

Juin 2019

Taux d'intérêt & obligations

Qui bougera le premier ?

Etats-Unis

- Face à la rupture brutale des négociations commerciales sino-américaines en mai, les marchés évitent de nouveau le risque. Les taux d'intérêt ont chuté et les écarts de rendement se sont creusés.
- Vu les risques politiques élevés et l'absence de surchauffe économique, nous n'attendons pas de nouvelle hausse de taux de la part de la Réserve fédérale.

Zone euro

- Si les résultats des enquêtes restent relativement modérés, les statistiques d'activité économique ont bien mieux résisté.
- Les actions et les obligations d'entreprises de la zone euro ont sous-performé le mois dernier, et les rendements des *Bunds* frôlent leurs plus-bas historiques.

Royaume-Uni

- La victoire du Parti du Brexit aux élections européennes incitera sans doute le parti conservateur à nommer à sa tête un profil plus offensif que Theresa May. La probabilité de Brexit sans accord s'en trouve donc accrue selon nous.
- Tant que le Brexit ne sera pas réglé, la Banque d'Angleterre devrait selon nous rester attentiste.

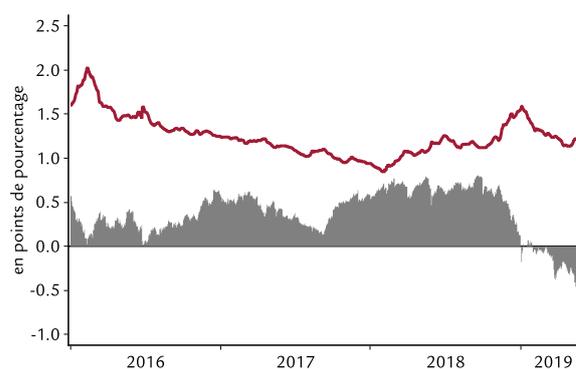
Suisse

- Comme dans la zone euro, les bons chiffres de l'activité ont fait mentir des indices de confiance médiocres.
- Le rendement des emprunts de la Confédération a encore chuté, les taux d'intérêt jusqu'à cinq ans n'atteignant même pas le niveau de rémunération des dépôts de -0,75%.

Japon

- Le litige commercial en cours et le projet de relèvement de la taxe sur la consommation en octobre assombrissent l'horizon économique au Japon.
- La Banque du Japon devrait conserver sa politique monétaire très accommodante dans l'avenir proche.

Le marché des taux plus prudent que celui du crédit



■ Variation des taux directeurs américains sur un an (estimation du marché)
■ Ecart de rendement des obligations d'entreprises (monde)

MACROBOND

Les marchés attendaient depuis des mois la conclusion des négociations entre les Etats-Unis et la Chine, et le président américain a anéanti leurs espoirs en un tweet. Les résultats médiocres des enquêtes des pays développés rappellent aussi que la croissance étonnamment soutenue du premier trimestre provenait de facteurs temporaires. Or, les marchés ne semblent pas s'inquiéter outre mesure. Si les écarts de rendement des obligations d'entreprise européennes et américaines se sont creusés de respectivement 18 et 11 pb en mai, nous sommes loin des niveaux d'il y a encore cinq mois. Le tableau est toutefois différent pour les actifs refuges. Les taux des bons du Trésor américains à 10 ans sont passés en dessous de 2,3%, et ceux des *Bunds* allemands sont à -15 pb, à un cheveu de leur plus-bas historique. Certes, les énormes volumes de liquidités déforment les prix des actifs dans une certaine mesure, mais une partie du marché doit se tromper. Soit les détenteurs d'emprunts d'Etat sont trop pessimistes, soit les écarts de rendement ne reflètent pas correctement les risques. Cette deuxième hypothèse semble être la bonne, surtout que nous n'attendons pas de règlement prochain du litige commercial. Les *spreads* devraient donc encore se creuser, et il faudra se positionner en conséquence. Nous restons neutres en termes de durée. Déjà très bas, les taux d'intérêt peuvent encore reculer si les investisseurs continuent de fuir les risques.

Actions

Investir sur des « marchés politiques »

Etats-Unis

- Conséquence de l'escalade des tensions commerciales en mai, le S&P 500 a annulé la totalité de ses gains d'avril, tandis que les statistiques économiques américaines restaient plutôt solides.
- Dans l'ensemble, 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 paysage des partis politiques est plus fragmenté depuis les élections européennes, ce qui pourrait compliquer encore davantage la conciliation des intérêts des pays membres. Pourtant, les marchés d'actions n'ont pas spécialement réagi aux résultats du scrutin.
- Depuis le début de l'année, les actions de la zone euro suivent, voire dépassent légèrement, les actions internationales, profitant également de statistiques d'activité meilleures qu'attendu.

Royaume-Uni

- L'incertitude est probablement l'aspect le plus problématique des négociations autour du Brexit, en réduisant les intentions d'investissement des entreprises.
- 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.

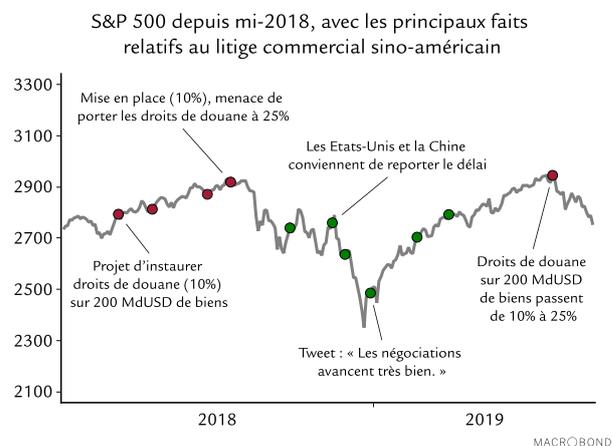
Suisse

- Sans surprise pour nous, le marché suisse a bien résisté dans le contexte actuel de hausse de la volatilité, grâce à sa nature défensive.
- Comme nous pensons que la volatilité va perdurer, nous restons favorables aux actions suisses.

