

Mai 2020

Taux d'intérêt & obligations

La notion de limite n'a plus aucun sens

Etats-Unis

- 30 millions de personnes se sont inscrites au chômage ces dernières semaines, tandis que les indices de confiance chutaient à des niveaux sans précédent.
- Des mesures budgétaires et monétaires considérables, couplées à des tentatives d'ouverture graduelle de l'économie, ont toutefois momentanément calmé les marchés obligataires.

Zone euro

- Si les données macroéconomiques ne sont pas encore connues, les indices de confiance dénotent une rude contraction de l'activité, surtout des services.
- La BCE poursuit ses divers programmes d'achat d'obligations tandis que les mesures budgétaires atténuent les effets négatifs sur l'économie réelle.

Royaume-Uni

- Les indices des directeurs d'achats d'avril ont chuté à respectivement 13,4 et 32,6 pour les services et l'industrie manufacturière, soulignant le choc inédit des mesures prises contre l'épidémie de COVID-19.
- La Banque d'Angleterre a lancé un programme d'achat d'obligations de 200 milliards de livres et réduit ses taux d'intérêt de 65 points de base, ce qui devrait aider à amortir l'effet de la crise économique.

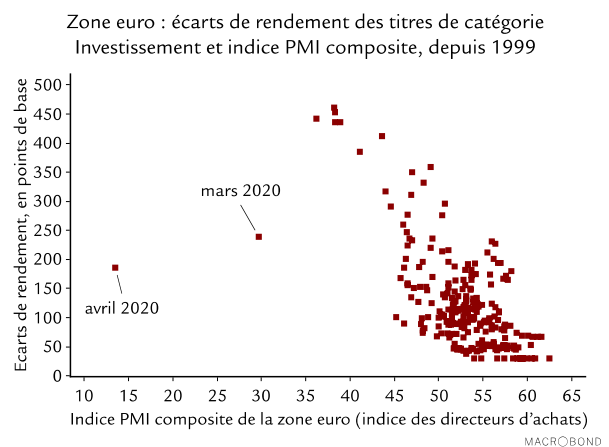
Suisse

- Même si l'économie suisse résistera certainement mieux que ses voisins européens grâce à une riposte budgétaire rapide et à une répartition favorable des secteurs d'activité, elle va néanmoins se contracter fortement selon nous.
- La BNS va sans doute continuer de privilégier les interventions sur le marché des changes car une baisse des taux directeurs nous semble improbable.

Japon

- Même si le Japon est moins touché par la pandémie, son économie devrait très fortement ralentir.
- La Banque du Japon a encore étendu son programme d'assouplissement quantitatif en supprimant toute limite à ses achats d'emprunts d'Etat.

Avril 2020 : l'économie ralentit mais les spreads se resserrent



La notion de limite semble n'avoir plus aucun sens pour les banques centrales désireuses d'amortir l'impact économique de la pandémie : assouplissement quantitatif illimité de la Banque du Japon, prêts directs de la Fed aux entreprises émettrices, voire acquisition d'« anges déchus » (obligations dégradées de la catégorie Investissement à celle du Haut rendement) font partie de la panoplie. Si les marchés du crédit se sont apaisés en avril, avec des resserrements de respectivement 53 et 71 points de base des écarts de rendement en EUR et en USD, leurs dernières évolutions nous laissent sceptiques. La saison des résultats bat son plein. A ce jour, les bénéficiaires ont baissé de 25% en Europe et de 15% aux Etats-Unis. La plupart des entreprises renoncent à leurs prévisions. Les investisseurs qui prévoient toujours une reprise en V devraient être déçus. Nous attendons plutôt une reprise en U, de lourdes incertitudes pesant toujours sur l'ampleur de la crise actuelle et sur les délais du redressement qui suivra. Nous préférons donc garder une position défensive pour le mois qui vient et restons sous-pondérés sur le risque de crédit, en quête de couverture dans des segments « protégés » par les banques centrales : les obligations d'entreprises en USD et les titres admissibles au programme d'achat de la BCE. Estimant que les rendements souverains fluctueront peu, nous gardons une position de duration neutre à légèrement longue.

