

Avril 2020

Taux d'intérêt & obligations

Le mois de tous les superlatifs

Etats-Unis

- Avec le déploiement de la crise du coronavirus arrivent ses premiers effets conjoncturels : nombre record de premières inscriptions au chômage et effondrement des indicateurs de sentiment économique.
- La Fed a réduit son taux directeur de 150 points de base et annoncé un programme de rachat d'actifs illimité, tandis que le gouvernement validait un plan de relance budgétaire de 2000 milliards de dollars.

Zone euro

- La courbe exponentielle des nouveaux cas a contraint les gouvernements à des mesures de confinement strict. Sans surprise, l'activité est en chute libre et la plupart des indicateurs dénotent une récession.
- Des plans de relance budgétaire doivent atténuer les dégâts économiques de la pandémie, tandis que la forte hausse des achats d'actifs de la BCE, à des conditions assouplies, a évité jusqu'ici une explosion des écarts de crédit des émetteurs périphériques.

Royaume-Uni

- Les nouveaux cas devraient s'envoler ces prochaines semaines du fait d'une mise en œuvre tardive des mesures de confinement.
- La Banque d'Angleterre a baissé ses taux de 65 points de base et lancé un programme d'achat d'obligations de 200 milliards de livres.

Suisse

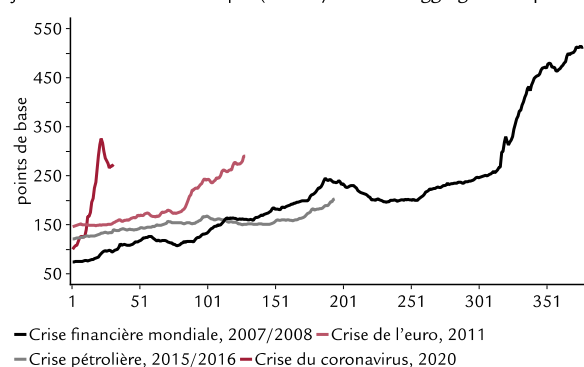
- Le taux d'infection par habitant est l'un des plus élevés et l'économie va sans doute beaucoup souffrir.
- La BNS n'a pas annoncé de mesures exceptionnelles en dehors des interventions sur le marché des changes, mais le gouvernement garantit les prêts aux entreprises et étend la portée du chômage partiel.

Japon

- La contagion semble mieux maîtrisée qu'ailleurs mais l'économie se contractera fortement en 2020.
- Si la Banque du Japon a laissé ses taux inchangés, elle a augmenté ses achats d'ETF sur actions.

Une récession brutale

Elargissement des écarts de crédit pendant les crises : nombre de jours entre le début et le pic (Barclays Global Aggregate Corporate)



MACROBOND

Les récessions frappent d'habitude les marchés financiers par surprise, et c'est le cas cette fois-ci. En revanche, la vitesse de la correction est sans précédent, les actions, les obligations d'entreprise et même l'or faisant tous l'objet de ventes massives, les investisseurs cherchant tous des liquidités pour financer les retraits et les appels de marge. La pénurie de liquidités a entraîné une forte distorsion des marchés. Même les emprunts d'Etat refuges ont été touchés, les investisseurs tentant de vendre ce qu'ils pouvaient, sans pouvoir se permettre de choisir. Ce n'est qu'après l'ouverture des vannes des banques centrales que la volatilité est retombée et que les marchés ont repris un cours normal. En mars, les écarts de crédit en euros et en dollars se sont creusés de respectivement 125 et 150 points de base, avec des rendements totaux mensuels très négatifs de -6,9% et -7,1%. Même si nous tablons *in fine* sur une reprise conjoncturelle en U des marchés développés au second semestre, les trois prochains mois resteront agités et incertains. Nous conservons donc notre position défensive au sein du crédit, préférant les secteurs comme les services aux collectivités ou les télécommunications, en restant à l'écart des biens de consommation cycliques et des financières. Nous conservons également une légère surpondération sur la duration.

Actions

La volatilité n'est pas près de se dissiper

Etats-Unis

- Les perspectives économiques se sont sérieusement dégradées aux Etats-Unis, devenus l'épicentre de la pandémie. Si les nouvelles infections se stabilisent en Europe, la courbe des nouveaux cas américains reste exponentielle.
- La riposte budgétaire impressionnante, avec un plan de 2000 milliards de dollars, a contribué à calmer le marché d'actions fin mars, mais le taux de chômage devrait s'envoler à 10-15% en avril et mai en l'absence de dispositif de chômage partiel à l'échelle nationale.
- Face à ces sombres perspectives à court terme, Wall Street ne devrait pas surperformer dans l'immédiat et nous passons à une position neutre sur ce marché.

