

Avril 2019

Taux d'intérêt & obligations

Récession selon les taux, expansion selon le crédit

Etats-Unis

- Avec une production industrielle et des indices PMI manufacturiers déprimés, les publications macroéconomiques américaines ont déçu.
- Si les marchés tablaient sur une Réserve fédérale encore plus accommodante après sa réunion de mars, elle a même dépassé leurs attentes en annonçant qu'elle ne relèverait plus ses taux cette année.
- Nous revoyons notre position suite à cette annonce et ne prévoyons plus aucune hausse en 2019, tandis que les marchés anticipent même une baisse de taux.

Zone euro

- Les statistiques macroéconomiques européennes déçoivent toujours : le secteur manufacturier accuse une nette faiblesse mais les services résistent mieux.
- Le rendement des *Bunds* allemands à 10 ans est repassé en dessous de zéro après la réunion de mars confirmant la position accommodante de la BCE.
- Comme la Fed, la BCE a dépassé les attentes en déclarant que ses taux directeurs resteraient inchangés toute l'année et en annonçant une nouvelle opération de refinancement à long terme de type TLTRO.

Royaume-Uni

- Le chaos du Brexit perdure : l'Union européenne a fixé l'ultimatum du 12 avril pour clarifier l'avenir de ses relations avec le Royaume-Uni.
- La Banque d'Angleterre devrait selon nous rester attentiste tant que persistera le flou sur ce sujet.

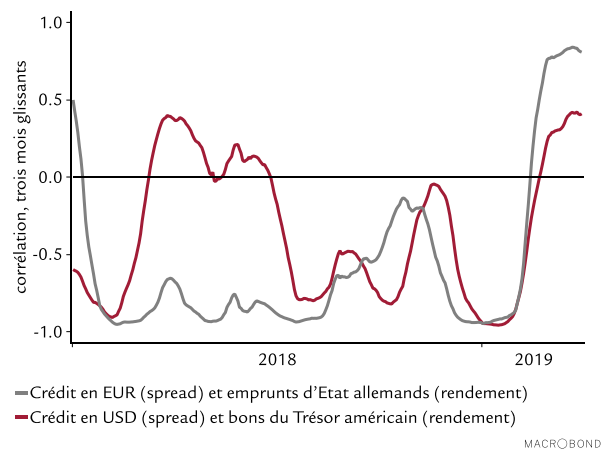
Suisse

- La Suisse a défié la conjoncture mondiale en publiant une inflation et une croissance plutôt stables.
- Comme les *Bunds* et *Treasuries*, les taux des emprunts de la Confédération ont toutefois fort diminué.

Japon

- L'économie japonaise très dépendante des exportations souffre toujours du tassement du commerce mondial et d'une demande chinoise ralentie.
- La banque centrale devrait rester accommodante.

Une baisse des taux récemment couplée au repli des spreads



Les marchés du crédit continuent de défier les corrélations historiques (voir graphique). Malgré la dégradation des chiffres macroéconomiques et des fondamentaux des entreprises, les écarts de rendement poursuivent leur resserrement. Depuis le 1^{er} janvier, les obligations d'entreprises affichent un rendement total de 4,9% en USD et de 3,95% en EUR. Les titres à plus longue échéance et moins bien notés ont nettement surperformé, les investisseurs recherchant des instruments à bêta élevé malgré l'abondance de risques. Curieusement, l'écart de rendement entre les bons du Trésor américain à trois mois et à dix ans est devenu négatif, inversant ainsi la courbe, un effet souvent cité comme indicateur avancé d'une récession. De même, la courbe des taux s'est spectaculairement aplatie ces trois derniers mois en Europe. Même les rendements des échéances longues ont glissé en dessous de zéro, faisant repasser au-dessus de 10 000 milliards de dollars le volume d'emprunts d'Etat à taux négatifs. Sans doute la BCE et la Fed sont-elles devenues plus accommodantes en abaissant leurs prévisions de croissance, ce qui signifie soit que le marché des taux d'intérêt est trop prudent, soit que celui du crédit est trop optimiste – pour nous, tous deux se fourvoient plus ou moins. Nous préférons donc rester circonspects et défensifs sur le crédit, tout en jugeant excessive la diminution des rendements des emprunts d'Etat.

