

Septembre 2019

Taux d'intérêt & obligations

Loin de l'apathie estivale

Etats-Unis

- Avec l'escalade de la guerre commerciale apparaissent les premières fissures dans l'économie américaine. Les indices de sentiment économique sont globalement en repli et l'inversion de la courbe des taux des bons du Trésor s'est encore accentuée.
- Suite à la baisse des taux de la Réserve fédérale en juillet, nous en attendons deux autres, de 25 points de base chacune, d'ici à la fin de l'année.

Zone euro

- Les statistiques macroéconomiques de la zone euro restent déprimées. L'Allemagne se rapproche de la récession technique, tandis que l'économie française résiste beaucoup mieux.
- Bien que les rendements des emprunts d'Etat se rapprochent de leurs plus-bas historiques, il nous semble très probable que la BCE réduise ses taux en septembre et qu'elle reprenne ses achats d'actifs.

Royaume-Uni

- Le risque d'un Brexit sans accord fin octobre s'affirme de plus en plus à l'heure où l'UE et le Royaume-Uni semblent incapables de s'entendre sur la question de la frontière entre les deux Irlande.
- Toute réaction de la Banque d'Angleterre dépendra de l'issue du Brexit ; nous ne prévoyons donc aucune mesure de politique monétaire de sa part d'ici là.

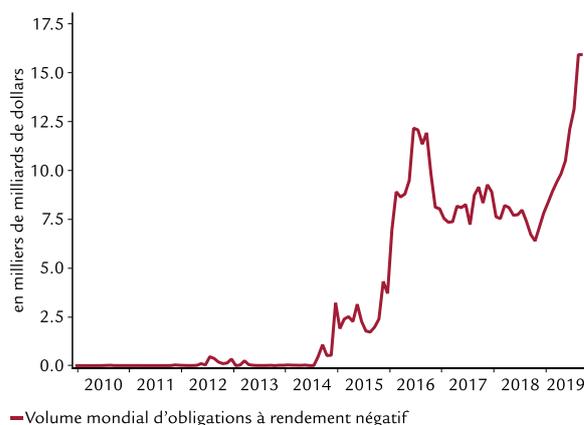
Suisse

- L'atonie de la demande extérieure et l'appréciation du franc affectent le moral des entreprises.
- Face à ces obstacles, la BNS devrait selon nous suivre la BCE en abaissant ses taux directeurs.

Japon

- Les dernières statistiques macroéconomiques japonaises ont dépassé les attentes, tandis que persiste largement la faiblesse de l'inflation.
- Malgré la remontée du yen, nous doutons que la Banque du Japon modifie sensiblement sa politique monétaire.

Plus de 16 000 milliards de dollars de titres à taux négatif



— Volume mondial d'obligations à rendement négatif

MACROBOND

Août est calme d'habitude, la plupart des acteurs du marché profitant de leurs vacances – pas cette année. Avec l'avalanche de nouvelles souvent contradictoires, les investisseurs ont eu du mal à saisir l'orientation d'un marché mû par des fondamentaux affaiblis, par de puissants facteurs techniques et par les derniers tweets de Donald Trump, et donc très volatil. Bien que les écarts de crédit américains et européens ne se soient creusés que de 11 et 8 points de base, les fluctuations intrajournalières étaient souvent bien plus larges. Or, l'incertitude déplaît fort aux détenteurs d'obligations. Les risques politiques ont engendré une fuite vers la qualité qui a encore réduit les taux d'intérêt. Les obligations à taux négatif totalisent plus de 16 000 milliards de dollars dans le monde, dont plus de la moitié des obligations les mieux notées en euros. Bien que les écarts de crédit restent plutôt minces et que les taux d'intérêt avoisinent leurs plus-bas historiques, la chute pourrait se poursuivre selon nous, en raison surtout des facteurs techniques. Tout en prévoyant des aléas, nous considérons les élargissements temporaires des *spreads* comme des occasions d'achat. Nous sommes globalement surpondérés sur le risque de crédit en euros, la reprise attendue des achats d'actifs de la BCE devant encore réduire les *spreads*. Quant aux emprunts d'Etat, nous tendons à privilégier les titres américains, plus rémunérateurs.

