

Octobre 2020

## Taux d'intérêt & obligations

Tempête dans un verre d'eau ou début de correction ?

### Etats-Unis

- Sachant que le prochain plan de relance ne sera sans doute pas adopté avant les élections de novembre et que les programmes d'aides commencent à manquer de fonds, de plus en plus de risques menacent la solide reprise économique en cours aux Etats-Unis.
- Si la Réserve fédérale répète qu'elle n'est pas près de relever ses taux d'intérêt, ses représentants soulignent toujours la nécessité d'augmenter les dépenses budgétaires.

### Zone euro

- Suite à l'envolée récente des contaminations et aux nouvelles mesures de restriction ciblées, la confiance du secteur tertiaire est repartie à la baisse, montrant ainsi que les situations économiques restent fragiles.
- La BCE n'a pas l'intention d'abandonner sa position accommodante de sitôt et nous pensons qu'elle préférera étendre ses différents programmes en cas de dégradation des conditions financières.

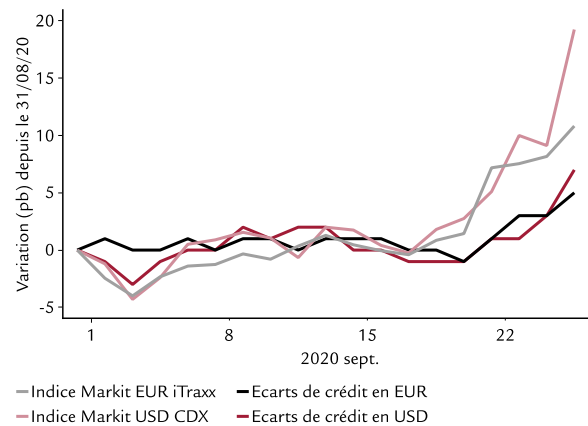
### Royaume-Uni

- L'économie fait face à la double incertitude persistante des négociations commerciales avec l'UE et des nouvelles mesures restrictives pour endiguer la recrudescence récente des cas de COVID-19.
- Nous pensons que la Banque d'Angleterre pourrait se trouver finalement contrainte d'en faire plus au vu de la faiblesse de l'économie britannique.

### Suisse

- Comme nous l'attendions, l'économie suisse s'est mieux remise que la plupart des autres pays développés au deuxième trimestre, avec des résultats supérieurs aux attentes du consensus.
- Les chiffres du troisième trimestre sont encourageants jusqu'ici, avec une forte hausse de l'indicateur avancé du KOF à 110,2 points en août.
- La BNS a laissé son taux directeur inchangé à -0,75%, parallèlement à une augmentation seulement modérée des dépôts à vue en septembre malgré une aversion au risque généralisée sur les marchés financiers.

### Crédit : le marché au comptant et les dérivés divergent



MACROBOND

Il semblerait donc que les prix des actifs ne soient pas voués à augmenter éternellement. Ce « jour du jugement » a frappé en particulier les valeurs technologiques américaines adorées de tous. Si la chute des actions de septembre a gagné dans une certaine mesure les autres catégories d'actifs, on ignore encore s'il s'agissait d'une brève secousse ou d'une correction appelée à durer. Les écarts de crédit ont peu réagi à ce jour. Ceux des obligations en EUR et en USD ne se sont creusés que de 5 points de base (pb, voir graphique) tandis que les rendements des emprunts d'Etat restaient inscrits dans les fourchettes de ces derniers mois. Or, l'examen du marché des dérivés de crédit s'avère plus inquiétant : l'indice CDX américain a déjà augmenté de 18 pb et l'indice ITRX européen, de 10 pb, ce qui montre que les investisseurs se couvrent à la baisse sans pour autant liquider leurs positions acheteuses. Cela pourrait toutefois changer très vite et l'on observe les premières sorties de fonds des ETF sur le crédit les mieux notés. Ce ne sont pas des ventes massives, mais la prudence s'impose, surtout face à la pléthore de risques politiques. Les facteurs techniques restent favorables mais peuvent basculer à tout moment. Et sur le marché obligataire, personne n'a envie de vendre en pleine panique. Nous gardons donc des positions de crédit défensives et une préférence pour les durations longues.