Actions

Nouvelle étape franchie, mais des obstacles demeurent

Etats-Unis

- Bien que les Etats-Unis soient en retard sur les autres économies développées concernant le ralentissement des nouveaux cas de COVID-19, le pays lève les restrictions pour relancer l'économie.
- Le cours historiquement bas du baril exerce une pression sur l'industrie pétrolière américaine et sur les secteurs connexes, mais les retombées négatives sur les autres secteurs devraient rester limitées.
- Malgré des fondamentaux fragiles, la diversification du marché et la très large part des secteurs moins touchés par le virus (tels que la technologie) nous incitent à rester légèrement surpondérés sur les actions américaines.

Zone euro

- Les progrès de l'inversion de la courbe des infections encouragent la plupart des pays à lever progressivement leurs mesures de confinement.
- Le processus sera toutefois plus lent qu'en Asie ou aux Etats-Unis. Très dépendante du commerce international et toujours touchée par une crise de la dette des pays périphériques, l'économie de la zone euro aura besoin de plus de temps pour revenir aux niveaux d'avant la crise. Nous restons donc sous-pondérés sur les actions de la région.

Royaume-Uni

- Le *fog* du COVID-19 tend à occulter l'absence totale de progrès dans les négociations du Brexit.
- Nous ne prévoyons pas d'avancées rapides sur ce point tant que l'économie souffrira de la pandémie et restons sous-pondérés sur ce marché.

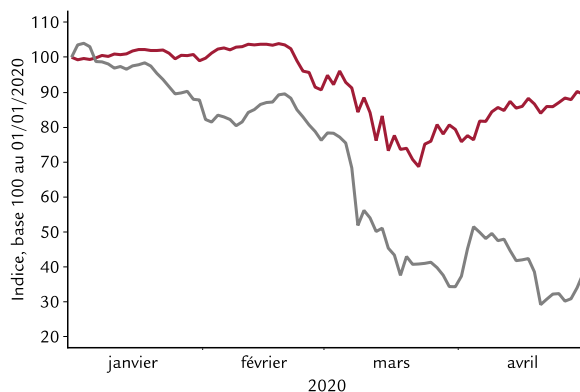
Suisse

- Bien qu'elles ne soient pas bon marché, leur nature défensive fait des actions suisses un excellent choix dans le contexte d'incertitude actuel.
- Nous restons donc neutres sur les actions suisses.

Japon

- Le Japon fait face à une deuxième vague d'infections, qui a contraint le gouvernement à durcir ses recommandations de distanciation sociale pour contenir l'épidémie.
- Les perspectives économiques se sont donc dégradées par rapport au mois dernier et nous restons sous-pondérés sur les actions japonaises.

Remontée des actions ; le pétrole à son plus-bas en 21 ans



— Cours du baril de pétrole brut (Brent) — Indice S&P 500

MACROBOND

Les marchés d'actions ont poursuivi en avril le mouvement de reprise amorcé fin mars. En effet, une des étapes énumérées dans notre feuille de route tactique présentée le mois dernier a été franchie, à savoir l'atteinte du pic des nouvelles infections journalières. S'en suivirent des discussions presque partout pour savoir quand et comment lever les mesures de confinement. Cette remontée du marché s'appuyait toutefois sur des fondamentaux relativement fragiles : les résultats des enquêtes sont tombés à des plus-bas sans précédent et les entreprises ont retiré leurs prévisions de résultats en raison d'une trop grande incertitude de la conjoncture. L'effondrement du cours du baril de Brent à des niveaux jamais vus depuis la fin des années 1990 et le passage temporaire du cours au comptant du pétrole brut américain (WTI) en territoire négatif constituent également des signes inquiétants selon nous, qui dénotent une chute drastique de la demande alors qu'il n'y a plus de capacités de stockage disponibles. Enfin, la hausse des cours des actions d'avril reposait sur des volumes d'échanges plutôt faibles, ce qui montre que de nombreux investisseurs ont préféré ne pas augmenter leur exposition aux actions.

Les incertitudes vont perdurer ces quatre prochaines semaines et entretenir la volatilité des marchés d'actions. Les inconnues concernent la pandémie (risque de deuxième vague suite aux déconfinements), les solutions médicales (bonnes et mauvaises nouvelles possibles concernant les vaccins et traitements) et les perspectives économiques en général. Nous penchons donc plutôt en faveur d'un positionnement globalement défensif sur les marchés d'actions.

Devises

Le JPY devrait arriver en tête des monnaies refuge

Etats-Unis

- En avril, si l'USD s'est apprécié face à un EUR cyclique et aux monnaies émergentes, il a reculé face au JPY et aux monnaies liées aux matières premières comme la GBP ou le CAD.
- Les taux d'intérêt sont devenus moins favorables à l'USD, éliminant ainsi une des motivations essentielles de notre attitude positive de longue date à l'égard du billet vert. Nous préférons dorénavant une position neutre sur l'USD face à l'EUR, la GBP et le JPY.

