

Mai 2019

Taux d'intérêt & obligations

Un soutien extrêmement positif des banques centrales

Etats-Unis

- Après une dégradation sensible des statistiques économiques américaines, les derniers chiffres étaient un peu plus encourageants, ce qui atténue le risque d'une récession prochaine.
- Les taux d'intérêt sont remontés ces dernières semaines, le marché commençant à exclure toute baisse de la part de la Réserve fédérale.
- Nous pensons toujours que la Fed laissera ses taux directeurs inchangés cette année et la suivante.

Zone euro

- Malgré les premiers signes de stabilisation des données macroéconomiques européennes, la situation reste précaire au vu des risques politiques élevés.
- Malgré une conjoncture déprimée, la politique très accommodante de la BCE a rassuré les investisseurs, au profit des actifs risqués. Les rendements des emprunts d'Etat allemands sont un peu remontés par rapport à leurs plus-bas récents.

Japon

- Tant les résultats des enquêtes que les indicateurs économiques sont en berne depuis début 2019.
- Conjuguée à une inflation étonnamment basse, cette situation pourrait inciter la Banque du Japon à conserver, voire à accentuer, sa position accommodante.

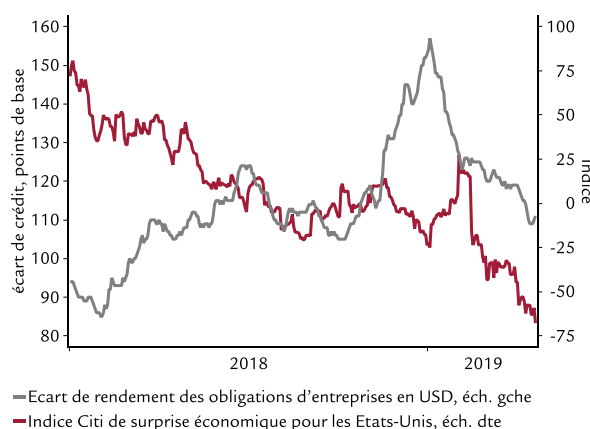
Royaume-Uni

- L'économie britannique affiche une résistance étonnante depuis le début de l'année, qui s'explique toutefois par une accumulation excessive des stocks.
- L'UE a prolongé l'échéance du Brexit à octobre 2019 mais l'incertitude politique persistera et devrait encore peser sur la croissance économique.

Suisse

- Des premiers signes de faiblesse économique apparaissent avec la chute libre des indicateurs avancés.
- La politique accommodante de la BCE laisse à penser que la BNS n'entreprendra sans doute aucun resserrement monétaire en 2019 ni en 2020.

Resserrement des spreads malgré des statistiques décevantes



Il y a sept mois, les investisseurs se demandaient si la Fed relèverait ses taux d'intérêt trois ou quatre fois en 2019 et quand (et non si) la BCE rétablirait des taux de dépôt positifs. Il y a cinq mois, actions et obligations subissaient des ventes massives sur fond d'accumulation de chiffres macroéconomiques négatifs et de prévisions pessimistes des entreprises. Aujourd'hui, tout semble oublié. Les bonnes nouvelles ont succédé aux mauvaises avec le passage des fondamentaux au second plan, remplacés par les facteurs techniques. Le soutien des banques centrales a profité aux actifs risqués, les obligations d'entreprises en USD et en EUR affichant depuis janvier un rendement total de respectivement 5,3% et 4,1%. Les volumes d'émissions nouvelles restent élevés, la volatilité est faible et les actifs risqués attirent toujours plus de capitaux. Même si la hausse peut encore se poursuivre, nous restons prudents et conservons notre position défensive en termes de risque de crédit. Les fondamentaux ne sont pas nécessairement à la hauteur des écarts de rendement actuels selon nous et une correction semble de plus en plus probable. Nous sommes moins catégoriques sur les rendements des emprunts d'Etat : malgré leur remontée récente, ils restent selon nous plutôt modestes. Les banques centrales accommodantes et nos projections économiques prudentes écartent toute hausse marquée. Les taux devraient donc rester circonscrits, ce qui nous incite à une position de duration neutre à légèrement courte.