Zone euro

- Le confinement généralisé de la zone euro entraînera une sévère récession au premier semestre. Les cours des actions ont perdu 20% en mars. En Italie et en Espagne, deux pays particulièrement touchés par l'épidémie, les marchés ont sous-performé.
- On ignore encore quand la situation commencera à se normaliser, mais au moins le nombre de nouveaux cas semble se stabiliser. Nous pensons que la performance des actions de l'UEM sera au moins égale à la moyenne mondiale.

Royaume-Uni

- La stratégie de l'immunité collective a été abandonnée et le pays a adopté, avec retard, des mesures de confinement aussi strictes que sur le continent.
- Il faudra donc peut-être plus de temps pour juguler l'épidémie au Royaume-Uni, et les actions britanniques devraient selon nous continuer de sous-performer ces prochains mois, malgré des valorisations et un rendement des dividendes attrayants.

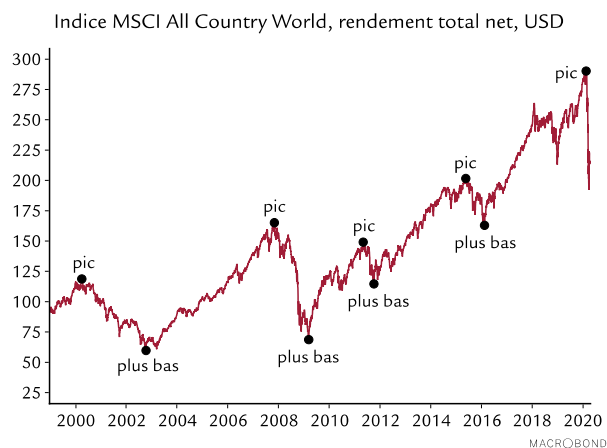
Suisse

- Grâce à leur caractère défensif, les actions suisses surperforment nettement la moyenne mondiale depuis le début de l'année.
- La forte incertitude ambiante ne devrait pas changer cette situation pour le moment.

Japon

- Jusqu'ici, le Japon a mieux résisté à la pandémie que les autres marchés développés. Il profite en outre de la reprise actuelle de l'économie chinoise.
- En conséquence, les actions japonaises ont surperformé en mars.

Des hauts et des bas. A quand la remontée ?



La pandémie de coronavirus a causé l'une des corrections boursières les plus rapides de l'histoire, ainsi qu'un pic de volatilité inédit depuis la crise financière mondiale. Alors que les statistiques économiques commencent tout juste à refléter la récession, les investisseurs se demandent déjà s'ils doivent se renforcer sur les actions ; ce n'est pas étonnant puisque les marchés se redressent généralement bien avant les statistiques économiques. Nous avons fixé quelques conditions à une attitude plus optimiste. Premièrement, des mesures crédibles pour contenir la pandémie. Si le Royaume-Uni et les Etats-Unis ont agi tardivement, le confinement est aujourd'hui en place presque partout. Deuxièmement, des mesures monétaires et budgétaires ciblées pour modérer les répercussions économiques. Ce critère-là est rempli : le plan de relance américain fut la dernière pierre en date, et le premier facteur de stabilisation des marchés d'actions en mars. La troisième condition est d'ordre médical. La courbe doit absolument s'aplatir en Europe et aux Etats-Unis, avant l'instauration d'un système de tests et de traçage qui permettra d'assouplir progressivement les restrictions (sur le modèle de la Chine). Ici, l'incertitude règne à court terme et le risque d'une deuxième vague d'infection en Asie n'est pas encore écarté. Nous pensons donc que la volatilité restera importante et maintenons notre sous-pondération sur les actions pour le mois qui vient. Les investisseurs de long terme pourraient toutefois vouloir dépasser ce flou immédiat. Ces 20 dernières années, les actions ont connu quelques chutes marquées (graphique) qui ont toutes un point commun : à long terme, les indices se sont toujours redressés jusqu'à dépasser leurs pics d'avant la crise. Nous ne voyons pas pourquoi la crise du coronavirus ferait exception.

Devises

Prudence sur l'USD avec un portage moins avantageux

Etats-Unis

- L'USD s'est montré exceptionnellement volatil en mars. La baisse de taux décidée en urgence par la Réserve fédérale l'a desservi jusqu'en début de mois avant que les problèmes de financement en USD ne le fassent remonter temporairement.
- La forte réduction des taux de la Fed a réduit l'avantage des taux d'intérêt américains, ce qui explique principalement que nous soyons passés à une position tactique négative sur l'USD.

