

Août 2020

Taux d'intérêt & obligations

Les marchés et l'économie sont deux choses différentes

Etats-Unis

- Face à l'augmentation des cas en juillet, des Etats ont suspendu ou annulé en partie leurs plans de déconfinement, la Californie allant jusqu'au reconfinement partiel, ce qui pèse sur le moral des ménages tandis que les inscriptions au chômage remontent.
- Au terme de l'examen de sa politique en septembre, la Fed pourrait annoncer un contrôle de la courbe des taux et un usage plus actif des facilités de crédit.

Zone euro

- L'Europe se remet de la récession, avec un indice des directeurs d'achats bien supérieur à 50 en juillet et des taux de contamination relativement maîtrisés.
- Mesure inédite vers une union budgétaire, l'UE va émettre pour la première fois des obligations à des fins budgétaires, tout en accordant des subventions aux pays les plus touchés par la pandémie.

Royaume-Uni

- Même si les statistiques économiques britanniques s'améliorent, le risque d'échec des négociations commerciales avec l'UE pourrait bloquer la reprise.
- La Banque d'Angleterre a envoyé des signaux mitigés quant à un éventuel assouplissement monétaire supplémentaire et son gouverneur Andrew Bailey n'a pas renoncé à l'option des taux d'intérêt négatifs.

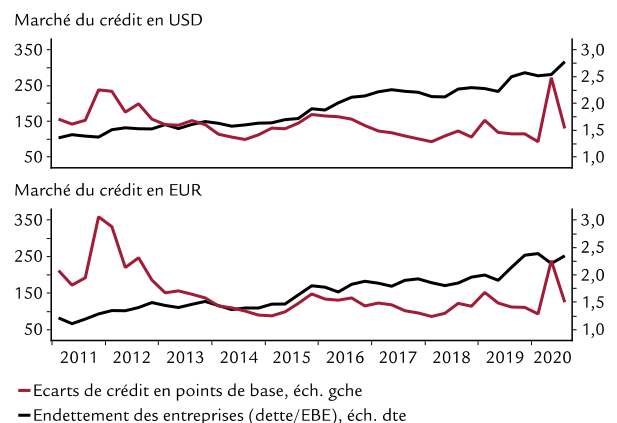
Suisse

- Nous estimons toujours que l'économie suisse surpassera celle de ses voisins européens en 2020.
- Bien que la pression sur le franc se soit relâchée ces dernières semaines, nous pensons que la BNS continuera d'intervenir en cas de besoin et ne prévoyons pas de nouvelles baisses de taux pour le moment.

Japon

- Le Japon a relativement bien surmonté la pandémie, mais le pays reste dans une récession profonde, d'où l'abaissement de sa note de crédit par deux agences.
- Face au risque que la résurgence de cas n'altère davantage l'économie, la Banque du Japon s'est dite prête à assouplir encore sa politique en cas de besoin.

Hausse de l'endettement et écarts de crédit toujours en recul



MACROBOND

« Les marchés et l'économie sont deux choses différentes ». Un adage très entendu ces temps-ci, quand ces deux éléments semblent s'opposer. Certains indices d'actions atteignent de nouveaux pics historiques et les écarts de crédit se rapprochent de niveaux dénotant un léger ralentissement de l'activité économique, pour se resserrer de respectivement 24 et 18 points de base en EUR et en USD en juillet. Entre-temps, les résultats des entreprises ont souffert, l'endettement devient vertigineux, les tensions politiques s'accroissent et la pandémie fait toujours rage aux quatre coins du globe. Mais les actifs risqués ne sont pas les seuls à progresser. Les valeurs refuge comme les emprunts d'Etat ou l'or sont également très recherchés. Bien sûr, l'explication va de soi : lorsque les banques centrales injectent des milliers de milliards dans les marchés financiers, l'inflation des prix des actifs en est la suite logique. Même si les facteurs techniques doivent modérer les écarts de crédit, nous pensons que le resserrement récent s'est trop éloigné des fondamentaux et nous redoutons les conséquences à long terme de l'expansion de la base monétaire. Si l'inflation s'accélérait, les banques centrales devraient durcir leur position, semant la panique sur des marchés dépendants de leurs largesses. Si ce risque nous semble improbable à court terme, nous préférons toutefois, vu l'écart entre les valorisations et les fondamentaux, rester prudents avec des positions défensives.

Actions

Le marché de plus en plus loin en terrain aventureux

Etats-Unis

- Les actions américaines s'envolent depuis le premier trimestre, une remontée spectaculaire tirée par le fort soutien monétaire et budgétaire, par la réouverture rapide des entreprises et par des résultats trimestriels jusqu'ici supérieurs aux attentes.
- La plupart des bonnes nouvelles semblent toutefois déjà intégrées par le marché, ce qui le fragiliserait en cas de choc négatif. L'évolution récente de la pandémie aux Etats-Unis et les tensions accrues avec la Chine pourraient en particulier affecter le sentiment des investisseurs, d'où notre position plus prudente même si nous pensons toujours que Wall Street surperformera le reste du monde.

