

Juin 2020

Taux d'intérêt & obligations

Les banques centrales ne peuvent inventer des emplois

Etats-Unis

- La plupart des Etats fédérés ont commencé leur déconfinement, avec à la clé une amélioration des indicateurs de sentiment économique malgré une hausse continue des chiffres du chômage.
- Stimulée par un programme d'achat d'actifs sans précédent de la Fed, étendu aux obligations à haut rendement, la liquidité du marché a considérablement progressé malgré une nette diminution des achats de bons du Trésor depuis fin mars.

Zone euro

- Suite à un net recul de leurs taux d'infection, la plupart des pays ont assoupli le confinement. Si les indicateurs de sentiment économique se redressent, ils reflètent toujours une situation récessionniste.
- La proposition de création d'un fonds de relance européen de 500 milliards d'euros et les perspectives de mesures supplémentaires de la BCE ont fortement soutenu les actifs risqués.

Royaume-Uni

- Malgré des chiffres supérieurs aux attentes au premier trimestre, les enquêtes annoncent une chute inédite de l'activité en avril-mai.
- La Banque d'Angleterre va certainement augmenter ses achats d'actifs et pourrait même recourir aux taux négatifs s'ils sont nécessaires à la relance.

Suisse

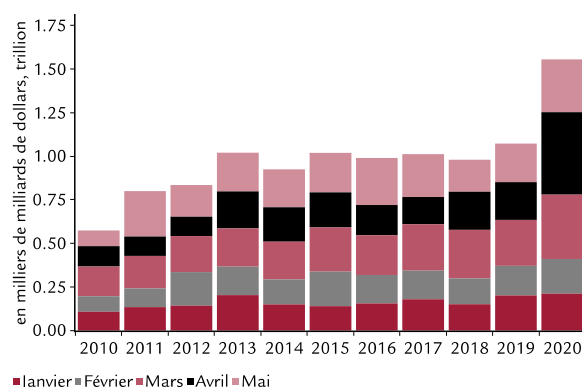
- La Suisse a brillamment réussi à aplatiser la courbe des infections à ce jour, ce qui devrait l'aider à se redresser plus rapidement que les autres pays.
- La quête de valeurs refuge force la BNS à poursuivre sa lutte contre l'appréciation rapide du franc.

Japon

- Le Japon est en récession depuis octobre 2019 et le pire devrait arriver au second semestre 2020.
- La Banque du Japon a supprimé toute limite à ses achats d'obligations et lancé un plan de soutien au financement des entreprises. Des aides aux PME pourraient suivre.

Les émissions de dette s'envolent malgré une grave récession

Volumes d'émission de la dette d'entreprises, à l'échelle mondiale



MACROBOND

Face au recul de l'infection, la plupart des pays développés procèdent à la levée de leurs restrictions. Chaque semaine apporte son lot de nouvelles sur le démarrage des essais cliniques d'un nouveau vaccin possible et les indicateurs de sentiment économique remontent timidement. La performance des actifs risqués pourrait laisser penser que nous sommes décidément prêts pour une reprise en V, soutenue par les milliers de milliards des banques centrales et par des mesures de relance budgétaire jamais vues. La hausse des deux derniers mois nous laisse toutefois sceptiques. Certes, les injections de liquidités ont contribué à éviter la déroute des marchés et la réponse budgétaire, quoique inégale, fut rapide et de taille à éviter l'effondrement de l'économie mondiale. Des failles vont toutefois apparaître : les faillites augmentent déjà et le chômage s'envole. L'endettement des entreprises a débouché sur des volumes d'émission record ces dernières semaines, alors qu'une baisse des résultats semble presque inévitable, ce qui fragilise nombre d'entreprises dans un contexte d'érosion de la demande. S'ajoute un regain de tensions entre les Etats-Unis et la Chine. Une reprise progressive en U nous semble ainsi bien plus réaliste. Nous restons donc défensifs sur le crédit, sans négliger certains secteurs ou émetteurs prometteurs. Les rendements des emprunts d'Etat à dix ans devraient diminuer au cours du mois qui vient.

Actions

Quelle durée pour une dynamique mue par les Etats ?