Zone euro

- Après des fluctuations marquées, l'EUR/USD a fini le mois de mars exactement à son point de départ.
- Nous devenons haussiers sur l'EUR/USD pour les trois prochains mois. Outre l'érosion de l'écart de taux d'intérêt, les dynamiques associées au coronavirus se sont également retournées, avec des perspectives plus sombres aux Etats-Unis, où les nouveaux cas se multiplient, tandis que les nouvelles infections se stabilisent en Europe.

Royaume-Uni

- En mars, la GBP a perdu temporairement presque 13% face à l'USD, sous l'effet de la chute du baril, de l'aggravation de l'épidémie de coronavirus au Royaume-Uni et de l'annonce d'un plan de relance budgétaire massif alors que le pays accuse un déficit courant chronique.
- Même si la GBP allait déjà un peu mieux fin mars, nous pensons qu'elle peut encore s'apprécier en raison de notre vision baissière à court terme sur l'USD.

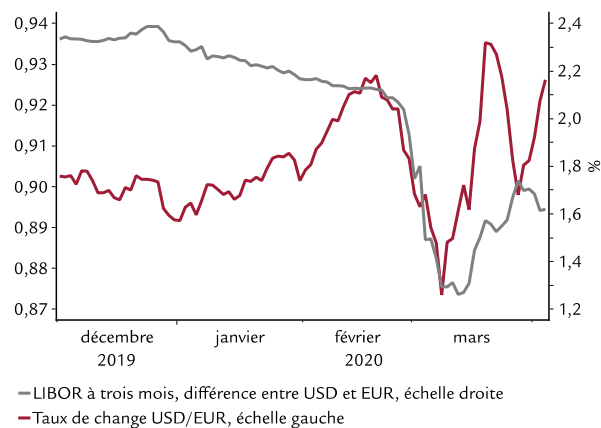
Suisse

- En mars, le CHF subissait toujours une pression à la hausse par rapport à l'EUR.
- Nous pensons que les interventions continues de la BNS limitent le risque de baisse de l'EUR/CHF.

Japon

- Comme les autres devises, le JPY a beaucoup fluctué face à l'USD en mars. Sa progression depuis début janvier est toutefois étonnamment modeste compte tenu des bouleversements des marchés financiers.
- Dans la logique de notre prudence généralisée envers le billet vert pour les trois prochains mois, nous passons à la baisse sur l'USD/JPY.

Les problèmes de financement ont fait bondir l'USD en mars



De 2017 à 2019, la volatilité implicite des marchés des changes n'avait cessé de reculer, avant d'atteindre un plus-bas de plusieurs années mi-février 2020. Même lorsque les actifs risqués ont pâti d'une forte incertitude (comme fin 2008), les marchés des changes sont restés étonnamment sereins. L'épidémie de coronavirus a brutalement changé la donne. Depuis mi-février, la volatilité implicite a bondi et l'USD, en particulier, a considérablement fluctué. Le premier choc sur les marchés est venu des deux décisions d'urgence de la Réserve fédérale, qui a réduit ses taux directeurs quasiment à zéro, réduisant ainsi, voire supprimant, l'avantage de détenir du billet vert par rapport à d'autres grandes devises. La dépréciation de l'USD qui a suivi fut rapidement effacée par les problèmes de liquidité sur le marché monétaire en dollars, qui ont creusé les écarts de taux d'intérêt sur les marchés non garantis (LIBOR) et entraîné une appréciation généralisée de la monnaie américaine. L'action coordonnée des banques centrales a résolu ce problème du financement en USD et nous pensons que le moindre intérêt du portage en USD perdurera au cours des trois prochains mois. Nous sommes donc devenus baissiers sur l'USD face à l'EUR, au CHF, à la GBP et au JPY. En outre, l'économie américaine est aujourd'hui durement touchée par le coronavirus, qui pourrait altérer le statut de monnaie refuge de l'USD par rapport au CHF ou au JPY (la courbe des nouveaux cas s'aplatit déjà en Suisse et au Japon). Après une pression à la hausse en mars, surtout face à l'EUR, le CHF devrait rester tendu tant que les perspectives économiques seront incertaines. Les interventions de la Banque nationale suisse devraient toutefois modérer son appréciation.

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 Swiss Life Asset Management SA, 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.