



Aperçu des placements | Novembre 2023

# **Le sommet a été atteint**

## Contenu

---

### Notre évaluation

**Aucune euphorie à l'atteinte du pic des taux** 3

---

### Notre positionnement

**Notre orientation reste défensive** 6

---

### Nos prévisions

**Une fin d'année tendue** 8

---

## Éditeur

Banque Migros  
Investment Office  
Case postale  
8010 Zurich

10 novembre 2023

## Contact

Santosh Brivio, Senior Economist | [santosh.brivio@migrosbank.ch](mailto:santosh.brivio@migrosbank.ch)

Valentino Guggia, Economist | [valentino.guggia@migrosbank.ch](mailto:valentino.guggia@migrosbank.ch)

## Disclaimer

Les informations contenues dans la présente publication de la Banque Migros SA servent à des fins publicitaires et d'information conformément à l'art. 68 de la loi sur les services financiers. Elles ne sont pas le résultat d'une analyse financière (indépendante). Elles ne peuvent en aucune façon être interprétées comme une incitation, une offre ou une recommandation portant sur l'achat et la vente d'instruments de placement, sur la réalisation de transactions particulières ou sur la conclusion de tout autre acte juridique, mais sont données uniquement à titre descriptif et informatif. Ces informations ne constituent ni une annonce de cotation, ni une feuille d'information de base, ni un prospectus. En particulier, elles ne constituent pas une recommandation personnelle ou un conseil en placement. Elles ne tiennent pas compte des objectifs de placement, du portefeuille existant, de la propension au risque, de la capacité de risque ni de la situation financière ou d'autres besoins particuliers du ou de la destinataire. Le ou la destinataire est expressément invité(e) à prendre ses éventuelles décisions de placement sur la base de ses propres évaluations, y compris l'étude des feuilles d'information de base et prospectus juridiquement contraignants, ou sur la base des informations fournies dans le cadre d'un conseil en placement. Les documents juridiquement contraignants sont disponibles sur [banquemigros.ch/fib](http://banquemigros.ch/fib), pour autant qu'ils soient obligatoires et fournis par l'émetteur. La Banque Migros ne garantit ni l'exactitude ni l'exhaustivité des présentes informations et décline toute responsabilité en cas de pertes ou dommages éventuels de quelque nature que ce soit pouvant résulter de l'utilisation de ces informations. Les présentes informations constituent seulement un instantané de la situation à la date d'impression et ne sont pas automatiquement revues à intervalles réguliers.

Notre évaluation:

## Aucune euphorie à l'atteinte du pic des taux

**L'actualité de la conjoncture et des taux d'intérêt est noyée dans le tumulte géopolitique. Mais le pic des taux constitue une étape attendue depuis longtemps du point de vue des placements. La retenue constatée n'est pas seulement due aux inquiétudes sécuritaires à l'échelle mondiale.**

L'année touche à sa fin. Et ce, dans des circonstances mémorables. Le conflit au Proche-Orient a de nouveau exacerbé les tensions géopolitiques. Si, après presque deux ans, les nouvelles du front entre l'Ukraine et la Russie commencent à frôler la banalité, les événements au Proche-Orient nous confrontent de nouveau à la mort, à la souffrance et à la destruction. La situation reste cependant confuse et complexe. On ne peut pas encore évaluer avec précision le contexte actuel ni en estimer les répercussions à plus long terme.

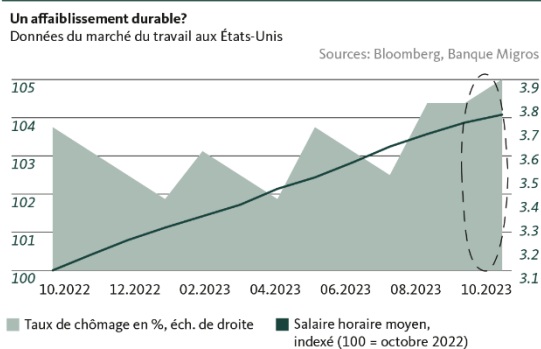
Le fait est que les incertitudes géopolitiques resteront une dimension importante qu'il ne faut pas négliger dans une perspective de placement à long terme. Dans le même temps, il ne faut pas pour autant obscurcir les perspectives à court terme. En effet, la fin de l'année 2023 est aussi marquée par des signes avant-coureurs mémorables.

