

Octobre 2019

Taux d'intérêt & obligations

Les banques centrales s'activent

Etats-Unis

- Comme prévu, la Réserve fédérale a abaissé ses taux de 25 points de base et s'est montrée ouverte à des réductions supplémentaires en fonction de la situation économique, ce que les marchés ont interprété comme une attitude plutôt offensive.
- Nous prévoyons une nouvelle baisse des taux américains d'ici à la fin de l'année.

Zone euro

- La politique monétaire de la zone euro reste très accommodante.
- La BCE a instauré un système en deux parties qui exempte du taux de dépôt négatif une partie des avoirs en liquidités excédentaires.
- Le ralentissement de l'activité pourrait favoriser une érosion des rendements souverains à long terme d'ici à la fin de l'année.

Royaume-Uni

- Comme les marchés s'y attendaient, la Banque d'Angleterre a laissé son taux directeur inchangé.
- La banque centrale estime que si la sortie de l'UE se passe sans heurt, une série de hausses de taux progressives et limitées s'imposera ces prochaines années. En cas de sortie sans accord, elle statuera sur les mesures à prendre.

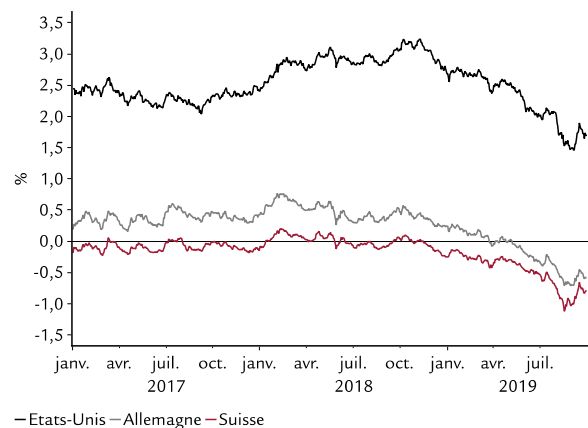
Suisse

- La BNS n'a pas modifié sa politique monétaire, mais elle juge que la situation pourrait justifier une nouvelle intervention sur les marchés des changes.
- Suite à la modification du seuil d'exemption des taux négatifs, une part croissante de dépôts à vue bancaires sont dorénavant exonérés.
- La BNS n'a pas eu besoin d'intervenir fortement sur les taux de change après la baisse de taux de la BCE.

Japon

- La Banque du Japon a conservé la même politique mais une baisse de taux en octobre est probable, pour contrer l'effet négatif potentiel du relèvement de la taxe sur la consommation.

Rendements des emprunts d'Etat à dix ans



— Etats-Unis — Allemagne — Suisse

MACROBOND

L'évaluation des politiques monétaires de la Fed, de la BCE et des autres banques centrales a occupé le devant de la scène en septembre. En début de mois, le marché a fortement réduit ses prévisions de mesures très accommodantes, surtout de la part de la BCE, ce qui a relancé les taux d'intérêt. Or, les actions des banques centrales ne se sont pas révélées aussi offensives que prévu, et elles restent particulièrement accommodantes. La BCE a réduit son taux de dépôt, annoncé un programme d'achat d'actifs à durée indéterminée et revu les modalités de ses opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) pour faciliter les prêts bancaires. Dans l'affrontement commercial sino-américain, les deux parties ont fait preuve de bonne volonté et un accord transitoire est possible, même si le litige est loin d'être réglé. Les dernières statistiques économiques dénotent certaines faiblesses, surtout dans la zone euro, et la situation pourrait plutôt pencher dans le mauvais sens. Les taux d'intérêts sont historiquement bas et devraient le rester encore longtemps selon nous. Nous restons également prudents à l'égard du risque de crédit. Les niveaux actuels semblent élevés au vu des fondamentaux des entreprises et des conditions économiques, mais le crédit aux entreprises profite des taux bas et du programme d'achats d'actifs de la BCE, ce qui explique que nous attendions une stabilisation des écarts de rendement des obligations d'entreprises au dernier trimestre 2019.

Actions

Attention aux risques extrêmes

Etats-Unis

- Les actions profitent toujours des politiques monétaires accommodantes.
- La croissance devrait se tasser, et pourtant les entreprises publient des résultats conformes aux attentes.
- La pression du financement semble augmenter dans certains secteurs.
- Les tensions croissantes au Moyen-Orient s'ajoutent à une série de risques géopolitiques.

