

Mars 2020

Taux d'intérêt & obligations

Investisseurs ramenés à la réalité

Etats-Unis

- Les Etats-Unis ont publié de solides statistiques économiques en février, contribuant à la belle ascension des actifs risqués, brusquement interrompue par des indices PMI des services très décevants et par la propagation rapide du coronavirus hors de Chine.
- Les taux d'intérêt se sont effondrés. Les marchés prévoient quatre baisses des taux directeurs de la Fed pour les 12 prochains mois, ce qui nous semble toujours improbable tant que le coronavirus exercera un choc temporaire sur l'économie.

Zone euro

- Les statistiques économiques européennes étaient plus mitigées, mais les enquêtes ont surpris dans le bon sens, l'Allemagne enregistrant une amélioration de l'indice PMI manufacturier et de l'indicateur de sentiment économique de l'Ifo.
- Vers fin février, toutefois, la propagation du coronavirus a radicalement modifié le sentiment des investisseurs, creusant les écarts de crédit et abaissant les rendements souverains.

Royaume-Uni

- Les statistiques économiques ont profité de la stabilisation politique du Royaume-Uni et des prévisions de relance budgétaire. Les indices PMI manufacturiers sont passés en territoire expansionniste.
- La banque centrale ne devrait pas modifier ses taux vu l'embellie économique et le rebond de l'inflation.

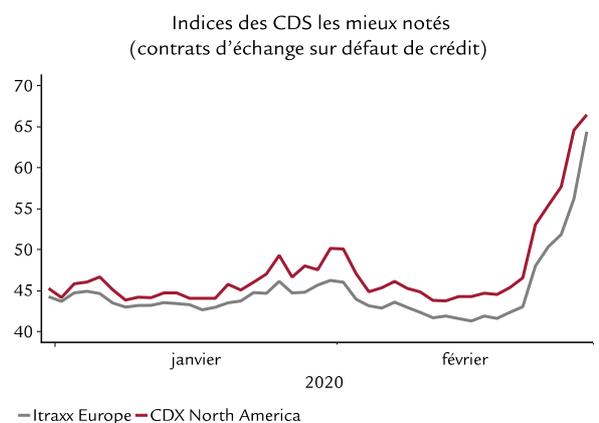
Suisse

- Bien que la forte hausse du franc depuis début janvier exerce une pression sur la BNS, nous pensons que celle-ci hésitera à intervenir sachant que le Trésor américain a réinscrit la Suisse sur sa liste des pays pratiquant la manipulation monétaire.

Japon

- Le relèvement de la taxe sur la consommation et l'épidémie de coronavirus ont sérieusement ébranlé l'économie japonaise, ce qui pourrait susciter de nouvelles mesures de la part de la Banque du Japon.

Les indices des CDS réagissent à la propagation du virus



S'il y a une leçon à retenir de ces derniers jours, c'est la précarité des marchés financiers. Ils ont largement ignoré la menace du coronavirus, les actions enchaînant les records et les écarts de crédit se resserrant toujours plus. Dans un contexte de liquidités abondantes, l'excès de confiance et la quête de rendement semblaient avoir encore accru le goût des investisseurs pour le risque. Les obligations convertibles contingentes (« AT1 ») et les titres d'entreprises hybrides, qui font partie des produits de taux les plus risqués, n'ont cessé de progresser malgré l'érosion des rendements. Les emprunts d'Etat à dix ans de la Grèce, un pays encore récemment au bord de la faillite, affichaient une rémunération inférieure à 1%. Bref, le risque était sous-évalué et l'annonce de la propagation du coronavirus hors de Chine a retourné la situation. Aujourd'hui, fin février, les flux de capitaux vers les valeurs sûres affectent les actions et les marchés du crédit, reflet d'un repositionnement radical des investisseurs. Les titres si recherchés il y a quelques jours encore ont déjà perdu plusieurs points. Les obligations grecques s'écroulent et deux ou trois jours ont suffi à annuler la hausse des cours des actions enregistrée depuis début 2020. A ce stade, on ne peut dire si et à quel point le virus continuera de se répandre. Nous préférons donc éviter toute stratégie directionnelle concernant les emprunts d'Etat et le crédit des entreprises.