### **La hausse des taux est achevée, au moins en Europe**

Citons en premier lieu l'atteinte du pic des taux. Après un cycle de resserrement monétaire d'une rapidité et d'une ampleur inédites, il n'y aura plus de nouvelle hausse de taux dans la plupart des pays industrialisés. La Banque nationale suisse (BNS) s'est arrêtée après cinq relèvements de 250 points de base au total, la Banque centrale européenne (BCE) après 450 points de base de hausse en dix tours de vis, et la Banque d'Angleterre (BoE) après 515 points de base en pas moins de 14 resserrements. Compte tenu de la baisse généralisée de l'inflation, le cycle de

resserrement monétaire devrait donc être achevé en Europe.

Les choses ne sont cependant pas encore aussi claires de l'autre côté de l'Atlantique. Certes, début novembre, la Réserve fédérale américaine (Fed) a laissé ses taux inchangés pour la deuxième fois consécutive, et son président, Jerome Powell, a laissé entrevoir un arrêt des hausses des taux. Dans le même temps, l'inflation ne recule plus aux États-Unis depuis le mois de juin, et l'inflation annuelle est même passée de 3,0% à 3,7% depuis. De plus, la conjoncture américaine demeure très robuste voire solide. Reste à savoir si les chiffres du marché du travail, dernièrement un peu plus faibles (voir graphique), marquent déjà un retournement de tendance sur ce marché de l'emploi en surchauffe. Ce ne serait pas la première fois que l'économie des États-Unis s'avère plus récalcitrante qu'espéré ou redouté, selon le point de vue, d'autant que, malgré la situation mondiale tendue, aucun choc significatif n'est en vue pour l'économie américaine. Nous pensons donc que la Fed procédera à une dernière hausse des taux de 25 points de base au cours des trois prochains mois.



### Les courbes des taux en point de mire

En fin de compte, nous ne considérons plus comme déterminante la question de savoir si les États-Unis ont également atteint un pic des taux ou sont proches de l'atteindre. Comme l'ont montré les turbulences de la semaine dernière dans le domaine obligataire, le marché accorde moins d'importance à l'analyse pure des taux directeurs et se focalise davantage sur l'observation (inquiète) de la courbe des taux. Si le rendement des emprunts d'État américains à dix ans a de nouveau chuté d'environ 50 points de base par rapport à son plus haut de 5% en octobre, nous estimons toutefois qu'une amélioration durable, voire un retour au niveau des taux de 2021, reste peu probable. En effet, pour des raisons structurelles, allant du vieillissement de la société à la décarbonisation de l'économie en passant par les tendances à la démondialisation, les pressions inflationnistes devraient rester élevées pendant longtemps. Dans le même temps, la Fed et, dans une moindre mesure, la BCE ont modifié leur mode opératoire, passant du gonflement du bilan à sa réduction. Il ne s'agit plus d'acheter, mais de vendre des obligations, ce qui soutient à la fois les cours et le rendement des obligations.

Le «higher for longer», que nous n'avons cessé d'annoncer, s'est donc établi aux États-Unis et en Europe, avec tous les effets secondaires indésirables d'un coût du capital élevé pendant une durée prolongée: les ménages et les entreprises restent soumis à des conditions durcies de (re)financement et les emprunts d'État contractés récemment sont

assortis de taux élevés, ce qui complique grandement la tâche des administrations fiscales de pays déjà très endettés.

### La situation conjoncturelle reste difficile

Une éventuelle issue à cette situation peu encourageante est aussi simple qu'irréaliste: une croissance économique aussi rapide et aussi forte que possible. Sous réserve d'une volonté politique correspondante, cela permettrait de modérer le niveau d'endettement et de réduire le service de la dette. Mais cela relève probablement de l'utopie. Le marasme ou la récession domineront encore dans la zone euro l'an prochain. L'augmentation des risques géopolitiques n'a fait que renforcer les risques baissiers.

Jusqu'à présent, la conjoncture américaine se montre remarquablement résiliente. Cependant, nous pensons qu'il y aura encore un ralentissement marqué de la croissance, simplement un peu plus tard, d'autant plus que la situation difficile de la politique intérieure s'ajoute à l'absence d'impulsions économiques externes. Ces problèmes internes ne paralyseront pas le pays pendant la montée en puissance de la campagne électorale présidentielle, mais ils réduiront la dynamique économique aux États-Unis.