Actions

Des marchés positifs, mais pas euphoriques

Etats-Unis

- Nos indicateurs techniques sont devenus plus encourageants sur les marchés américains.
- Le revirement accommodant de la Fed et la forte probabilité que les autres actifs liquides ne dégagent pas des rendements suffisants devraient continuer d'alimenter la revalorisation des actions du S&P 500.
- Les positions des investisseurs et les plans de rachat d'actions indiquent qu'il reste un potentiel à exploiter en cas de repli des marchés, ce qui pourrait encore inciter les investisseurs à acheter à la baisse.

Zone euro

- Selon notre analyse du cycle économique, les probabilités d'accélération restent bien minces.
- Nous prévoyons toutefois une stabilisation des chiffres de la région, ce qui, combiné au repli de l'euro et à des valorisations attrayantes, devrait continuer de profiter aux actions de la zone euro.
- Les résultats des entreprises sont très dispersés selon les secteurs : finance, télécoms et biens de consommation ont fortement chuté alors que les services collectifs et l'énergie sont plus dynamiques, d'où des opportunités de surperformance au sein de l'UEM.

Royaume-Uni

- L'incertitude persistante du Brexit pèse sur le sentiment du marché et va sans doute accroître la volatilité des cours des actions britanniques.
- Les grandes capitalisations, très présentes à l'international, devraient rester relativement épargnées.

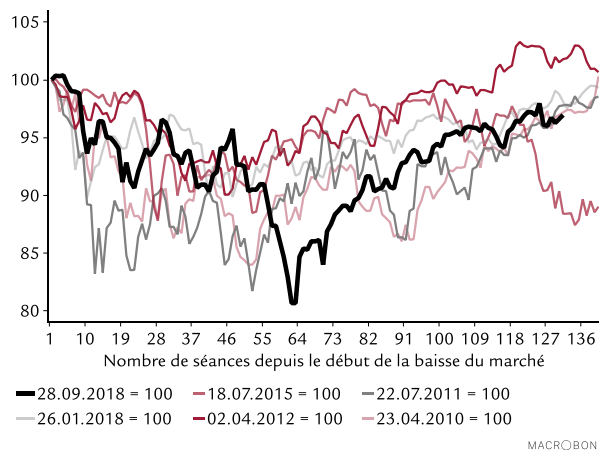
Suisse

- Les actions suisses font partie des plus performantes depuis le début de l'année.
- Cette vigueur devrait perdurer selon nous grâce au caractère défensif du marché et au fait que le ralentissement économique soit largement fini en Suisse.

Japon

- Le marché d'actions japonais, l'un des moins performants de l'an dernier, accuse un retard substantiel sur la remontée mondiale des cours. Il aurait besoin de plusieurs bonnes nouvelles pour se rappeler au bon souvenir des investisseurs.

Après une chute sévère, un rebond d'ampleur normale



En mars, les marchés d'actions ont embrayé sur un troisième mois dépourvu de revers majeur. Par rapport aux phases de baisse des années passées, les ventes massives de décembre 2018 apparaissent extraordinairement rudes, alors que la reprise qui leur a succédé était d'une ampleur globalement conforme aux cas précédents (voir graphique).

Nous conservons une opinion modérément positive à l'égard des actions internationales. Sur le plan macroéconomique, nous pensons que l'économie mondiale connaîtra cette année plutôt un « atterrissage en douceur » qu'un basculement dans la récession, un scénario confirmé par les revirements accommodants de la BCE, et surtout de la Réserve fédérale, annoncés en mars. Une autre raison fondamentale de rester optimiste réside dans le fait que la chute des cours de fin 2018 comme le rebond de 2019 aient eu lieu dans un contexte de liquidité très réduite. De fait, le volume de contrats à terme « e-mini » sur le S&P 500 négociés au quatrième trimestre 2018 représentait seulement un tiers environ de ce qu'il était lors des phases de baisse antérieures. En plus, les grands investisseurs sont globalement restés prudents face à la reprise de ces dernières semaines. Nous pensons néanmoins que beaucoup de fonds non investis pourraient arriver sur le marché et encourager une poursuite de la remontée des cours. En outre, d'importants programmes de rachats d'actions propres continuent de soutenir le marché.

Devises

Nous ne penchons plus en faveur de l'USD

Etats-Unis

- La Fed est devenue franchement accommodante et la dynamique économique des Etats-Unis a encore ralenti, comme dans le reste du monde, autant d'éléments auxquels l'USD a étonnamment bien résisté.
- Le resserrement du différentiel de taux d'intérêt avec les autres monnaies élimine toutefois un soutien majeur pour l'USD, d'où la révision de notre position, de positive à neutre, face à l'EUR et au CHF.