Zone euro

- Le rebond de l'activité mesuré par les indices des directeurs d'achats est plus que réjouissant. Pourtant, les actions ne reflètent qu'en partie cette embellie et restent moins dynamiques qu'outre-Atlantique.
- Cette différence s'explique sans doute par une politique monétaire jugée moins efficace qu'aux Etats-Unis (comme l'indiquerait la hausse de l'EUR) et par la composition du marché d'actions de la zone euro, qui comporte moins de valeurs technologiques profitant de la situation actuelle. Il est donc peu probable que les Bourses de la zone euro rattrapent prochainement leur retard sur les Etats-Unis.

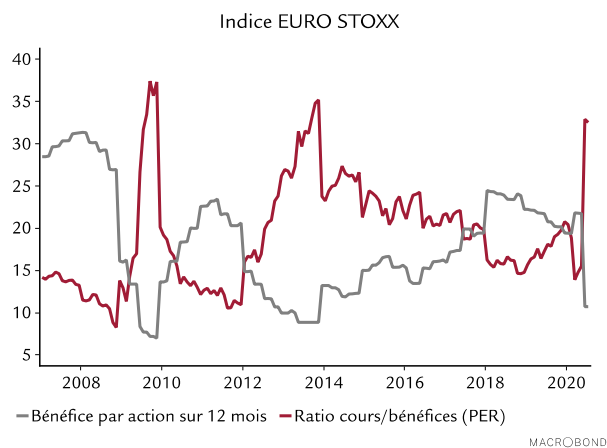
Royaume-Uni

- L'économie britannique a payé un lourd tribut au COVID-19 et au confinement, ainsi qu'à l'incertitude persistante concernant les relations commerciales avec l'UE.
- En outre, comme le marché d'actions compte une large part de secteurs durement touchés par la pandémie, nous pensons qu'il va rester moins performant que le reste du monde pour le moment.

Suisse

- La solide performance des actions suisses depuis le début de l'année reflète leur nature défensive, comme l'ont montré les réactions observées durant les brèves phases de volatilité du mois écoulé.
- Par la suite, la Bourse helvétique devrait profiter de la stabilisation de l'euro ainsi que du redressement économique des pays de l'UEM, et suivre une évolution comparable aux marchés d'actions européens.

Impact d'une baisse soudaine des bénéfices sur le PER



La valorisation est une mesure des investissements très débattue, certains investisseurs s'y fient fortement, tandis que d'autres affirment qu'elle est fondamentalement inutile. Il est difficile de s'opposer à l'utilisation de la juste valeur d'un actif comme base d'une décision d'investissement : Pourquoi, par exemple, devrait-on payer beaucoup plus cher pour quelque chose que sa valeur correcte ? Cependant, l'estimation de la valeur d'un actif financier est une tâche difficile, car une évaluation solide doit notamment prendre en compte l'évolution des bénéfices au cours des prochaines années. Les investisseurs utilisent donc des indicateurs simplifiés tels que le ratio cours/bénéfices (price-to-earnings ratio - PER) basé sur les bénéfices historiques ou calculé en utilisant comme approximation les prévisions de bénéfices de l'année prochaine générées par les analystes financiers. Comme les bénéfices ont tendance à évoluer sans heurts dans le temps, cette mesure approximative donne une indication raisonnable de la valeur en temps normal. Mais elle peut échouer de manière spectaculaire en période de récession économique soudaine et dramatique, comme c'est le cas actuellement, car les bénéfices et les prévisions à court terme deviennent inutilisables comme guide pour les prochaines années. C'est précisément dans ces moments-là que la discipline imposée par l'évaluation est particulièrement précieuse. Alors, que pouvez-vous faire dans ces circonstances ? Malheureusement, les investisseurs doivent revenir aux fondamentaux et évaluer le réalisme des prévisions de bénéfices à moyen terme qu'impliquent les prix actuels. Dans un tel environnement, de simples ratios comme le ratio cours/bénéfices ne sont tout simplement pas suffisants.

Devises

Nous réaffirmons notre position négative sur l'USD

Etats-Unis

- A l'exception de quelques monnaies émergentes cycliques, toutes les grandes devises se sont appréciées face à l'USD en juillet, confirmant notre vision globalement négative du billet vert.
- Nous pensons que les facteurs défavorables à l'USD (voir texte ci-contre) persisteront en août et que la monnaie américaine reculera encore face à l'EUR, au CHF et au JPY, à l'unique exception de la GBP.