## Actions

Se préparer aux risques des élections américaines

### Etats-Unis

- Septembre fut le premier mois de repli pour le S&P 500 depuis mars 2020. Les valeurs technologiques ont en particulier fortement sous-performé le marché, inversant au cours du mois la surperformance des actions américaines sur les autres régions.
- L'actualité propre à chaque société, la divergence croissante entre des actions florissantes et la sous-utilisation persistante des capacités économiques, ainsi que les risques associés aux élections américaines, pourraient avoir motivé les prises de bénéfices de septembre. Nous pensons que les marchés vont se stabiliser jusqu'aux élections.

### Zone euro

- Les annonces d'une recrudescence du virus et de nouvelles mesures de restriction ciblées, surtout dans les grandes villes européennes, ont pesé sur les actions de la zone euro, qui ont pourtant globalement mieux résisté que les valeurs américaines.
- La surperformance éventuelle des actions européennes sur les américaines dépendra beaucoup de la manière dont les investisseurs voient les valeurs technologiques, surreprésentées dans les indices américains.

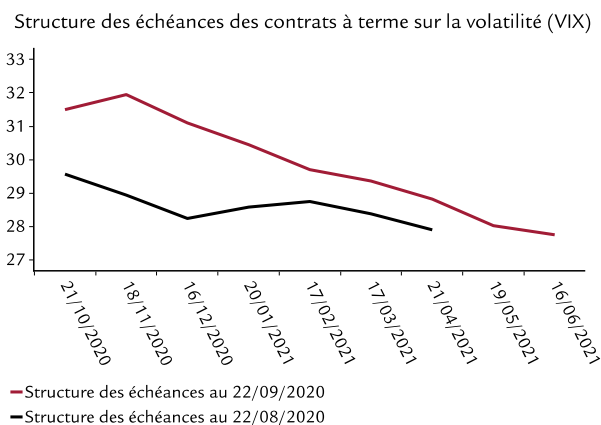
### Royaume-Uni

- A l'heure où nous écrivons ces lignes, le marché d'actions britannique avait moins souffert en septembre que les actions mondiales, mais les défis abondent. La reprise de l'économie est fragile et l'incertitude quant aux négociations avec l'UE reste élevée, surtout depuis l'adoption de la nouvelle loi sur le marché intérieur, qui a attisé les tensions entre les partis.
- Nous restons prudents envers les actions britanniques, dont les valorisations ne reflètent pas selon nous tous les risques économiques et politiques.

### Suisse

- Même si le marché d'actions suisse a ralenti, il fut indéniablement le plus performant du mois de septembre et reste l'un des plus dynamiques depuis le début de l'année.
- Le contexte économique reste plus favorable aux actions suisses qu'ailleurs. L'activité du pays a moins souffert de la crise que ses voisins et la Suisse dispose d'une confortable marge de manœuvre budgétaire pour réagir en cas de dégradation de la situation.

### Les options sont coûteuses autour des élections



MACROBOND

A ce stade, rien ne permet de prévoir qui remportera la course entre Donald Trump et Joe Biden et les sondages divergent sur les élections sénatoriales. Si, ce qui est probable, le président faisait face à un Congrès divisé, voire hostile (comme aujourd'hui), on peut s'attendre à une continuité politique et à un effet minime sur les actions. Nombre d'acteurs du marché considèrent un raz-de-marée démocrate assurant à Joe Biden le soutien intégral du Congrès comme néfaste pour les actions puisque le candidat prévoit d'imposer davantage les entreprises. Mais le seul résultat vraiment inquiétant serait l'absence de résultat, une contestation houleuse et persistante de l'issue du scrutin. Face à cette situation, on peut attendre une baisse massive des cours. Si une élection contestée constitue plutôt notre scénario pessimiste, de nombreux investisseurs veulent s'y préparer. Ils pourraient ainsi réduire leur exposition aux risques extrêmes de chute en modérant un peu leur participation potentielle à la hausse des cours, ce qui suppose une solution à base d'options de vente. Il importe d'examiner la structure des échéances des contrats à terme sur la volatilité pour se constituer efficacement une telle couverture contre un risque extrême. Malheureusement, la structure des échéances du VIX ci-dessus montre que les options arrivant à terme autour des élections sont les plus chères. Le moment est donc propice à toucher les primes, en vendant des options pour financer l'achat d'options de vente. Comme celles-ci sont chères à l'échéance des élections, nous conseillerions de viser à plus long terme sachant qu'une contestation du scrutin aurait sans des implications négatives pour les actions longtemps après l'annonce des résultats.