Actions

La volatilité devrait persister

Etats-Unis

- Août pourrait être le deuxième mois de l'année se soldant par une baisse des cours, tous les autres (sauf mai) ayant pris fin sur une progression.
- Nous pensons que le point de retournement du marché américain n'est pas encore atteint. Tant que les craintes de récession ne seront pas confirmées par des chiffres, les actions américaines offriront un rendement plus élevé que les emprunts d'Etat.

Zone euro

- Le ralentissement économique et les risques politiques ont lourdement pesé sur les cours des actions.
- Les valorisations sont devenues plus attrayantes et les taux d'intérêt très négatifs devraient inciter les investisseurs à conserver leurs actions européennes, même si nous leur préférons quelque peu les actions américaines, moins exposées aux risques politiques et économiques.

Royaume-Uni

- Les incertitudes liées au Brexit restent considérables à court terme et les perspectives pour le marché d'actions britannique ne devraient pas se clarifier selon nous avant le mois d'octobre.
- Il est clair, en revanche, que la volatilité restera forte, ce qui rend à nos yeux les actions britanniques moins attrayantes compte tenu des risques associés.

Suisse

- Le marché suisse a surperformé la plupart des autres marchés d'actions en août, la majeure partie des grandes entreprises helvétiques appartenant à des secteurs défensifs.
- Les sociétés plus petites, très dépendantes des exportations et moins à même de se protéger face à l'appréciation du franc, affichent un bilan boursier nettement moins positif.

Japon

- La Bourse japonaise s'est révélée décevante, au point de se rapprocher d'une performance négative depuis le début de l'année.
- Aucun facteur n'a justifié jusqu'ici un intérêt particulier pour les actions japonaises mais leur écart de performance considérable avec les autres marchés boursiers pourrait finir par faire changer les choses.

Chute des rendements accroît la prime de risque des actions



MACROBOND

Une des grandes difficultés de l'investissement en actions consiste à arbitrer entre potentiel de rendement et risque de revers. Or, cet arbitrage devient particulièrement délicat lorsque les risques proviennent essentiellement de conflits politiques d'une ampleur rarement connue par le passé. Tandis que les prévisions d'un ralentissement économique, par exemple, se traduisent généralement par un fléchissement du marché relativement progressif, les craintes liées aux événements politiques entraînent la plupart du temps des corrections de grande ampleur, rapides et imprévues. Au cours du mois d'août, lorsque se sont ravivées les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis, la volatilité est donc remontée et l'indice S&P 500 a connu de nombreuses séances caractérisées par des fluctuations supérieures à 1%.

Dans un tel contexte, une protection systématique du portefeuille d'actions contre les risques de repli majeur représente une stratégie efficace selon nous, en particulier pour les investisseurs au budget de risque limité. Ces stratégies de protection possèdent une caractéristique très attrayante, à savoir qu'elles contribuent à amortir les fluctuations marquées à la baisse tout en maintenant un potentiel de hausse intact.

Devises

L'USD ne devrait pas fléchir de sitôt

Etats-Unis

- L'escalade du conflit commercial a débouché sur une appréciation généralisée de l'USD en août. De toutes les grandes devises, seuls le CHF et le JPY ont progressé davantage durant cette période.
- Les moteurs fondamentaux qui soutiennent l'USD depuis janvier devraient perdurer à l'avenir. Les baisses de taux attendues de la Fed ne devraient pas affaiblir l'USD sachant qu'elles sont déjà intégrées par les marchés et que d'autres banques centrales assouplissent aussi leur politique monétaire.

Zone euro

- Les derniers chiffres publiés ont confirmé que l'Allemagne frôlait la récession technique, tandis que la Banque centrale européenne conservait un ton résolument accommodant, deux facteurs qui ont encore tiré l'EUR à la baisse.
- Estimant que la dynamique économique ne s'améliorera pas au cours du mois qui vient, nous restons baissiers sur l'EUR face à l'USD et au CHF.