Actions

Les actions profitent de l'absence de concurrence

Etats-Unis

- Le S&P 500 a gagné 23% depuis le plus-bas de décembre et n'est qu'à quelques points d'un nouveau record historique.
- Une bonne saison de résultats soutiendrait cette tendance et les premiers trimestriels publiés (Citigroup, Goldman Sachs) étaient d'ailleurs prometteurs.
- Nous restons favorables aux actions américaines, y compris parce que la position accommodante de la Réserve fédérale a réduit le risque de récession.

Zone euro

- Le style de placement a une grande incidence sur les marchés de la zone euro. Les valeurs de rendement et les petites capitalisations n'ont ainsi pas enregistré de bonnes performances l'an dernier.
- Depuis janvier, les valeurs de rendement restent les moins dynamiques (+13%) alors que les petites capitalisations font partie des plus performantes (+18%) de l'univers MSCI EMU (+16%).

Royaume-Uni

- Le report du Brexit entretiendra une forte incertitude et les intentions d'investissement des entreprises, qui ont déjà sombré, devraient chuter encore.
- Il est donc plus probable que le marché britannique sous-performe à l'avenir, même si ce risque concerne moins les grandes capitalisations que les autres.

Suisse

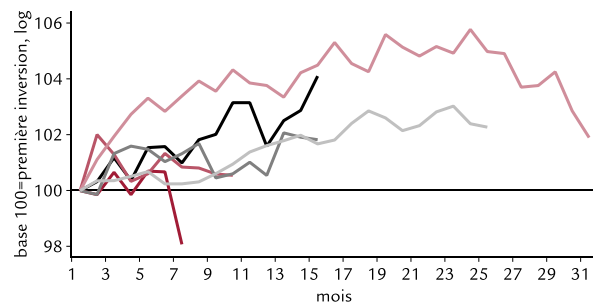
- En Suisse, grandes et petites capitalisations affichent toutes une belle progression depuis janvier.
- Les actions suisses ont joué en outre la carte défensive et dépassé les autres marchés pendant les ventes massives du dernier trimestre 2018. Ce sont des valeurs sûres, qui devraient le rester selon nous.

Japon

- Les statistiques conjoncturelles décevantes constituent la principale cause de l'évolution relativement médiocre des actions japonaises depuis le début de l'année.
- Ce contexte n'étant pas appelé à changer rapidement selon nous, le Japon constitue indéniablement un marché moins attrayant.

L'inversion de la courbe ne déclenche pas de ventes d'actions

Evolution de l'indice S&P 500 entre l'inversion de la courbe des taux et la récession



— Inversion de 2005 — Inversion de 1998 — Inversion de 1989
— Inversion de 1980 — Inversion de 1978 — Inversion de 1973

MACROBOND

Quoique sans enthousiasme, nous restons favorables aux actions pour plusieurs raisons. D'abord, même si la courbe à peu près plate des rendements des bons du Trésor américain peut constituer un signe avant-coureur de récession, les cours ont toujours poursuivi leur ascension pendant un certain temps après l'inversion, qu'il vaut donc mieux ne pas interpréter comme un signal de vente car cela priverait les investisseurs de belles perspectives de rendement (voir graphique). Ensuite, avec l'érosion généralisée des rendements obligataires depuis le début de l'année, sans redressement significatif en vue, la chasse au rendement reste focalisée sur les actions. En outre, le resserrement récent des écarts de rendement devrait selon nous inciter certains fonds à se détourner du crédit au profit des actions, qui sont bien plus liquides – un avantage certain si la récession survenait effectivement. Enfin, les prévisions de résultats des entreprises pour le premier trimestre sont assez basses, ce qui accroît le potentiel de bonnes surprises. D'un autre côté, deux facteurs pourraient affecter les actions au cours des prochaines semaines. Premièrement, même si les valorisations ne semblent pas excessives, la hausse du marché s'est accompagnée d'une dégradation générale de la conjoncture, ce qui pourrait préoccuper les investisseurs à l'avenir. Deuxièmement, nous ne serions pas surpris que certains prennent leurs bénéfices, même si le réflexe de l'achat à la baisse peut perdurer. Les faibles volumes d'échanges du premier trimestre 2019 montrent que beaucoup d'investisseurs n'ont pas participé à la remontée des marchés et qu'ils pourraient attendre un repli pour accroître leur exposition aux actions.

