

Décembre 2019

Taux d'intérêt & obligations

La crise a-t-elle été évitée ou reportée ?

Etats-Unis

- Le ton plus conciliant des négociations du conflit commercial, la stabilisation des statistiques macroéconomiques et les publications de résultats d'entreprises meilleurs qu'attendu se sont traduits par un sentiment du marché plus propice aux actifs risqués.
- Les déclarations plutôt haussières de la Fed laissent à penser qu'elle ne compte plus baisser ses taux.

Zone euro

- En Europe aussi, les statistiques macroéconomiques ont commencé à se stabiliser, quoique à des niveaux plus bas, dans un contexte de faiblesse persistante de l'industrie.
- Bien que la BCE ait repris ses achats d'obligations, les écarts de crédit se sont creusés en raison d'une surabondance d'émissions sur le marché.

Royaume-Uni

- Les législatives britanniques auront lieu ce mois-ci. Les conservateurs visent un Brexit pour la fin janvier, tandis que les travaillistes n'écartent pas un nouveau référendum.
- Les *gilt*s vont sans doute rester stables, les investisseurs attendant les résultats des élections et une éventuelle intervention de la Banque d'Angleterre.

Suisse

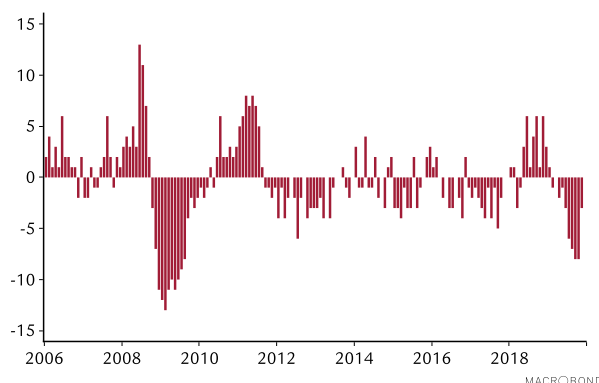
- L'économie suisse a enregistré une stabilisation d'activité avec un indice PMI manufacturier quasiment revenu à 50 points et une croissance du PIB étonnamment soutenue de 0,4% au troisième trimestre.
- Bien que la BNS soit prête à intervenir sur le marché des changes, nous ne prévoyons pas de baisse des taux suisses.

Japon

- L'économie japonaise reste aux prises avec les retombées de la guerre commerciale, encore aggravées par le relèvement de la taxe sur la consommation.
- La Banque du Japon a annoncé qu'elle pourrait abaisser encore son taux directeur si l'inflation ne se dirigeait pas vers son objectif de 2%.

Un véritable engouement pour les politiques accommodantes

Sur les 20 principaux marchés émergents, nombre net de banques centrales suivant une politique monétaire restrictive



La politique passant au second plan en novembre, les obligations d'entreprises se sont montrées moins volatiles que les mois précédents. L'écart de crédit des obligations en euros s'est un peu creusé, principalement sous l'effet d'un très gros volume d'émissions, surtout de la part des entreprises américaines. A l'inverse, les obligations en dollars se sont resserrées de 4 points de base, la couverture de change moins chère attirant les investisseurs étrangers. Sauf escalade du différend commercial, l'année se terminera bien selon nous, avec des écarts de crédit constants. La conjoncture montre déjà des signes de stabilisation dans le contexte d'assouplissement monétaire synchronisé mondial. La BCE et la Réserve fédérale n'étaient pas seules à se montrer prêtes à poursuivre la détente monétaire : leurs homologues des marchés émergents ont aussi ouvert les vannes des liquidités, dans une unité jamais vue depuis la crise financière (graphique). Nous pensons toutefois que l'effet positif de ces mesures s'atténuera en 2020 et préférons ne pas encore tabler sur une forte reprise économique. Nous gardons donc une position neutre, préférant les titres de crédit européens aux américains, le soutien technique du programme d'achats de la BCE devant amortir tout creusement des *spreads*. Nous attendons un léger repli des rendements des emprunts d'Etat fin 2019, sous l'effet du rapport offre/demande.

