

Novembre 2019

Taux d'intérêt & obligations

Les banques centrales ou rien

Etats-Unis

- Les enquêtes sur la confiance des entreprises américaines dénotent toujours un fléchissement, alors que le moral des ménages et la croissance du PIB résistent toujours plutôt bien.
- La Réserve fédérale a encore réduit son taux directeur de 25 points de base en octobre, et devrait s'arrêter là pour cette année selon nous.

Zone euro

- L'activité économique reste ralentie dans la zone euro, principalement en Allemagne et en Italie, alors que la France et l'Espagne s'en sortent mieux.
- La BCE reprendra son programme d'achats d'actifs en novembre, ce qui devrait apporter un soutien technique aux cours obligataires et ancrer les taux d'intérêt en territoire négatif.

Royaume-Uni

- Retournement positif inattendu pour le Brexit : la sortie sans accord devient peu probable. L'incertitude quant à l'avenir économique du Royaume-Uni dans ses futures relations avec l'UE n'est toutefois pas près de disparaître.
- Malgré la hausse de la livre et le déclin progressif de l'inflation, nous n'attendons pas de baisse des taux de la part de la Banque d'Angleterre.

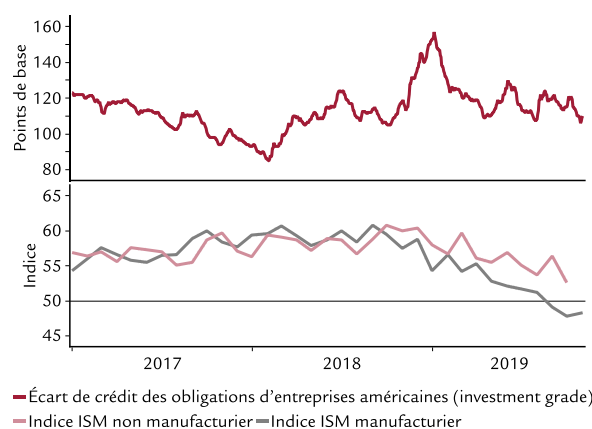
Suisse

- Comme les autres économies exportatrices, la Suisse subit actuellement les répercussions du ralentissement de la croissance mondiale.
- Nous ne prévoyons plus aucune mesure de détente monétaire de la BNS, qui pourrait continuer d'intervenir sur le marché des changes en cas de besoin.

Japon

- Le relèvement de la taxe sur la consommation en octobre assombrit les perspectives de croissance.
- Bien qu'elle ait laissé son taux directeur inchangé en octobre, la Banque du Japon a introduit un biais accommodant.

Contraction des spreads malgré des entreprises plus moroses



MACROBOND

La politique et les banques centrales dominent les marchés cette année, tandis que la dégradation des fondamentaux semble très secondaire aux yeux des investisseurs. Aux Etats-Unis, les écarts de crédit se sont resserrés de 6 pb en octobre, avec des rendements totaux légèrement négatifs suite à la hausse des taux d'intérêt. Parallèlement, le S&P 500 atteignait un nouveau pic historique, soutenu par les espoirs d'un « mini-accord » entre les Etats-Unis et la Chine. Pourtant, l'indice des directeurs d'achats (ISM) du secteur manufacturier américain vient de tomber à son plus-bas en dix ans. La croissance des bénéfices des entreprises américaines se tasse et les fondamentaux du crédit se dégradent encore. L'Europe ne va pas mieux, avec des indices de sentiment économique majoritairement négatifs. Combien de temps encore les valorisations pourront-elles ignorer les fondamentaux ? Encore un peu selon nous, grâce à un solide support technique. En Europe surtout, où la reprise des achats d'actifs nets de la BCE étouffera sans doute la volatilité, empêchera les spreads de trop se creuser et ancrera des taux négatifs. C'est moins certain aux Etats-Unis, mais la Fed semble prête à intervenir en cas de besoin. Nous restons donc optimistes mais sélectifs en termes de risque de crédit, avec une duration toujours neutre à un peu supérieure sur ces deux marchés clés.

Actions

A la hausse, à la baisse, puis de nouveau à la hausse ?