### La Suisse reste une exception conjoncturelle

Qu'en est-il de la Suisse? Une fois de plus, nous sommes tentés de qualifier notre pays d'«île des moins malheureux», surtout par rapport au reste de l'Europe. Étant une petite économie ouverte, la Suisse ne peut pas se soustraire à l'environnement économique mondial et sera de plus en plus exposée aux vents contraires conjoncturels. Mais nous continuons de penser que l'économie suisse échappera à la récession, grâce à sa structure largement défensive et à ses entreprises rationalisées. En outre, le budget national suisse reste un cas modèle basé sur un endettement modéré: il est donc relativement peu exposé aux problèmes qui accablent les autres pays. Car tant que les incertitudes géopolitiques persisteront et que les craintes d'un

éventuel surendettement ne s'atténueront pas, la Suisse restera un havre pour les investisseurs, situation qui limite le potentiel haus- sier des rendements.

Oui, l'année touche à sa fin. Dans le sillage d'événements brutaux et tragiques, on a presque oublié à quel point le monde des pla- cements avait changé depuis le début de l'an- née. Bien que la problématique de l'inflation n'ait pas encore disparu, elle recule et n'est

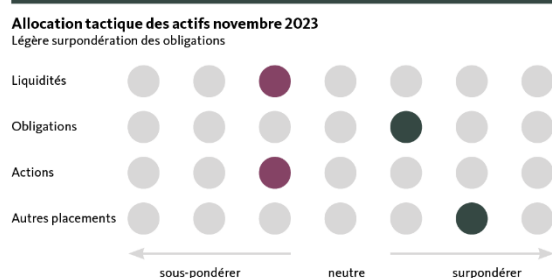
plus le thème prédominant. Malgré un fort scepticisme des observateurs, les États-Unis clôtureront cette année sans récession. Après une longue attente et de nombreux espoirs déçus, le pic des taux a enfin été atteint. Mais du fait de nombreux défis, nouveaux ou an- ciens, personne ne s'en réjouit avec un soula- gement euphorique. Ce sommet a été atteint dans des conditions difficiles.

Notre positionnement:

## Notre orientation reste défensive

**Les risques accrus continuent de justifier un positionnement tactique prudent. C'est pourquoi nous maintenons notre orientation défensive et laissons notre allocation inchangée par rapport au mois précédent.**

Le contexte actuel est marqué par des risques. Outre le ralentissement économique dû à la hausse des taux, les tensions géopolitiques ont considérablement augmenté après l'attaque contre Israël. Il est difficile d'anticiper l'évolution du conflit (propagation à d'autres pays du Proche-Orient) et ses conséquences (catastrophe humanitaire, flux de réfugiés). Cela explique sans doute pourquoi les répercussions sur les marchés financiers et le marché pétrolier sont encore très limitées. Cependant, le risque d'escalade est réel et nous pensons que la situation actuelle exige une certaine prudence. C'est pourquoi nous maintenons notre allocation tactique défensive et ne procédons à aucun changement par rapport au mois précédent.



### Obligations

La plupart des banques centrales ont probablement atteint le pic des taux et devraient maintenir des taux directeurs élevés jusqu'à fin 2024. La probabilité du «higher for longer», longtemps négligée, est de plus en plus intégrée aux cours obligataires. En l'espace de deux mois, les rendements des emprunts d'État américains à moyen et à long terme ont nettement progressé. Le rendement des bons du Trésor américain à dix ans a temporairement franchi la barre des 5%, pour la

première fois depuis la crise financière de 2007/2008. Des taux directeurs élevés, la réduction du bilan de la Fed, un volume considérable de nouvelles émissions et les incertitudes politiques sont autant de signes d'une persistance de taux élevés. Dans la zone euro, les rendements des emprunts d'État ont aussi nettement progressé, ce qui soulève des inquiétudes quant à la viabilité financière de pays fortement endettés tels que l'Italie. En revanche, en Suisse, le rendement des emprunts de la Confédération évolue latéralement dans une fourchette étroite. La forte demande pour ces valeurs refuge pèse en effet sur leur rendement.

### Actions

Les marchés des actions ont subi des pressions pendant la seconde quinzaine d'octobre dans la perspective de taux élevés à long terme. Mais suite à la décision de la Fed de renoncer au resserrement monétaire pour la deuxième fois consécutive et à des résultats trimestriels meilleurs que prévu, cette tendance à la baisse s'est inversée et les pertes de cours ont pu être endiguées. Nous pensons cependant que la consommation privée, encore très robuste aux États-Unis, devrait fléchir dans un avenir proche, ce qui devrait peser de plus en plus sur les bénéfiques et les marges des entreprises. Nous prévoyons une dynamique similaire dans la zone euro et en Suisse. De ce côté-ci de l'Atlantique, les indicateurs conjoncturels avancés laissent entrevoir la poursuite de vents contraires sur la situation des entreprises. Dans un contexte marqué par toujours plus d'incertitude, nous

continuons de miser sur les titres défensifs et sur la surpondération du marché suisse.