## Devises

La pression pourrait remonter sur l'USD

### Etats-Unis

- Dans un contexte globalement défavorable au risque sur les marchés financiers, l'USD s'est apprécié en septembre, surtout face aux monnaies cycliques comme l'EUR, la GBP ou les monnaies liées aux prix des matières premières telles que l'AUD ou le CAD.
- Nous prévoyons toutefois un nouvel accès de faiblesse de l'USD. Les différentiels de taux d'intérêt restent trop minces pour apporter un réel soutien au billet vert. De même, plusieurs issues potentielles des élections américaines auraient selon nous un effet plutôt négatif sur l'USD (voir ci-contre).

### Zone euro

- Après être resté un mois et demi autour de 1,18, l'EUR/USD s'est replié durant la deuxième quinzaine de septembre. La remontée des cas de COVID-19 et les nouvelles mesures de restriction dans la zone euro ont sans doute contribué à la réserve des investisseurs à l'égard de la monnaie unique.
- Notre vision positive de l'EUR/USD découle principalement de notre prévision de faiblesse généralisée de l'USD jusqu'à la fin de l'année (voir plus haut).

### Royaume-Uni

- Comme nous l'attendions, la GBP a sensiblement reculé en septembre suite à la montée des tensions liées aux négociations commerciales avec l'UE après l'annonce du projet de loi sur le marché intérieur.
- Maintenant que la valeur de la GBP reflète mieux ces risques, nous pensons qu'elle va se stabiliser face à l'USD mais prévoyons une faiblesse durable par rapport à l'EUR.

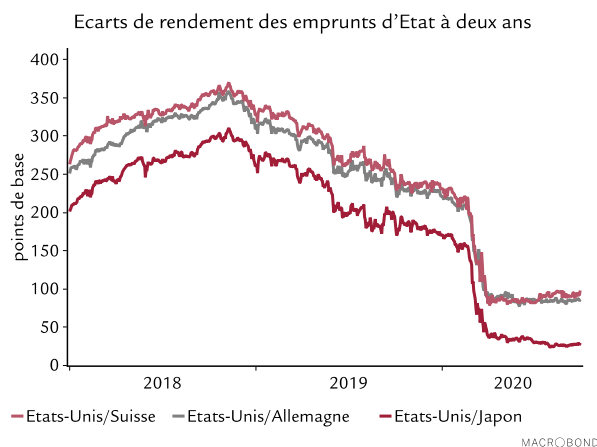
### Suisse

- Malgré l'hostilité au risque des marchés financiers, le CHF était très proche de l'EUR en septembre. Son recul par rapport à l'USD a permis à la BNS de modérer ses interventions.
- Nous restons neutres sur l'EUR/CHF mais pensons que le franc s'appréciera face à l'USD.

### Japon

- Le JPY s'est globalement apprécié en septembre.
- Au vu des nombreux risques circonstanciels à l'horizon (surtout les élections américaines), nous prévoyons une hausse du JPY par rapport à l'USD.

### L'avantage des taux d'intérêt américains s'estompe



Les élections américaines constituent la principale « inconnue connue » du troisième trimestre. Une incertitude considérable pèse non seulement sur l'issue des scrutins, mais aussi sur les conséquences pour les différentes catégories d'actifs et pour l'USD. De manière générale, nombre d'analystes estiment qu'une victoire de Joe Biden, aujourd'hui en tête des sondages, serait préjudiciable à l'USD, surtout s'il avait le soutien total du Congrès. C'est aussi notre avis. Dans un tel contexte, nous pourrions attendre un déficit budgétaire encore plus élevé, dû aux généreux plans de relance prévus dans un contexte de taux d'intérêt toujours bas. Joe Biden resterait sans doute ferme face à la Chine, mais les marchés pourraient moins redouter l'escalade des tensions commerciales en raison de son approche moins conflictuelle de cette question. Les investisseurs pourraient toutefois se montrer plus prudents à l'égard des actions en raison du programme fiscal de Joe Biden. Tous ces arguments laissent prévoir une dépréciation de l'USD. Si Joe Biden était élu face à un Sénat hostile, le potentiel de recul du billet vert serait un peu moindre. Quant à une réélection de Donald Trump, elle n'aurait sur l'USD aucun effet notable. Paradoxalement, la contestation du résultat électoral pourrait profiter à cette monnaie qui reste une valeur refuge importante.

*In fine*, nous optons pour une vision négative sur l'USD à ce stade, y compris au vu de l'érosion, pendant la crise, du soutien crucial que représente un différentiel de taux d'intérêt favorable, peu susceptible de réapparaître prochainement avec une Réserve fédérale très accommodante (voir graphique).

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité 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 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.