Etats-Unis

- Après un mois de septembre positif, les marchés américains ont commencé par chuter début octobre, avant de se redresser – une volatilité due une nouvelle fois aux coups de griffe de la guerre commerciale.
- Les bénéfices supérieurs aux attentes publiés par les entreprises ont rassuré les investisseurs et contribué à remettre rapidement les marchés d'aplomb.
- La concentration croissante du marché d'actions américain nous inquiète de plus en plus sachant que certains géants de la technologie voient se multiplier les obstacles juridiques et réglementaires.

Zone euro

- Les actions de la zone euro ont indéniablement profité de la tournure plus positive du Brexit, au point de surperformer les actions américaines la deuxième quinzaine d'octobre.
- Il nous semble toutefois improbable que cette surperformance se poursuive face aux nombreux problèmes politiques toujours en suspens.

Royaume-Uni

- Même si un accord sur le Brexit voit le jour d'ici à fin janvier 2020, de grands doutes planent toujours quant au cadre réglementaire à long terme avec l'UE.
- Nous avons sous-pondéré les actions britanniques, jugeant que l'incertitude politique entretiendrait une volatilité plus forte que sur les autres marchés.

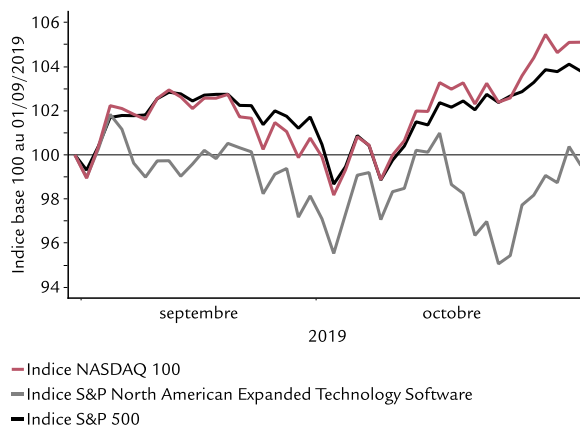
Suisse

- Les valeurs suisses font mieux que les actions internationales depuis le début de l'année.
- Nous préférons toujours les grandes capitalisations, moins affectées par le franc fort et a priori plus résistantes en cas de perturbations sur les marchés.

Japon

- Depuis deux mois, les actions japonaises comblent le retard considérable qu'elles affichaient depuis le début de l'année, mais nous doutons que cette hausse dure longtemps et restons très prudents.
- Environ 10% des entreprises ont publié leurs résultats ces dernières semaines, avec un bilan mitigé : bonnes surprises pour les sociétés de la santé et des services aux collectivités mais des chiffres plutôt décevants dans la technologie et l'industrie.

Les valeurs des logiciels se laissent distancer



MACROBOND

Nous avons déjà évoqué, dans des éditions précédentes, la forte concentration du marché des actions, principalement autour des valeurs technologiques, un phénomène qui touche surtout les Etats-Unis mais aussi l'Europe. Nous craignons que cette évolution ne constitue pas un nouvel état de faits stable, mais qu'elle annonce plutôt le risque qu'une correction ne finisse par survenir, par exemple sous l'effet d'un changement de réglementation ou d'espoirs déçus de forte croissance. Nous pensons toutefois qu'une éventuelle correction du secteur se limiterait à une poignée de valeurs des logiciels présentant une capitalisation boursière très élevée. Le graphique ci-dessus représente l'évolution récente de l'indice des grandes valeurs américaines S&P 500, de l'indice général des valeurs technologiques Nasdaq 100 et de l'indice S&P des éditeurs de logiciels d'Amérique du Nord. Alors que le Nasdaq a réussi à surperformer le S&P 500 sur deux mois, les valeurs des logiciels n'ont pas enregistré de bonnes performances dans l'intervalle. Le contexte réglementaire et politique se durcit de plus en plus pour ces entreprises, comme l'a montré de manière frappante l'audition du PDG de Facebook devant le Congrès. On ignore encore dans quel sens la situation va évoluer et si les problèmes que rencontrent les grands éditeurs de logiciels aujourd'hui s'étendront à d'autres pans majeurs du secteur de la technologie.

Devises

Le contexte va se durcir pour l'USD en 2020

Etats-Unis

- En octobre, les marchés sont restés demandeurs d'actifs risqués dans un contexte d'atténuation des menaces politiques. En conséquence, l'USD a reculé face à toutes les grandes monnaies sauf le JPY.
- La Réserve fédérale a encore abaissé son taux directeur à la réunion du FOMC d'octobre mais son président Jerome Powell a annoncé la fin de « l'ajustement de milieu de cycle ». Le différentiel de taux d'intérêt reste toutefois favorable à l'USD, qui devrait repartir à la hausse le mois prochain.