Zone euro

- L'EUR a souffert en avril, sous l'effet d'une chute des statistiques économiques plus marquée que dans les autres régions développées et de l'absence de réponse cohérente des décideurs européens aux risques qui menacent à moyen terme des pays très endettés comme l'Italie ou l'Espagne.
- L'EUR a atténué une partie de ses pertes le dernier jour d'avril, lorsque la BCE a déçu les marchés en décidant de ne pas augmenter son programme d'achat d'actifs. Nous sommes neutres aussi bien sur l'EUR/CHF que sur l'EUR/USD.

Royaume-Uni

- Après des hauts et des bas en avril, la GBP a fini le mois un peu au-dessus de l'USD, comme les autres monnaies sensibles aux cours des matières premières.
- Nous passons de positifs à neutres sur le taux de change GBP/USD.

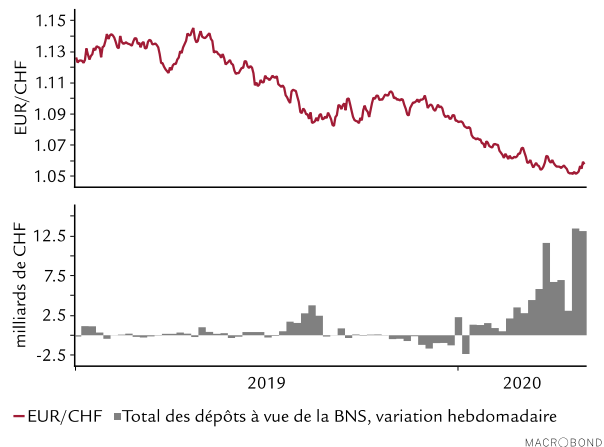
Suisse

- En avril, les interventions significatives de la BNS ont permis de garder l'EUR/CHF au-dessus de 1,05.
- Malgré la pression à la hausse persistante sur le CHF, due notamment à l'érosion des différentiels de taux d'intérêt avec les autres monnaies, la poursuite des interventions de la banque centrale devrait limiter le recul de l'EUR/CHF.

Japon

- De toutes les monnaies refuge, c'est le JPY qui s'est le plus apprécié en avril.
- Nous pensons que cette tendance perdurera au cours du mois qui vient et réaffirmons notre vision négative sur l'USD/JPY.

La BNS a réussi jusqu'ici à stabiliser l'EUR/CHF



Après un mois de mars très volatil, les marchés des changes se sont apaisés en avril et la configuration bien connue de 2019 s'est réinstallée le mois dernier : hausse de l'USD et du JPY (deux tous considérés comme des monnaies refuge) malgré une remontée des actifs risqués. La vision positive de l'EUR/USD que nous exprimions le mois dernier et qui reposait sur un portage moins avantageux s'est donc révélée erronée. Les marchés se sont sans doute davantage focalisés sur les perspectives économiques, effectivement plus sombres pour la zone euro que pour les Etats-Unis selon nous. De même, le risque à moyen terme d'une « crise de l'euro 2.0 » n'est pas encore écarté puisque les décideurs européens n'ont pas créé de dispositif crédible de mutualisation des risques entre les Etats membres, par exemple sous forme de « coronabonds ». Nous optons donc pour la neutralité sur l'EUR/USD pour le mois qui vient et pensons que le JPY s'appréciera face à toutes les grandes monnaies, dans un contexte très incertain.

En avril, le CHF a fait exception parmi les monnaies refuge en ne s'appréciant que très peu face à l'EUR et en perdant environ 1% par rapport à l'USD, ce qui est d'autant plus surprenant que les taux d'intérêt suisses et allemands ont convergé, abaissant le coût du portage en CHF. Il semble donc que les interventions incessantes de la Banque nationale suisse (BNS) aient réussi à absorber la pression haussière du CHF en avril. L'EUR/CHF n'a jamais glissé sous la barre de 1,05, en échange de quoi les dépôts à vue de la BNS ont augmenté de 30 milliards de CHF en avril. Nous restons neutres sur l'EUR/CHF.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
@MarcBruetsch



Michael Klose
CEO Third-Party Asset Management
michael.klose@swisslife.ch

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, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité 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 Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München 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.