Etats-Unis

- L'assouplissement des restrictions dues au virus a profité au marché d'actions, qui célèbre l'élimination progressive des freins à la vie sociale et économique ainsi que la politique monétaire favorable, tout en ignorant la dégradation des relations sino-américaines, les risques d'une deuxième vague d'infection et de sombres perspectives économiques.
- Même au vu des facteurs ci-dessus et de la nette remontée des valorisations depuis mars, nous pensons toujours que la Bourse américaine dépassera légèrement les autres marchés d'actions, notamment grâce à la politique favorable de la Réserve fédérale.

Zone euro

- Les actions de la zone euro ont participé à la remontée, mais moins vivement que le marché américain.
- Si des confinements plus stricts ont sans doute joué un rôle, la sous-représentation des valeurs de l'internet dans la région représente la principale raison de cette sous-performance.
- La montée des tensions entre la Chine et les Etats-Unis ainsi que le conflit entre la Maison-Blanche et les réseaux sociaux réduisent cet avantage américain, ouvrant la voie à un rattrapage de la zone euro.
- Nous pensons néanmoins que l'impact limité de la politique monétaire et la difficile coordination des politiques budgétaires continueront d'entraver la performance de ce marché à court terme.

Royaume-Uni

- Les actions britanniques ont profité des mesures de relance monétaire et budgétaire mais les problèmes de fond s'accumulent malgré le déconfinement.
- Les sombres perspectives économiques et le retour des incertitudes liées au Brexit nous laissent prévoir une sous-performance de ce marché.

Suisse

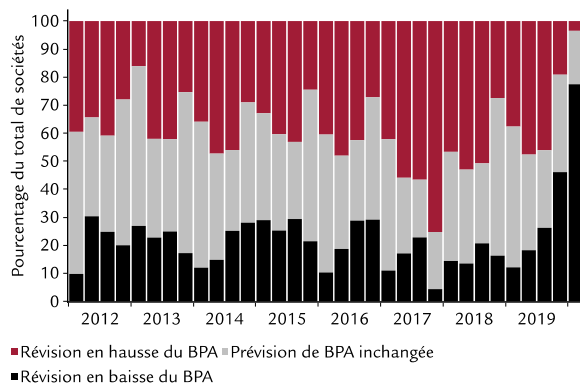
- La nature défensive des valeurs suisses permet à la Bourse de traverser la crise sans grand dommage.
- Le marché devrait sous-performer maintenant que le sentiment économique est moins négatif.

Japon

- La situation se détend un peu au Japon, comme en témoigne la levée de l'état d'urgence à Tokyo.
- Nous restons neutres à l'égard du marché d'actions japonais.

Révision en baisse des estimations de résultats trimestriels

Prévisions de bénéfice par action du S&P 500 (source : JP Morgan)



MACROBOND

Sachant que nous traversons actuellement l'une des pires crises économiques depuis la Grande Dépression, il serait logique que les marchés d'actions soient en chute libre. Or, ces derniers se sont bien remis de leurs plus-bas du mois de mars, essentiellement pour deux raisons. La première, et la principale, réside dans la volonté des banques centrales de sauver l'économie « quoi qu'il en coûte » et la seconde, dans la vision prospective qui caractérise les marchés d'actions. Si le premier argument incite fortement à acheter pour profiter de la hausse, nous avons quelques doutes quant à la prescience du marché. Si les entreprises américaines ont généralement tendance à relever leurs estimations de bénéfices, ce n'est pas le cas cette fois-ci. De fait, la plupart des entreprises du S&P 500 ont revu en baisse leurs prévisions de résultats, quand elles ne les ont pas purement et simplement abandonnées. Ainsi, tandis que le marché d'actions reflète un avenir radieux, les fondamentaux sont brouillés, et les résultats publiés pourraient se révéler inférieurs aux attentes, ce qui ne laisse plus aux investisseurs que la politique des banques centrales comme principale justification d'achat. Pour notre part, nous pensons que le risque de baisse à moyen terme reste effectivement maîtrisé tant que les banques centrales conserveront leur posture accommodante.

Devises

L'EUR devrait de nouveau se déprécier

Etats-Unis

- Dans un environnement très favorable au risque, l'USD a reculé en mai, surtout face aux monnaies cycliques comme l'EUR, l'AUD ou les monnaies émergentes, à l'exception très notable de la GBP, qui s'est dépréciée par rapport à l'USD.
- Tout en estimant que l'économie mondiale se redressera progressivement au cours du mois qui vient, l'avenir économique que reflètent les marchés financiers nous semble excessivement optimiste et l'hostilité au risque pourrait resurgir, d'où notre vision positive de l'USD pour les prochaines semaines.