Zone euro

- Les mesures de la BCE sont jugées favorables aux actions.
- Les valorisations des actions restent attrayantes en regard des placements obligataires.
- Le ralentissement de l'économie allemande se ressent sur la relative médiocrité de la Bourse de Francfort, dont l'indice phare, le DAX, sous-performe le MSCI Zone euro d'environ 3% depuis janvier.

Royaume-Uni

- Le Brexit et les incertitudes qu'il entraîne pour plusieurs années découragent les entreprises d'investir au Royaume-Uni.
- Les PME s'en ressentent et subissent une pression croissante sur leurs marges.
- Comme une extension du délai et des élections anticipées semblent probables, nous n'attendons aucun soulagement sensible pour la Bourse à court terme.

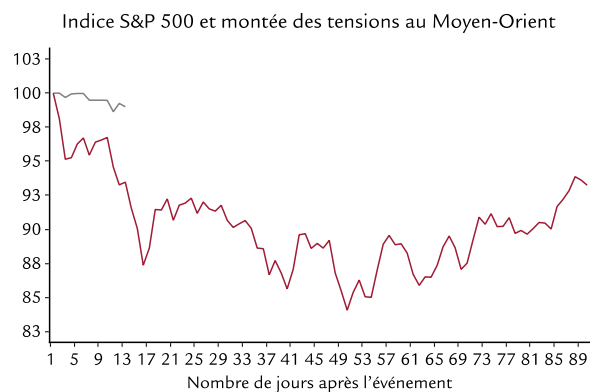
Suisse

- Les entreprises exportatrices de l'industrie mécanique et de l'ingénierie souffrent d'un effondrement des nouvelles commandes.
- L'atonie de la demande mondiale cause plus de dommages que l'appréciation du franc.
- Nous préférons toujours les grandes capitalisations, qui restent bénéficiaires depuis le début de l'année.
- Les grandes valeurs suisses tendent à mieux résister aux phases de perturbation des marchés.

Japon

- Alors que les actions japonaises sous-performent depuis le début de l'année, l'indice phare de la Bourse de Tokyo faisait partie des plus dynamiques à l'échelle mondiale en septembre.
- Le relèvement de la taxe sur la consommation et les craintes liées aux échanges internationaux assombrissent l'horizon économique au Japon.

Les tensions au Moyen-Orient n'inquiètent pas



— Invasion du Koweït, 1990 — Attaque de sites pétroliers saoudiens, 2019

MACROBOND

Les actions continuent de bénéficier des dernières mesures de politique monétaire adoptées des deux côtés de l'Atlantique. Nous constatons que les investisseurs institutionnels ont toujours tendance à acheter à la baisse en l'absence de solutions de remplacement liquides aux actions. En période de taux d'intérêt négatifs, les dividendes continuent d'attirer les actionnaires. Les prévisions de résultats se sont adaptées à une conjoncture mondiale plus hostile et les entreprises ont réussi, jusqu'ici, à répondre aux attentes des analystes. Les derniers chiffres de la zone euro laissent à penser que les répercussions des difficultés de l'industrie manufacturière allemande sur d'autres secteurs et d'autres Etats membres de l'UE représenteraient un risque croissant pour les marchés boursiers européens. La montée des tensions au Moyen-Orient vient s'ajouter aux autres risques géopolitiques de longue date que sont notamment le conflit commercial, le Brexit ou l'instabilité politique de l'Italie. Pourtant, à ce jour, l'attaque des sites saoudiens, qui a réduit de moitié la production pétrolière du pays et dont on s'attend à ce qu'elle supprime temporairement 5% de la production mondiale, n'a pas eu de conséquences notables sur les marchés d'actions internationaux. Les analystes comparent cette attaque à l'invasion du Koweït par l'Irak en 1990, qui n'avait fait reculer la production mondiale que de 2%. La conviction que toutes les parties impliquées ont tout à bénéficier d'un approvisionnement continu de l'économie mondiale, ajoutée à la dépendance pétrolière relativement moins marquée des économies occidentales, semblent l'emporter sur les craintes que la situation ne dégénère dans cette région du monde politiquement sensible.

