

Juillet 2019

Taux d'intérêt & obligations

La sécurité avant tout

Etats-Unis

- Après une brève menace de relèvement des droits de douane mexicains, le président Trump est revenu sur sa décision et se montre plus conciliant avec la Chine.
- Les risques politiques n'en ont pas moins augmenté et les prévisions d'inflation ont chuté, d'où la position plus prudente de la Réserve fédérale, qui pourrait bien abaisser ses taux directeurs cette année.

Zone euro

- Suite à des chiffres d'inflation faibles, le président de la BCE Mario Draghi s'est de nouveau montré très accommodant dans son discours à Sintra, en suggérant que de nouveaux assouplissements monétaires étaient envisageables.
- Sans surprise, les actifs risqués ont bien progressé, tandis que les rendements des emprunts d'Etat atteignaient des plus-bas historiques.

Royaume-Uni

- Boris Johnson est actuellement favori pour le poste de Premier ministre, ce qui accroît selon nous les probabilités d'un Brexit sans accord en octobre.
- La Banque d'Angleterre étant aujourd'hui l'une des rares banques centrales à atteindre son objectif d'inflation d'environ 2%, elle laissera certainement sa politique monétaire inchangée selon nous.

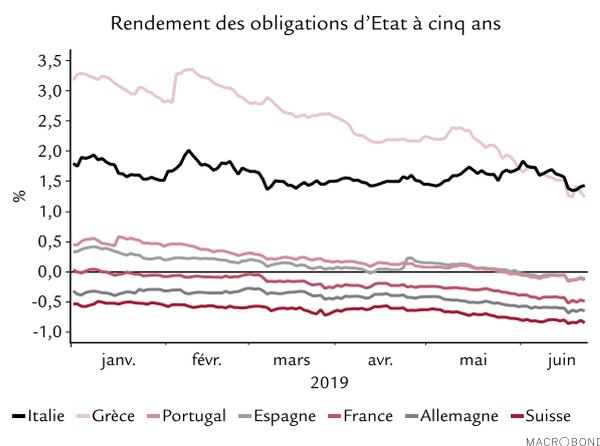
Suisse

- Bien que l'activité économique résiste plutôt bien, le secteur manufacturier n'est pas très optimiste, avec un indice des directeurs d'achats inférieur à 50.
- La politique monétaire de la BNS devrait rester calquée sur celle de la BCE.

Japon

- Les exportations souffrent de tensions commerciales durables, sur fond d'inflation sous-jacente atone.
- La marge d'assouplissement de la politique monétaire est mince, mais la banque centrale pourrait adapter son « contrôle de la courbe des taux » afin de limiter les risques baissiers.

Des rendements positifs uniquement en Grèce et en Italie



Tous les banquiers centraux semblent d'accord pour préconiser la prudence. Après le discours accommodant du président de la BCE Mario Draghi à Sintra, la réunion de juin de la Réserve fédérale américaine laissait présager des baisses de taux pour cette année. En Europe, actions et obligations d'entreprises se sont appréciées en conséquence alors de plus en plus de produits de taux basculaient en territoire négatif. Seuls les emprunts d'Etat italiens et grecs à cinq ans restent rémunérateurs, tandis que le stock global d'obligations à taux négatif atteint un montant de 12 500 milliards de dollars. La position accommodante de la Fed a également tiré les bons du Trésor américain à 10 ans sous la barre des 2% malgré des perspectives économiques toujours solides. Pourtant, l'activité a ralenti dans l'industrie et le litige commercial pèse sur les perspectives, parallèlement à des prévisions d'inflation en baisse. On peut donc comprendre que les banques centrales soient plus prudentes, ce qui devrait plutôt protéger les obligations d'entreprises. Nous sommes donc moins pessimistes, même si les fondamentaux du crédit nous paraissent fragiles, d'où notre positionnement neutre mais un peu plus offensif sur certains segments comme les obligations d'entreprises européennes. Quant aux emprunts d'Etat, les rendements déjà au plus bas pourraient chuter encore davantage sous l'effet des mesures accommodantes des banques centrales.