Zone euro

- L'EUR est resté déprimé face à l'insuffisance des signes de stabilisation et à la persistance des risques politiques (Brexit, droits de douane américains éventuels sur les automobiles).
- Tout en restant d'avis que l'essentiel du ralentissement économique de la région est passé, nous attendons la confirmation et préférons, à ce stade, rester neutres sur l'EUR face à l'USD et au CHF.

Royaume-Uni

- La GBP n'a plus progressé au cours du mois écoulé en raison de l'aggravation de l'impasse politique au Royaume-Uni.
- Alors que règne toujours l'incertitude, une période de transition reste notre scénario de base. La probabilité d'une issue plus favorable (union douanière, voire absence de Brexit) a un peu augmenté. Nous devenons donc positifs sur la GBP.

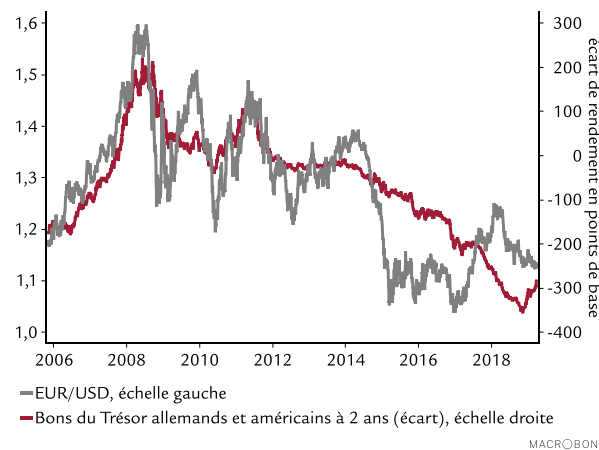
Suisse

- La modération des statistiques économiques mondiales et l'inversion de la courbe des taux américaine alimentent les craintes de récession et poussent les investisseurs vers les monnaies refuges, tel le CHF.
- Nous attendons toujours un atterrissage en douceur de l'économie mondiale et conservons une vision neutre du CHF face à l'USD et à l'EUR.

Japon

- A l'instar du CHF, le taux de change effectif du JPY a un peu progressé en mars.
- Comme nous sommes moins convaincus par l'USD de manière générale et que le JPY demeure nettement sous-évalué, nous sommes récemment passés à une vision négative de l'USD/JPY.

Nouveau repli de l'écart de taux Allemagne-Etats-Unis



Les grandes banques centrales ont opéré un nouveau revirement accommodant significatif. La BCE a commencé en début de mois, en réduisant fortement ses prévisions économiques, en repoussant la perspective d'un relèvement de taux et en annonçant une nouvelle campagne d'opérations de refinancement à long terme ciblées des banques (TLTRO). La Fed a suivi en annonçant qu'elle suspendait ses hausses de taux pour cette année. Pour la première fois depuis 2011, l'écart de rendement des bons du Trésor allemands et américains à deux ans s'est sensiblement resserré (voir graphique). La « divergence des politiques monétaires », qui fut l'un des thèmes dominants des marchés financiers ces dernières années, a ainsi perdu subitement toute pertinence, ce qui nous a incités à supprimer notre biais positif sur l'USD et à adopter une vision neutre sur l'USD/CHF et sur l'EUR/USD. L'aplatissement – voire, pour certains segments du marché américain, l'inversion – de la courbe des rendements a fait naître des craintes de récession chez les investisseurs, qui se sont tournés vers les monnaies refuges comme le CHF ou le JPY, dont les taux de change effectifs ont légèrement progressé en mars. La récession mondiale imminente n'est pas notre scénario de base. Nous restons neutres à l'égard du CHF mais sommes devenus haussiers sur le JPY face à l'USD, en raison notamment de valorisations très favorables. Enfin, l'incertitude du Brexit devrait rester forte, même si la probabilité d'absence d'accord nous semble très mince. A l'heure où nous écrivons ces lignes, des versions « édulcorées » du Brexit (union douanière, nouveau référendum) semblent même un peu plus plausibles et nous pensons donc réévaluant que la GBP pourrait s'apprécier face à l'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.