### **Placements alternatifs**

En raison des tensions géopolitiques exacerbées, le prix de l'or a fortement grimpé en octobre, dépassant brièvement le seuil des 2000 USD l'once. À moyen terme, le métal jaune devrait subir une certaine pression. La perspective d'une période prolongée de taux élevés réduit son attractivité, tout comme celle du dollar un peu moins faible. Toutefois, compte tenu des risques persistants pour la croissance et l'inflation, nous continuons de miser sur l'or à des fins de diversification du portefeuille. L'immobilier reste également un élément essentiel de notre allocation: nous misons principalement sur le marché immobilier suisse, dont nous restons convaincus de la stabilité.

Nos prévisions:

## Une fin d'année tendue

### Croissance du PIB

en % par rapport au trimestre précédent

	Actuellement (2T23)	3T23	4T23
Suisse	0,0	0,3	0,2
Zone euro	0,1	-0,1	0,0
États-Unis (annual raters)	2,1	4,9	2,5

### Croissance du PIB

en % par rapport à l'année précédente

	Actuellement (2022)	2023	2024
Suisse	2,7	0,9	1,2
Zone euro	3,3	0,4	0,6
États-Unis	2,1	2,9	1,0

### Prix à la consommation

en % par rapport à l'année précédente

	Actuellement (6.11.)	dans 3 mois	dans 12 mois
Suisse	1,7	2,3	1,8
Zone euro	2,9	2,8	2,5
États-Unis	3,7	3,5	2,7

### Taux directeurs

en %

	Actuellement (6.11.)	dans 3 mois	dans 12 mois
Suisse	1,75	1,75	1,75
Zone euro	4,50	4,50	4,50
États-Unis	5,50	5,75	5,75

### Rendements des obligations à 10 ans

en %

	Actuellement (6.11.)	dans 3 mois	dans 12 mois
Suisse	1,2	1,0	1,1
Allemagne	2,7	3,0	2,8
États-Unis	4,6	5,0	4,9

### Monnaies

	Actuellement (6.11.)	dans 3 mois	dans 12 mois
EURCHF	0.96	0.95	0.96
EURUSD	1.07	1.04	1.04
USDCHF	0.90	0.91	0.92

### Commodities

	Actuellement (6.11.)	dans 3 mois	dans 12 mois
Pétrole brut (Brent) en USD par baril	85	90	89
Or en USD par once d'or fin	1978	1930	1880

### Conjoncture

La conjoncture de la zone euro subit de forts vents contraires, avec des risques de baisse accrus. Aux États-Unis, l'économie reste encore remarquablement dynamique, mais devrait perdre de son élan sans pour autant s'arrêter complètement. L'économie suisse continue de ralentir, mais a de bonnes chances d'éviter la récession.

### Inflation

Le spectre de l'inflation n'est pas encore maîtrisé, mais il a perdu de son intensité. En l'absence de choc, il n'y aura pas de résurgence de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro en 2024. En Suisse, on s'attend à une légère poussée inflationniste à partir de 2024, mais encore avec un rapprochement vers la barre des 2% à moyen terme.

### Taux

Nous considérons que le pic des taux directeurs a été atteint en Suisse et dans la zone euro. En ce qui concerne les États-Unis, nous pensons que la Fed procédera à une dernière hausse de 25 points de base au cours des trois prochains mois. Nous n'anticipons pas de baisse prochaine des taux directeurs dans ces trois zones économiques. Pour des raisons structurelles et du fait de la réduction du bilan des banques centrales, nous prévoyons un maintien du «higher for longer» sur les marchés des capitaux en Europe et aux États-Unis. En revanche, le contexte actuel continue de plafonner les taux sur le marché suisse des capitaux.

### Monnaies

L'euro reste sous pression et le franc suisse est apprécié en tant que valeur refuge. Malgré les turbulences politiques intérieures, le dollar se maintient bien, mais aucune hausse durable ne se profile à l'horizon.

Sources: Bloomberg, Banque Migros