Royaume-Uni

- Courant août, une attitude un peu plus encourageante des deux côtés de la Manche avait ravivé les espoirs d'un accord sur le Brexit, et la GBP s'était momentanément redressée.
- Le risque d'une sortie sans accord reste toutefois élevé, encore aggravé par la décision récente de Boris Johnson de raccourcir les délais alloués au Parlement pour débattre du Brexit. Nous nous attendons à un regain de pression sur la GBP au cours du mois qui vient.

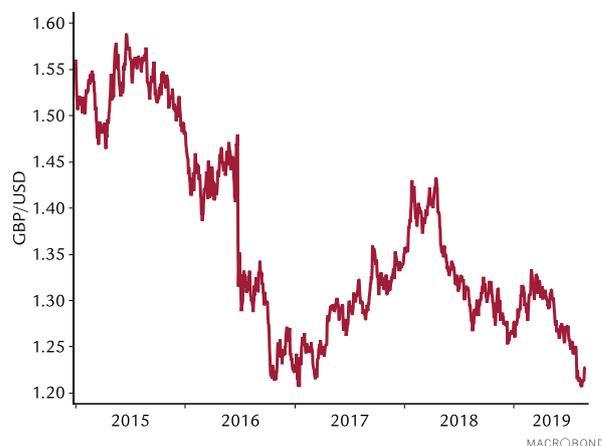
Suisse

- Les nouvelles interventions de la Banque nationale suisse sur le marché des changes n'ont pas pu empêcher le CHF de s'apprécier en août.
- La myriade de risques politiques et les craintes croissantes de récession nous incitent à maintenir une vision haussière du CHF par rapport à l'EUR.

Japon

- Comme le CHF, le JPY a été recherché par les investisseurs en août du fait de son statut de monnaie refuge.
- Nous pensons que le JPY peut encore s'apprécier par rapport à toutes les autres grandes monnaies.

Nous attendons un regain de pression sur la GBP



Le président américain Donald Trump s'insurge contre la vigueur de l'USD, qu'il juge excessive, et exhorte la Réserve fédérale à abaisser ses taux. Pourtant, ce sont ses propres décisions qui soutiennent le billet vert depuis plusieurs mois : si un pays impose des droits de douane supplémentaires, modifiant ainsi le rapport tarifaire des marchandises échangées, la théorie économique nous enseigne que sa monnaie est vouée à s'apprécier pour compenser la hausse des prix, au moins en partie. C'est exactement ce qui s'est passé. En outre, la nouvelle intensification des tensions commerciales a accentué les craintes de récession de la part des investisseurs et favorisé les monnaies refuge comme l'USD et, de manière plus flagrante encore, le JPY et le CHF. Nous doutons que cette configuration change beaucoup au cours du mois à venir. Ce contexte n'est pas propice aux monnaies cycliques comme l'EUR ou encore celles des marchés émergents et des exportateurs de matières premières. La Réserve fédérale américaine va abaisser son taux directeur de 50 points de base supplémentaires en tout d'ici à la fin de l'année. Comme les autres banques centrales se sont également lancées dans un cycle d'assouplissement, il est peu probable que ces mesures de la Fed, déjà prévues par le marché, fassent fléchir l'USD. Concernant la GBP, nous pensons que son sursaut d'août restera sans suite. Les risques d'un Brexit sans accord restent élevés. Dans le cas contraire, il faudrait sans doute attendre la toute fin octobre pour que soit trouvé un terrain d'entente (principal facteur d'appréciation potentiel de la GBP). D'ici là nous n'attendons que des nouvelles du Brexit défavorables pour la livre et sommes donc positionnés à la baisse sur le taux de change GBP/USD.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brüttsch
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 le Département économique, Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi 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 Management (France), 7 rue Belgrand, F-92682 Levallois-Perret cedex et Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-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., 2 Cavendish Square, Londres W1G 0PU. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.