Japon

- La Bourse japonaise est loin derrière tous les autres grands marchés d'actions depuis le début de l'année.
- Comme nous l'avons souligné dans nos éditions précédentes, nous ne distinguons actuellement aucun facteur susceptible d'inverser la tendance de cette sous-performance.

La politique, un moteur majeur du marché à court terme



Les va-et-vient du litige commercial entre les Etats-Unis et la Chine ont accentué la volatilité des marchés d'actions ces derniers mois (voir graphique). Il est arrivé, comme en mai 2019, qu'un seul tweet du président Trump à ce sujet suffise à faire évoluer sensiblement les marchés. Si cette situation suppose de nombreuses occasions à saisir pour les opérateurs boursiers *long-short*, elle engendre une forte volatilité indésirable pour les investisseurs de long terme.

Ce fonctionnement du marché a quelques implications importantes. Tout d'abord, nous sommes convaincus que, à long terme, les marchés d'actions ne peuvent se dissocier des fondamentaux économiques sous-jacents (qui apparaissent toujours favorables). Dans le contexte actuel, toutefois, nous pensons que les investisseurs seraient bien avisés de se préoccuper plutôt des rendements ajustés du risque que des seuls gains absolus. Nous préconisons donc des stratégies de protection au moyen d'options de vente ou de volatilité minimum, qui visent à réduire le risque de forte baisse et devraient surperformer dans la phase tardive du cycle économique. Deuxièmement, la volatilité d'origine politique se cantonne souvent à certains secteurs, voire à certaines valeurs individuelles, d'où la pertinence de rester aussi diversifié que possible, davantage en tout cas que les indices pondérés des capitalisations boursières, qui sont particulièrement concentrés.

Devises

La politique préside à l'orientation des marchés

Etats-Unis

- Suite à l'escalade du conflit commercial, l'USD s'est apprécié face à l'EUR et aux monnaies des pays émergents, mais il a reculé par rapport aux monnaies refuges que sont le JPY et le CHF.
- Nous restons neutres sur l'USD face à l'EUR mais pensons que le billet vert va encore se déprécier par rapport au JPY en raison du risque d'accroissement des tensions commerciales.

Zone euro

- Malgré des statistiques d'activité meilleures qu'attendu, les résultats des enquêtes prospectives restent décevants, ce qui a pesé sur l'EUR en mai.
- Nous n'attendons pour l'EUR aucun catalyseur, ni positif ni négatif, de la part des indicateurs de croissance ni des risques politiques à court terme, et restons donc neutres face à l'USD et au CHF.

Royaume-Uni

- Un flux constant de mauvaises nouvelles sur le Brexit a entraîné une correction brutale de la GBP en mai.
- Bien que les risques d'un Brexit sans accord aient fortement augmenté, nous pensons qu'une large part des éléments négatifs est déjà dans le cours de la GBP, ce qui nous incite à nous positionner tactiquement à la hausse sur la monnaie britannique, compte tenu de son bas niveau actuel.

Suisse

- L'hostilité au risque a dominé les marchés en mai, au profit des monnaies refuges comme le CHF.
- 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 s'est apprécié.
- Nous restons haussiers sur le JPY, qui est nettement sous-évalué et semble prêt à tirer parti d'une éventuelle intensification des risques politiques.

La livre a presque renoué avec son plus-bas de décembre



— Taux de change au comptant GBP/USD

MACROBOND

Une fois encore, ce sont les événements politiques qui ont décidé de l'orientation des marchés des changes au mois de mai. Les tensions commerciales se sont exacerbées, ce qui a réveillé l'hostilité au risque des participants au marché. En conséquence, le JPY et, dans une moindre mesure, le CHF (tous deux considérés comme des monnaies refuges) ont vu leur taux de change effectif progresser, tandis que les monnaies des pays émergents étaient en difficulté. La résolution du litige commercial semble aujourd'hui bien lointaine – la situation devrait plutôt s'envenimer encore à court terme. Nous gardons donc notre position favorable au JPY face à l'USD, tout en restant neutres sur le CHF face à l'USD et à l'EUR. En effet, contrairement au JPY, très sous-évalué, le CHF est toujours jugé surévalué, ce qui devrait limiter sa marge d'appréciation. L'autre événement politique notable venait du Royaume-Uni. La GBP s'est effondrée en mai, les marchés tablant de plus en plus sur un Brexit sans accord suite à l'échec des pourparlers entre les partis, à la démission du Premier ministre Theresa May et à la large victoire du Parti du Brexit aux élections européennes. Certes, la probabilité d'un Brexit sans accord a sensiblement augmenté (elle serait aujourd'hui d'environ 30%) puisque le prochain Premier ministre fera sans doute partie des « Brexiteurs » radicaux du parti conservateur. Un Brexit ordonné, éventuellement assorti d'un nouveau sursis après l'échéance du 31 octobre, reste toutefois le scénario le plus probable selon nous. La volatilité devrait rester forte mais une large part des éléments négatifs sont déjà intégrés dans le taux de change GBP/USD actuel, ce qui nous incite à davantage d'optimisme pour la monnaie britannique aux niveaux actuels.

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.