Actions

Les craintes de récession s'estompent

Etats-Unis

- Les négociations commerciales ont pris un tournant plus favorable et les statistiques macroéconomiques ont globalement surpris à la hausse, entraînant les actions américaines vers de nouveaux records (+26% pour le S&P 500 depuis le début de l'année).
- Nous pensons que les actions peuvent encore monter d'ici à fin décembre, mais le risque de dégradation sur le front politique reste réel.

Zone euro

- L'Allemagne a échappé de justesse à la récession technique au troisième trimestre. Bien que le DAX, malgré la conjoncture ralentie, ait suivi l'évolution du MSCI EMU depuis janvier, les effets à moyen et long terme du ralentissement de la plus grande économie européenne pourraient peser fortement sur les cours des actions de la zone euro à l'avenir.
- Les valeurs américaines (surtout compte tenu de l'effet de change) étaient le meilleur choix des investisseurs européens cette année et nous ne voyons aucune raison de modifier notre surpondération des actions américaines par rapport aux européennes.

Royaume-Uni

- Les investisseurs se méfiant des actions britanniques dans l'attente des législatives, le marché n'a pas profité de la hausse généralisée des cours mondiaux.
- Nous restons sous-pondérés sur les actions britanniques en raison de risques politiques persistants.

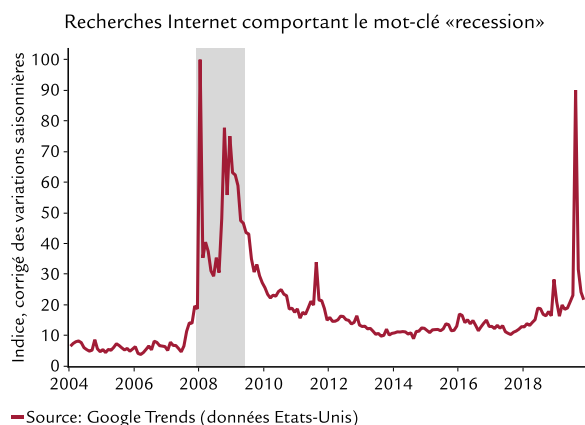
Suisse

- Bien que les valeurs américaines aient plus progressé que les suisses en novembre, ces dernières ont très bien résisté cette année et restent selon nous un bon choix pour les investisseurs, surtout en tant que « couverture » défensive d'un portefeuille d'actions.

Japon

- Ces deux derniers mois, les actions japonaises ont bénéficié du recul du yen, de la détente des tensions commerciales et des signes indiquant que la hausse de la taxe sur la consommation aurait moins affecté l'économie que prévu.
- Toutefois, la marge de surperformance nous semble à présent limitée et nous restons prudents à l'égard du marché japonais.

Les craintes de récession s'apaisent



MACROBOND

Ces derniers temps, les résultats des entreprises et les statistiques macroéconomiques tendaient à dépasser les attentes, ce qui explique que les marchés d'actions aient conservé leur dynamique positive et puissent encore progresser d'ici à la fin de l'année. Sauf « accident politique », un phénomène de ventes massives comme fin 2018 nous semble improbable. Tandis que les événements politiques sont presque impossibles à prévoir, les investisseurs peuvent au moins s'orienter à partir de l'évolution de la conjoncture. Si nous restons optimistes dans l'immédiat, c'est que les dernières statistiques macroéconomiques étaient suffisamment solides pour évacuer littéralement la question de la récession de l'esprit du public, comme le montre le graphique ci-dessus. Après le pic d'août, les chiffres de Google Trends dénotent un net fléchissement de l'intérêt des internautes pour le mot-clé « récession ». Il n'en reste pas moins qu'une rechute des données macroéconomiques ou une résurgence des problèmes politiques pourraient très vite réveiller ces craintes, surtout sachant que la phase d'expansion actuelle des Etats-Unis est déjà la plus longue de l'histoire du pays. Il s'ensuit que nombre d'investisseurs ont choisi de rester prudents et de se mettre en retrait, ce que nous ne considérons pas comme une bonne idée. Nous pensons que les stratégies défensives comme la volatilité minimum ou les actions avec couverture représentent une meilleure solution car elles permettent de participer quand même au marché, tout en créant des amortisseurs en cas de décrochement.

