence, l'Etat réduisant notamment à néant la valeur des obligations CS AT1, ont semé le doute sur la stabilité du système financier suisse et le statut de valeur refuge de la devise helvète. Si ces inquiétudes sont probablement excessives, d'autres motifs devraient alimenter un relatif repli du CHF, notamment face à l'EUR, lors des prochains mois. Les banques centrales jouant les pompiers et fournissant *de facto* une garantie des liquidités, la volatilité sur les marchés devrait se normaliser quelque peu, profitant aux devises cycliques comme l'EUR. Concentrée sur l'inflation importée, la BNS pourrait changer la focale pour se tourner vers l'inflation endogène, et donc ne pas intervenir de manière active pour renforcer le CHF. Dans l'intervalle, la pression inflationniste reste plus élevée en zone euro qu'en Suisse, avec à la clé de possibles creusement des différentiels de taux portant la paire EUR/CHF.

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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.