Zone euro

- Les dernières enquêtes auprès des entreprises dénotaient une certaine stabilisation en Allemagne et une amélioration en France, un contexte macroéconomique un peu meilleur qui a aussi contribué au rebond de l'EUR en octobre.
- Les dynamiques de croissance restent toutefois fragiles et nous craignons que les risques politiques ne resurgissent après la récente accalmie. Nous restons donc plutôt négatifs sur l'EUR par rapport à l'USD et au CHF.

Royaume-Uni

- Le ratio GBP/USD n'avait jamais autant progressé en un mois depuis mai 2009, après que les marchés eurent éliminé la probabilité de sortie sans accord.
- Maintenant qu'existe un accord acceptable, nous tablons sur une issue positive du Brexit. L'incertitude politique restera toutefois marquée jusqu'aux élections de décembre et nous préconisons une position neutre sur la GBP face à l'USD ce mois-ci.

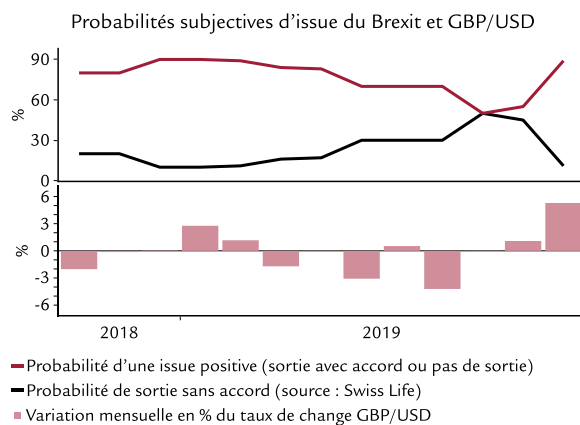
Suisse

- En octobre, le CHF a reculé face à un EUR cyclique mais s'est apprécié par rapport à l'USD.
- L'atténuation récente des risques politiques sera sans doute de courte durée et les craintes de récession devraient resurgir régulièrement selon nous, d'où notre attitude toujours positive sur le CHF par rapport à l'EUR.

Japon

- L'enthousiasme des investisseurs pour les actifs risqués en octobre a fait reculer le JPY face à toutes les grandes devises.
- Nous restons toutefois positifs sur le JPY, pour les raisons mentionnées ci-dessus à propos du CHF.

Les risques de « no deal » s'estompent, la livre s'envole



L'évolution la plus spectaculaire du marché des changes au mois d'octobre fut l'appréciation de la GBP de plus de 5% par rapport à l'USD. Le marché n'a pas tardé à éliminer la probabilité d'un Brexit sans accord suite à la nouvelle inattendue qu'un texte acceptable avait été élaboré par le Royaume-Uni et l'Union européenne. Même si les incertitudes doivent rester nombreuses outre-Manche dans l'attente des élections législatives de décembre, il nous semble improbable que les craintes d'une sortie sans accord reviennent tourmenter les investisseurs. Nous sommes donc passés à la neutralité concernant la GBP face à l'USD. En écho à l'évolution favorable de la question du Brexit, les risques d'escalade des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine ont eux aussi sensiblement diminué, d'où un décrochement des monnaies défensives en octobre. Même si nous pensons effectivement qu'un « mini-accord » sera signé cette année entre les deux parties, nous doutons qu'une deuxième convention, plus complète, lui succède l'an prochain. Nous nous attendons donc à une résurgence des risques politiques après l'embellie récente et préférons nous positionner à la hausse sur les monnaies refuge comme le JPY ou le CHF. Concernant la vigueur de l'USD, la situation deviendra plus délicate ces prochains mois. Nous pensons notamment que l'économie américaine ralentira en 2020, ce qui pourrait inciter la Fed à plus d'assouplissement l'an prochain après la pause dans « l'ajustement de milieu de cycle » annoncée à la dernière réunion du FOMC en octobre. Ces risques ne devraient pas empêcher l'USD de profiter à court terme, entre autres, d'un différentiel de taux d'intérêt toujours très favorable par rapport aux autres grandes économies.

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 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 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.