Devises

Nous attendons un nouveau rebond du CHF

Etats-Unis

- Conformément aux attentes, la Réserve fédérale américaine a abaissé son taux directeur en septembre, mais ses déclarations ne furent pas aussi accommodantes que le prévoyaient les participants au marché. L'USD s'est néanmoins déprécié en septembre, le regain d'espoir de résolution du litige commercial se traduisant par davantage de prises de risque sur les marchés financiers.
- Comme nous attendons malgré tout des risques politiques toujours élevés et une poursuite de la surperformance économique américaine, nous restons haussiers sur l'USD.

Zone euro

- Au cours d'un mois volatil, l'EUR s'est globalement apprécié face à l'USD et au CHF en septembre malgré la politique plus accommodante de la BCE.
- Nous prévoyons toutefois de nouvelles pressions sur l'EUR sachant que la conjoncture va sans doute rester modérée ces prochaines semaines.

Royaume-Uni

- La GBP a continué sa remontée en septembre après que le Parlement eut réduit le risque d'un Brexit sans accord le 31 octobre. De même, des déclarations positives du président de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker, ont ravivé les espoirs qu'un accord serait prochainement trouvé.
- Notre scénario de base reste toutefois une prolongation du délai de sortie, suivie d'élections anticipées plus tard dans l'année, ce qui entretiendrait l'incertitude et raviverait la pression sur la GBP.

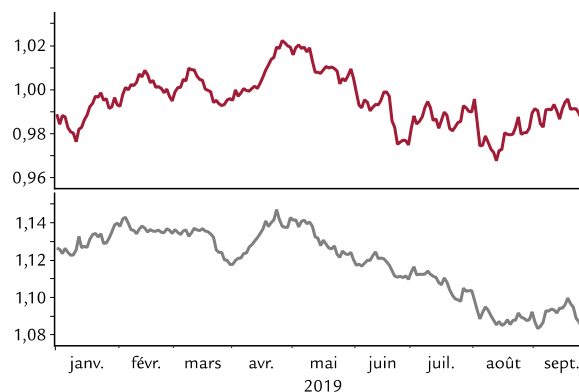
Suisse

- Le sentiment plus favorable au risque sur les marchés financiers a levé les pressions haussières sur le CHF en septembre.
- La myriade de risques politiques et les craintes persistantes de récession nous incitent à maintenir une vision haussière du CHF par rapport à l'EUR.

Japon

- Le JPY a abandonné une partie de ses gains récents suite au retour du goût du risque sur les marchés en septembre.
- Nous restons toutefois haussiers sur le JPY, pour les mêmes raisons que celles exposées ci-dessus à propos du CHF.

Repli du CHF malgré la politique inchangée de la BNS



— USD/CHF — EUR/CHF

MACROBOND

En septembre, plusieurs réunions de banques centrales et événements politiques ont alimenté des courants contraires sur les marchés des changes, et donc une forte volatilité. Bien que la Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne aient pris les mesures d'assouplissement attendues, l'USD comme l'EUR se sont appréciés après les réunions de leurs banques centrales respectives. Dans le cas de la Fed, sa déclaration fut jugée moins accommodante que ne l'espéraient les participants au marché. Dans le même temps, la BCE annonçait des projections prudentes, qui avaient commencé par affaiblir l'EUR. Ce mouvement fut toutefois vite inversé lorsque les marchés prirent globalement conscience que la BCE disposait finalement d'une très faible marge de manœuvre par rapport aux autres banques centrales, et surtout à la Fed. En outre, la légère progression de l'EUR/CHF a considérablement allégé la pression sur la Banque nationale suisse, qui n'était plus contrainte d'assouplir sa politique monétaire lors de sa réunion trimestrielle.

Sur le plan politique, l'optimisme qui a gagné un peu de terrain quant au litige commercial et au Brexit a pesé sur les monnaies refuge (USD, CHF et JPY) et permis d'effacer les pertes de l'EUR et de la GBP. Les risques politiques sont pourtant voués à s'accroître de nouveau puisque nous n'attendons ni résolution globale du différend commercial à court terme, ni accord sur le Brexit avant la date limite du 31 octobre. Nous restons donc d'avis que l'USD, le JPY et le CHF devraient s'apprécier par rapport aux monnaies cycliques telles que l'EUR et la GBP.

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.