Devises

Neutralité sur la plupart des taux de change

Etats-Unis

- L'USD a bien résisté ces derniers temps, soutenu par les bonnes statistiques économiques et par le fait que les marchés aient commencé à écartier toute baisse des taux de la Réserve fédérale.
- Nous restons neutres sur l'USD face aux autres grandes monnaies à l'exception notable du JPY, qui devrait s'apprécier selon nous.

Zone euro

- L'EUR s'est un peu redressé par rapport à ses plus bas récents, soutenu par les premiers signes tangibles de stabilisation de l'économie de la zone euro.
- Tout en restant d'avis que le pire est derrière nous, la reprise devrait être chaotique et les multiples risques politiques attendus (guerre commerciale, Brexit, élections européennes) nous incitent toujours aujourd'hui à rester neutres sur l'EUR face à l'USD et au CHF.

Royaume-Uni

- Contrairement à nos attentes, la GBP a reculé le mois dernier en l'absence d'avancées dans les négociations entre les différents partis sur le Brexit.
- Nous sommes dorénavant neutres sur la GBP. Même si nous tablons toujours sur un Brexit ordonné d'ici à l'échéance d'octobre 2019, le bruit politique devrait augmenter avec l'approche des élections européennes.

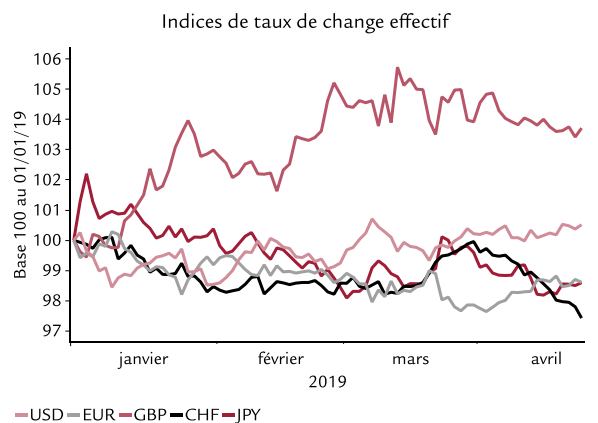
Suisse

- Dans le contexte d'un sentiment très favorable des investisseurs, le taux de change effectif des monnaies refuges comme le CHF a dernièrement reculé.
- Nous 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 diminué.
- Nous restons haussiers sur le JPY, qui est nettement sous-évalué et semble prêt à tirer parti des différents scénarios de croissance de l'économie mondiale.

Repli des monnaies refuges en avril



MACROBOND

En l'absence de catalyseurs majeurs, les marchés des changes sont restés relativement calmes au cours du mois écoulé. La remontée des actifs risquée s'est poursuivie dans un contexte de taux d'inflation étonnamment bas, de banques centrales accommodantes et d'amélioration des statistiques macroéconomiques chinoises, tandis que les marchés écartent encore davantage tout risque de récession aux Etats-Unis. Il s'ensuit que les taux de change effectifs des monnaies refuges comme le JPY et le CHF ont reculé (voir graphique). En principe, les monnaies cycliques comme l'EUR se redressent lorsque les perspectives économiques s'améliorent, mais nous pensons qu'il est trop tôt pour tabler sur une appréciation de l'EUR/USD en raison des risques politiques qui s'amoncellent, à savoir les droits de douane américains sur les automobiles européennes, le Brexit et les élections européennes. Nous restons neutres également sur le CHF face à l'USD comme à l'EUR. Nous sommes en revanche haussiers sur le JPY/USD. Tant que la Fed restera accommodante (notre scénario de base), le JPY sortira gagnant des différents scénarios pour l'économie mondiale : le pays exportateur qu'est le Japon et sa monnaie profiteraient d'une hausse de la croissance mondiale, mais le JPY en tant que monnaie refuge aurait aussi une carte à jouer dans un scénario franchement pessimiste. Le bruit politique est monté au Royaume-Uni avec l'échec des négociations entre les partis sur le Brexit. Il est probable que le pays doive organiser des élections européennes, ce qui a fait perdre à la GBP une large part des gains enregistrés depuis janvier. Même si nous restons convaincus que le Brexit se finira bien, nous n'attendons aucune amélioration de la situation politique à court terme et abandonnons donc notre vision positive du 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.