Actions

Les investisseurs paient cher leur excès de confiance

Etats-Unis

- A l'heure où nous écrivons ces lignes, l'épidémie de coronavirus était encore largement contenue aux Etats-Unis. Les investisseurs ont toutefois compris que les entreprises américaines ne seraient pas épargnées par les retombées de l'épidémie.
- Les entreprises du pays pâtissent en effet non seulement de la baisse des ventes en Chine mais aussi des perturbations des chaînes logistiques, qui iront croissant si la crise se prolonge.
- Le consensus a revu en baisse de quelque 3% en moyenne ses prévisions de résultats pour les entreprises du S&P 500, près de la moitié d'entre elles devant annoncer des chiffres inférieurs aux attentes formulées début 2020.

Zone euro

- Les marchés d'actions de la zone euro ont gravement souffert de l'arrivée du virus en Italie et ont encore chuté davantage lorsque l'épidémie s'est étendue à d'autres pays européens peu après.
- Nous restons prudents à l'égard des actions de la zone euro.

Royaume-Uni

- La nette sous-performance des actions britanniques de 2019 s'est poursuivie début 2020.
- Outre les inquiétudes liées au coronavirus, le marché d'actions pâtit de la grande incertitude politique autour des relations commerciales du pays avec l'UE, qui devrait persister au cours des prochains mois.

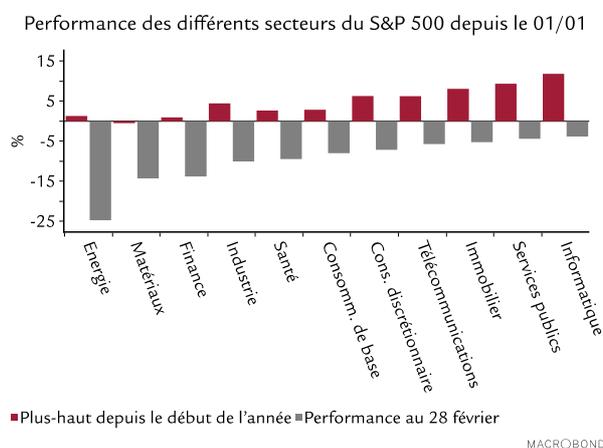
Suisse

- Si l'arrivée du coronavirus a touché également les actions suisses, elles ont moins reculé que leurs voisines européennes par rapport à début janvier.
- Nous pensons que les secteurs plutôt défensifs des télécommunications et de la santé poursuivront leur surperformance, tandis que le segment du luxe restera sévèrement affecté par le virus.

Japon

- Le Japon étant très durement touché par le virus, directement et indirectement via la Chine, les actions nippones accusent une nette sous-performance depuis le début de l'année.
- Aucun facteur ne nous incitant à l'optimisme à l'égard de ce marché, nous restons sous-pondérés sur les valeurs japonaises.

Des performances très divergentes d'un secteur à l'autre



Jusqu'à mi-février, les actions semblaient s'appuyer sur des fondamentaux différents de la plupart des autres marchés. Tandis que les investisseurs, en fuite vers les valeurs sûres, recherchaient de plus en plus les emprunts d'Etat ou l'or, les actions n'ont amorcé leur correction qu'une fois le coronavirus sérieusement implanté en Europe, soit la dernière semaine de février. Comme l'épidémie est très présente partout dans le monde, la diversification géographique n'est pas utile dans la situation actuelle. Tous les secteurs ne sont toutefois pas touchés pareil : si les valeurs américaines de l'énergie accusent un repli de plus de 20% par rapport au début de l'année à l'heure où nous écrivons, les valeurs de l'informatique du S&P 500 sont plutôt épargnées. Nombre de gérants devant toutefois respecter des écarts maximums par rapport aux pondérations des secteurs, il devient très difficile de prendre au bon moment les bonnes décisions d'allocation d'actifs sectorielles. Notre intérêt pour les stratégies défensives se révèle ici payant. La protection par des options de vente nous a permis de limiter les dommages dus aux chutes récentes des cours. L'incertitude ambiante nous conduit aussi vers des stratégies de volatilité minimum, qui ont permis par le passé aux investisseurs de profiter sensiblement des phases de reprise après des corrections significatives. La question clé est toutefois de savoir combien de temps le coronavirus tourmentera les marchés. L'imprévisibilité des épidémies ne facilite pas la réponse. Il est sûr que les flux commerciaux resteront perturbés ces prochaines semaines et qu'une incertitude majeure règne toujours sur les répercussions économiques de l'épidémie, d'où notre positionnement toujours défensif sur les actions au mois de mars.