Zone euro

- En mai, l'EUR a profité de l'annonce d'un plan de relance de l'UE et s'est apprécié face à l'USD, au CHF, à la GBP et au JPY.
- Nous pensons que ce plan se heurtera prochainement à la réalité, ce qui pourrait modérer l'optimisme et faire replonger l'EUR. En outre, les perspectives économiques de la zone euro restent bien plus sombres qu'aux Etats-Unis ou en Suisse, ce qui pourrait accentuer la pression sur l'EUR en juin.

Royaume-Uni

- L'actualité politique, économique et médicale britannique négative en mai a pesé sur la GBP.
- En outre, les risques liés au Brexit devraient s'intensifier sachant qu'aucun progrès sensible n'a été enregistré à ce jour dans les négociations avec l'UE. Nous avons une vision négative sur le taux de change GBP/USD pour le mois qui vient.

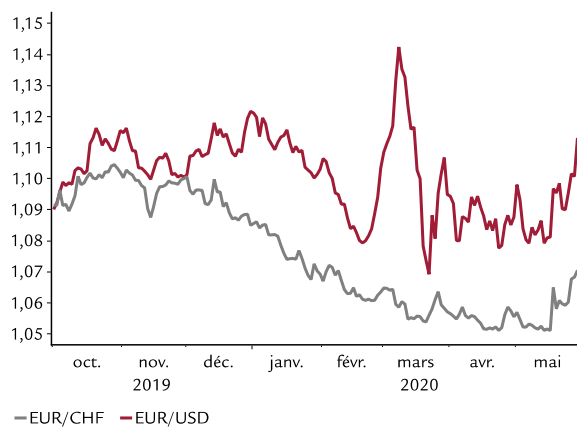
Suisse

- La BNS a continué d'intervenir sur le marché des changes mais l'annonce de la création du fonds de relance de l'UE a apporté une détente bienvenue en mai. L'EUR/CHF s'approchait même de 1,07 à l'heure nous écrivions ces lignes.
- La hausse de l'EUR/CHF ne devrait pas durer car l'hostilité au risque pourrait resurgir dans un contexte de risques politiques élevés et de perspectives économiques incertaines.

Japon

- Dans un climat globalement favorable au risque, le taux de change effectif du JPY a reculé en mai.
- Redevenus plus optimistes sur l'USD, nous passons d'une vision négative à neutre sur l'USD/JPY.

L'EUR soutenu (brièvement) par le plan Merkel-Macron



MACROBOND

La première quinzaine de mai fut relativement calme sur les marchés des changes : la volatilité implicite n'avait cessé de refluer depuis son pic de la mi-mars et la plupart des taux de change gardaient des marges de fluctuation bien définies depuis début avril. Et puis les choses ont commencé à bouger. Le mouvement le plus notable concernait l'EUR, qui s'est redressé durant la deuxième quinzaine, passant même la limite supérieure de la marge de fluctuation de 1,08-1,10 face à l'USD. L'élément déclencheur fut l'annonce du plan Merkel-Macron de création d'un fonds de relance européen d'une valeur de 500 milliards d'EUR, qui serait financé par une dette commune. L'EUR/CHF s'est également apprécié, ce qui devrait alléger temporairement la pression sur la Banque nationale suisse, qui intervient sans relâche pour empêcher le franc de passer en dessous de 1,05. Toutefois, nous ne partageons pas l'enthousiasme ambiant et pensons que l'EUR reculera en juin face à l'USD et au CHF. Tout d'abord, le projet de fonds de relance de l'UE se heurtera à de nombreux obstacles et les dissensions déjà constatées entre les pays membres devraient aller croissant. Ensuite, les perspectives économiques de la zone euro restent bien en deçà de celles de la Suisse ou des Etats-Unis, sous l'effet d'un risque persistant pour la dette souveraine des pays périphériques et de l'extrême lenteur avec laquelle la France semble s'extraire de sa paralysie économique. L'économie britannique est l'autre lanterne rouge européenne, plombée par la résistance de l'épidémie, par un déconfinement tardif et par l'incertitude liée au Brexit, puisque les pourparlers commerciaux avec l'UE n'ont enregistré aucun progrès significatif. Nous tablons sur un recul de la GBP par rapport à l'USD au cours du mois qui vient.

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 et Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München. **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.