Devises

L'USD porté par une croissance américaine supérieure

Etats-Unis

- En novembre, les bonnes statistiques macroéconomiques et le recul des prévisions d'assouplissement monétaire de la Fed ont tiré l'USD à la hausse face à toutes les grandes monnaies sauf la GBP.
- Nous restons positifs sur l'USD pour ces prochaines semaines. En plus des solides performances économiques, il devrait bénéficier d'un différentiel de taux toujours favorable par rapport aux autres devises.

Zone euro

- Les enquêtes auprès des entreprises indiquent que le pire serait passé pour le secteur manufacturier européen et que la dynamique pourrait se stabiliser. Les signes d'une reprise plus tangible demeurent toutefois plutôt discrets.
- Nous prévoyons toujours une sous-performance de l'économie de la zone euro jusqu'à la fin de l'année, d'où le maintien de notre vision négative de l'EUR/USD et de l'EUR/CHF – qui s'est révélée judicieuse jusqu'ici en 2019.

Royaume-Uni

- Bien que les conservateurs aient creusé la distance qui les sépare des travaillistes dans les sondages pour les législatives, la GBP n'a progressé que très faiblement face à l'USD en novembre.
- Nous préférons rester neutres à l'égard de la GBP dans l'attente des élections.

Suisse

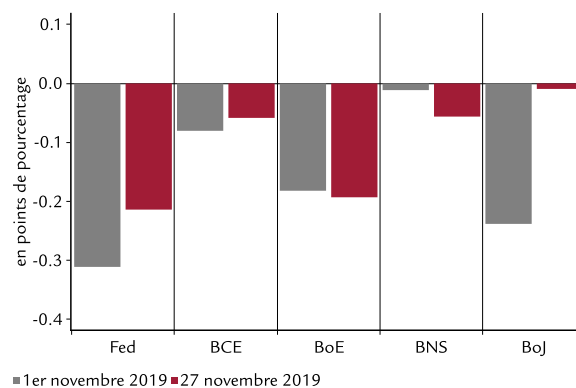
- Malgré un sentiment globalement favorable au risque en novembre sur les marchés, le taux de change effectif du CHF n'a pas bougé. Visiblement, nombre d'investisseurs doutent que l'apaisement récent des tensions politiques puisse durer longtemps.
- Nous sommes du même avis et maintenons donc notre position favorable au CHF face à un EUR plus cyclique.

Japon

- Bien que les marchés aient commencé à exclure toute baisse des taux de la Banque du Japon, le JPY a perdu un peu de terrain par rapport à l'USD en novembre.
- Nous restons toutefois positifs sur le JPY, pour les raisons mentionnées ci-dessus à propos du CHF.

Revirement des prévisions de politique de la Fed

Variation des taux directeurs sur 12 mois, escomptée par le marché



Le mois de novembre a suivi un schéma bien connu des opérateurs sur le marché des changes cette année : un USD solide face aux autres grandes monnaies, avec un taux de change effectif en hausse de 1%, et une nouvelle chute de l'EUR au terme d'une année déjà mauvaise. L'USD a bénéficié avant tout (ce mois-ci, mais aussi les dix précédents) de la surperformance constante de l'économie américaine, surtout en regard de l'Europe, ce qui a aussi incité les marchés à revoir leurs prévisions de politique monétaire de la Fed (graphique). Début novembre, les marchés monétaires tablaient sur une baisse de 30 points de base des taux directeurs américains à l'horizon de 12 mois, une estimation ramenée en fin de mois à 20 points de base. Entre-temps, les estimations du marché pour les autres grandes banques centrales ne variaient guère (sauf pour le Japon), ce qui a également profité à l'USD. Nous pensons que le billet vert va conserver cette dynamique positive par rapport à l'EUR au cours des prochaines semaines. Autre fait intéressant du mois : la stabilité de la GBP malgré les probabilités croissantes de victoire des conservateurs aux législatives britanniques. Nous n'en sommes pas surpris : un gouvernement Johnson ratifierait certainement les conditions de Brexit actuelles mais l'incertitude reviendrait certainement au premier semestre 2020 quant à savoir si les négociations commerciales avec l'UE avanceront assez vite pour empêcher une sortie sans accord au terme de la période de transition, fin 2020. Bien sûr, cette dernière pourrait être prolongée, mais cette option a été écartée par le manifeste du parti conservateur. Nous restons neutres sur le taux de change 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 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.