Devises

L'USD devrait repartir à la hausse selon nous

Etats-Unis

- L'USD n'a pas profité de la fuite vers les valeurs sûres de fin février. Tandis que le virus s'étendait en Europe, les prévisions de baisses des taux américains se sont accumulées, ce qui a réduit les écarts de taux d'intérêt et donc pesé sur l'USD.
- Ces prévisions de baisses de taux nous semblent excessives et nous pensons que l'USD se redressera quand les marchés reverront leurs projections. De même, la surperformance de l'économie américaine par rapport à l'Europe devrait soutenir le billet vert.

Zone euro

- Bien que les risques de coronavirus aient augmenté en Europe, l'EUR a enregistré un rebond surprise face à l'USD grâce au resserrement de l'écart de taux d'intérêt.
- Nous restons baissiers sur l'EUR/USD. La pression sur l'économie locale va encore s'alourdir prochainement du fait des répercussions de l'épidémie, ce qui devrait finir par peser sur la monnaie unique.

Royaume-Uni

- Le premier mois hors de l'UE s'est traduit par une chute de la GBP sur le marché des changes.
- Nous sommes neutres à l'égard de taux de change GBP/USD. Bien que la politique budgétaire de relance doive soutenir l'économie britannique en 2020, le calendrier serré des négociations commerciales avec l'UE entretiendra une forte incertitude.

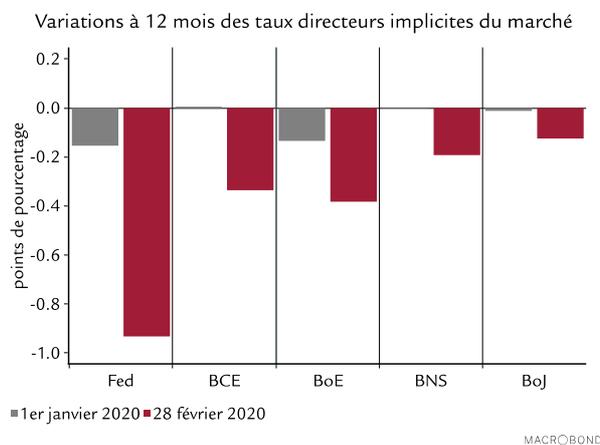
Suisse

- L'appréciation du CHF par rapport à l'EUR s'est interrompue vers la mi-février, avec une stabilisation un peu au-dessus de 1,06.
- A un tel niveau, le CHF ne devrait pas encore s'apprécier face à l'EUR selon nous, d'où notre neutralité à l'égard de ce taux de change.

Japon

- La très forte volatilité de l'USD/JPY en février reflétait la nervosité des investisseurs tentant d'évaluer l'impact des statistiques économiques décevantes et des progrès de l'épidémie de coronavirus au Japon.
- Nous attendons encore des mauvaises nouvelles de la part de l'économie japonaise, qui est certainement entrée en récession technique. Nous restons donc haussiers sur l'USD/JPY.

L'USD affecté par les prévisions de baisses de taux



Le principal sujet de préoccupation des marchés financiers réside dans la propagation du coronavirus, dont les taux d'infection en Europe ont massivement augmenté durant la dernière semaine de février. Tandis que les valeurs sûres comme les emprunts d'Etat ou l'or s'envolaient, les monnaies refuge comme le CHF ou le JPY accusaient un repli ces derniers jours. L'explication la plus logique à ce phénomène contre-intuitif résiderait dans le resserrement des écarts de taux d'intérêt. Les prévisions de baisses des taux directeurs intégrées par le marché pour les 12 prochains mois se sont effondrées aux Etats-Unis, bien plus rapidement que le revirement des projections concernant les autres banques centrales des pays développés, dont les taux directeurs sont déjà au plancher (voir graphique). Nous pensons que les baisses de taux de la Réserve fédérale actuellement intégrées dans le cours sont excessives et que les taux d'intérêt implicites du marché devraient donc repartir à la hausse lorsque la menace du coronavirus faiblira. Voilà qui devrait relancer l'USD, dont la valeur face à l'EUR et au CHF devrait également profiter de la surperformance de l'économie américaine par rapport à l'Europe. Aux faibles niveaux actuels, nous doutons que le CHF progresse encore face à l'EUR et confirmons donc notre neutralité à l'égard de l'EUR/CHF. Entre-temps, le Japon subit la double peine d'une croissance ralentie suite au relèvement de la taxe sur la consommation et des retombées de l'épidémie de coronavirus. Dans cette conjoncture peu engageante, le JPY a d'ores et déjà perdu son aura de monnaie refuge en février, comme nous le prévoyions. Nous pensons qu'il continuera de se déprécier face 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, 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.