Actions

Davantage de prudence après la flambée des cours

Etats-Unis

- La correction du marché d'actions en mai fut de courte durée. Les prévisions croissantes de baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale ont engendré une vive remontée des cours des actions internationales en général et américaines en particulier.
- Dans l'ensemble, nous restons favorables aux actions américaines en raison de la position accommodante de la Réserve fédérale couplée à l'indéfectible vigueur de l'économie par rapport aux autres pays.

Zone euro

- Les actions de la zone euro sous-performent les marchés boursiers internationaux depuis le début de l'année, en raison entre autres des préoccupations que suscite chez les investisseurs l'atonie de la croissance dans la région.

Royaume-Uni

- Le Royaume-Uni reste très absorbé par ses propres problèmes et l'incertitude du Brexit devrait perdurer au cours des trois prochains mois.
- Les retombées de cette incertitude pèseront davantage sur les actions plus exposées au marché intérieur (petites capitalisations) que sur les grandes valeurs internationalisées (grandes capitalisations).

Suisse

- L'incertitude géopolitique croissante a incité de nombreux investisseurs à privilégier le marché d'actions suisse, qui affiche en conséquence une progression exceptionnelle depuis le début de l'année.
- Parallèlement, les perspectives conjoncturelles se sont dégradées en Suisse également. Nous restons modérément favorables aux actions helvétiques, tout en suivant de très près les publications de statistiques économiques.

Japon

- Ces derniers mois, la Bourse japonaise a autant souffert que les autres grands indices boursiers du monde lors des épisodes de correction des marchés, mais elle a ensuite moins profité que les autres des phases de redressement.
- Les faits semblent confirmer le bien-fondé de notre sous-pondération sur les actions japonaises et nous ne voyons aucun élément susceptible de modifier notre opinion à l'heure actuelle.

Un PER élevé en l'absence d'alternative aux actions



Les marchés d'actions se sont de nouveau enflammés en juin, les investisseurs pariant nettement sur l'assouplissement de la politique des banques centrales. Les craintes liées au conflit commercial sino-américain sont passées au second plan même si elles demeurent tout aussi justifiées qu'avant la dernière remontée des cours. Les deux pays devraient poursuivre leurs négociations lors du sommet du G20 d'Osaka mais, sachant que le gouvernement américain a commencé à restreindre les possibilités commerciales d'une entreprise chinoise de tout premier ordre (Huawei), le conflit pourrait encore s'envenimer, surtout si la Chine riposte en empêchant certaines sociétés américaines de vendre leurs produits sur son propre marché. Ce risque accru d'aggravation dans un contexte de hausse déjà considérable des marchés boursiers depuis le début de l'année nous incite à davantage de prudence à l'égard des actions. Celles-ci restent plus attrayantes que d'autres catégories d'actifs en raison des taux d'intérêt ultra-bas. Même si des multiples comme le ratio cours/bénéfices (PER) ont déjà sensiblement augmenté du fait des importants rachats d'actions des entreprises, du faible coût du financement et tout simplement de l'absence d'autres placements intéressants, un retournement semble improbable tant que les taux d'intérêt resteront bas. En revanche, outre le risque politique déjà cité, il se pourrait que les investisseurs attendent davantage de baisses de taux que ne le prévoient effectivement les banques centrales, ce qui suppose un risque de correction rapide. Face à cette éventualité, nous suivons une politique de réduction du risque à base de stratégies de volatilité minimum et de protection au moyen d'options.

Devises

Un USD fort malgré les baisses de taux attendues

Etats-Unis

- L'USD s'est globalement déprécié au cours du mois écoulé, les marchés relevant fortement leurs prévisions de baisse des taux de la Réserve fédérale.
- Nous attendons en tout 50 points de base de réduction « préventive » des taux directeurs américains cette année, soit moins que ce que prévoient les marchés actuellement. L'USD devrait en outre continuer de bénéficier de la surperformance constante de l'économie américaine et des épisodes d'hostilité au risque sur les marchés financiers.