Zone euro

- L'EUR/USD s'est remarquablement apprécié en juillet, non seulement grâce à la faiblesse générale de l'USD mais aussi à une sortie de récession étonnamment rapide de l'UE et à sa décision de briser le tabou de l'émission de dette commune, ce qui a également un peu soutenu l'EUR face au CHF en juillet.
- Nous restons positifs sur l'EUR/USD mais prévoyons une stabilisation de l'EUR/CHF en août.

Royaume-Uni

- La hausse du taux GBP/USD en juillet procède davantage de la faiblesse du billet vert que de la bonne santé de la livre. Les nouvelles économiques du Royaume-Uni sont plutôt mitigées et les négociations commerciales avec l'UE restent au point mort.
- Nous doutons que ces dernières progressent beaucoup au troisième trimestre et estimons que, comme l'an dernier, le pire n'est pas encore passé, d'où notre vision baissière sur la GBP face à l'USD et à l'EUR.

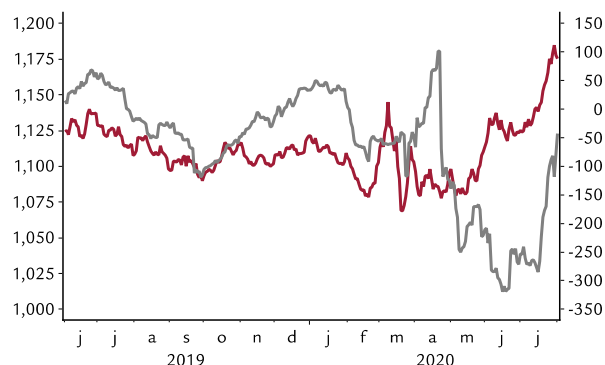
Suisse

- Le taux de change effectif du CHF est resté stable en juillet, son léger recul par rapport à l'EUR (monnaie d'une région qui constitue, et de loin, le principal partenaire commercial de la Suisse) compensant sa nette appréciation face à l'USD.
- Nous attendons une intensification des risques géopolitiques, qui pourrait raviver une pression à la hausse sur les monnaies refuge comme le CHF. Toutefois, les interventions de la BNS devraient limiter toute appréciation par rapport à l'EUR, ce qui justifie notre neutralité sur l'EUR/CHF.

Japon

- Dans un contexte d'USD faible, le billet vert est passé sous la barre des 105 JPY fin juillet.
- Nous restons baissiers sur l'USD/JPY. Outre la faiblesse du billet vert, le yen pourrait bénéficier d'une éventuelle aggravation des risques géopolitiques.

Le revirement des dynamiques économiques favorise l'EUR



— Indices Citi de surprise économique : zone euro moins Etats-Unis, éch. dte
— Taux de change EUR/USD, éch. gche

MACROBOND

Le mois de juillet fut le pire jamais enregistré par l'USD depuis septembre 2010. L'indice du dollar américain DXY, calculé par rapport à un panier de devises des marchés développés, a chuté de 4,6%, accentuant ainsi encore le dérapage amorcé en mai 2020. Trois raisons expliquent cette dévalorisation. D'abord, comme nous le répétons régulièrement, l'USD n'est plus intéressant pour les opérations de portage depuis l'effondrement de son différentiel de taux d'intérêt avec les autres monnaies. Ensuite, la campagne présidentielle américaine s'intensifie et les risques de politique intérieure s'amplifient. Un raz-de-marée démocrate au Congrès et la victoire de Joe Biden sont aussi devenus plus probables, ce que nombre d'investisseurs considèrent comme défavorable à l'USD. Enfin, et plus récemment, la dynamique économique se détourne des Etats-Unis au profit de la zone euro à l'heure où les Américains sont aux prises avec la dégradation de la situation sanitaire. L'indice Citi de surprise économique, qui mesure la différence entre les chiffres publiés et les prévisions des économistes, se redresse rapidement pour la zone euro, mais il a passé son pic concernant les Etats-Unis (voir graphique). Nous doutons que la tendance se renverse en août, d'où notre vision toujours négative sur l'USD face à l'EUR, au JPY et au CHF. En juillet, l'EUR a en outre bénéficié de l'adoption du plan de relance de l'UE, qui a réduit le risque extrême d'un éclatement de l'union monétaire. Si le sentiment des investisseurs peut rester favorable à l'EUR face à l'USD et à la GBP, nous restons neutres sur l'EUR/CHF au vu de la résurgence des menaces géopolitiques, un contexte dans lequel le franc sera selon nous la monnaie refuge idéale sachant que le dollar a récemment perdu cette propriété attrayante aux yeux des investisseurs.

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 le Département économique, Swiss Life Asset Managers, 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.