Zone euro

- L'EUR est brièvement retombé en juin suite au discours très accommodant du président de la BCE à Sintra mais l'écart de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Allemagne s'est réduit, au profit de l'EUR face à l'USD.
- La prudence de la BCE et l'altération des perspectives pour les exportateurs de la zone euro due au conflit commercial devraient selon nous tirer de nouveau l'EUR à la baisse.

Royaume-Uni

- La GBP a souffert le mois dernier du fait que les principaux prétendants à la succession de Theresa May n'excluent pas de Brexit sans accord en cas d'échec des nouvelles négociations avec l'UE.
- La probabilité de sortie sans accord reste selon à 30%. Le taux de change GBP/USD devrait selon rester à son faible niveau actuel.

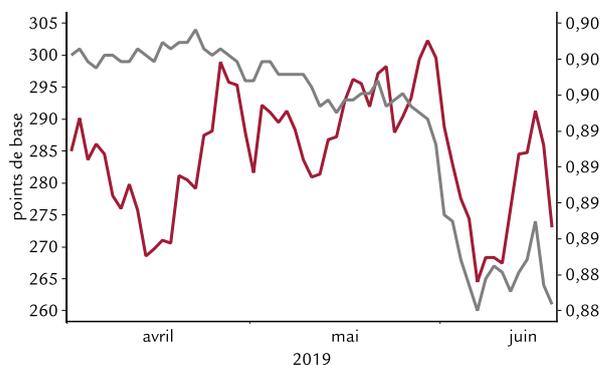
Suisse

- Ces 30 derniers jours, le CHF s'est encore un peu apprécié face à l'EUR et à l'USD.
- Concernant les actifs risqués, nous tablons sur un retour de la volatilité lorsque les problèmes politiques repasseront sur le devant de la scène. Nous restons donc favorables au CHF par rapport aux monnaies cycliques comme l'EUR.

Japon

- Stable jusqu'à la réunion de la Fed, le JPY/USD s'est déprécié avec le virage accommodant de la banque centrale américaine.
- Partant du principe que les risques géopolitiques ne faibliront pas, nous restons haussiers sur le JPY par rapport à toutes les autres grandes monnaies.

L'USD/EUR sous l'influence des différentiels de taux en juin



— Emprunts d'Etat à un an : écart de rendement USA-Allemagne, éch. gche
— USD/EUR, éch. dte

MACROBOND

Après un mois principalement influencé par les risques politiques, le marché des changes s'est de nouveau focalisé sur l'évolution de la politique des banques centrales en juin. Les investisseurs accordent une plus forte probabilité à une réduction des taux directeurs américains et la Réserve fédérale a répondu à leurs attentes en envoyant un signal très accommodant à sa réunion de juin. Après un certain décalage, les prévisions d'assouplissement se sont également multipliées pour la BCE, ce qui n'a altéré que provisoirement la vigueur de l'EUR/USD. Nous doutons que la Fed se lance dans un véritable cycle de baisse des taux mais prévoyons une réduction « préventive » d'environ 50 points de base contre les risques de guerre commerciale. Le marché attend davantage et pourrait revoir ses projections à un certain moment, ce qui bride le potentiel baissier de l'USD. Compte tenu de l'attitude accommodante de la BCE et de la surperformance économique des Etats-Unis, nous sommes plutôt d'avis que l'USD continuera de s'apprécier par rapport à l'EUR. Du côté des risques politiques, le conflit commercial devrait encore dégénérer et aucune bonne nouvelle ne devrait venir du Brexit à court terme. Une aggravation des tensions commerciales engendrerait des accès d'hostilité au risque sur les marchés financiers, ce qui nous incite à rester haussiers sur le JPY face à toutes les autres grandes monnaies et à prévoir une hausse du CHF par rapport à l'EUR (JPY et CHF étant considérées comme des monnaies refuge). Quant au Brexit, la GBP semble déjà intégrer nombre d'éléments négatifs mais nous préférons rester neutres sur le taux de change GBP/USD en raison de l'incertitude considérable qui va encore régner ces trois prochains mois.

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.