

Juillet 2020

## Taux d'intérêt & obligations

Une fois au plus bas, on ne peut que remonter

### Etats-Unis

- Le rebond exceptionnellement marqué des statistiques économiques et des indicateurs de confiance a coïncidé avec une recrudescence des cas de COVID-19 sur une large part du territoire américain.
- La Réserve fédérale achète toujours des quantités inédites de bons du Trésor. Elle a en outre commencé l'achat direct d'obligations d'entreprises.

### Zone euro

- Les indices des directeurs d'achats de la zone euro ont dépassé les attentes suite à la réouverture des économies, tandis que les nouvelles infections semblent maîtrisées pour le moment.
- La BCE a augmenté de 600 milliards d'euros son programme d'achat d'obligations, qui se trouve prolongé au moins jusqu'en juin 2021.

### Royaume-Uni

- Comme le reste de l'Europe, le sentiment et les statistiques économiques britanniques ont récemment dépassé les attentes du consensus avec la réouverture progressive de l'économie nationale.
- A sa réunion de juin, la Banque d'Angleterre a relevé son objectif global d'achat d'obligations, dont le rythme devrait toutefois ralentir au second semestre.

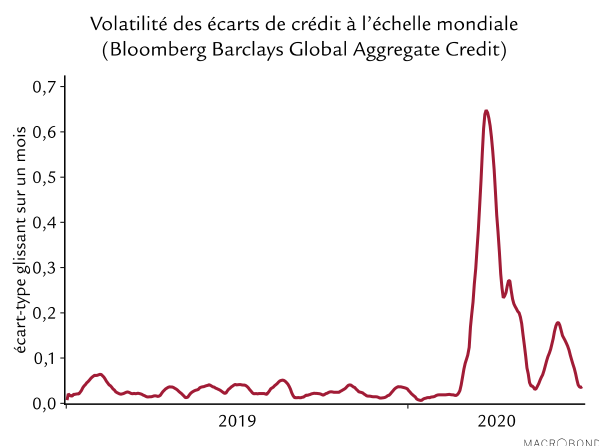
### Suisse

- L'économie intérieure se remet rapidement de la crise tandis que la demande extérieure reste atone.
- 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. Nous ne prévoyons pas de baisses de taux supplémentaires pour le moment.

### Japon

- Si le secteur tertiaire se redresse avec la fin de l'état d'urgence, l'industrie manufacturière reste en grande difficulté.
- La Banque du Japon a laissé sa politique monétaire inchangée. Nous n'attendons pas d'innovation sensible dans ce domaine pour les prochains mois.

### La volatilité n'est pas encore revenue à la normale



La récession mondiale due au COVID-19 restera sans doute dans l'histoire comme la plus grave, mais aussi peut-être la plus courte. En juin, les écarts de crédit se sont encore resserrés de 22 points de base (pb) en euros et de 23 pb en dollars, avec des variations journalières jusqu'à 14 pb. Malgré les mesures de soutien des banques centrales, la volatilité mensuelle des écarts de crédit reste cinq fois plus forte que l'an dernier. Une fois au plus bas, on ne peut que remonter, ce qui explique que la dynamique économique soit repartie, quoique avec des niveaux d'activité modérés. Il semblerait que la faiblesse des fondamentaux soit masquée par les puissants facteurs techniques que constituent les mesures de soutien budgétaire et monétaire, mais il s'agit d'un exercice d'équilibriste. Si les *spreads* maximum sont sans doute déjà passés, leur niveau général et la vitesse de leur contraction ne rendent pas compte de la réalité économique. La crise avait commencé dans une situation de dette maximale des entreprises, qui ont encore tiré sur la corde pour assurer leur trésorerie. Avec la baisse des recettes due à l'érosion de la demande, nous redoutons une succession de faillites et de défaillances au second semestre et surveillons de près le risque de crédit, surtout dans les secteurs très exposés et dépendants des relations sociales, tels que les voyages ou les loisirs. Les taux devraient rester durablement bas, d'où notre position de duration neutre à légèrement longue.

## Actions

Le chemin s'annonce chaotique

### Etats-Unis

- Les dernières statistiques économiques, supérieures aux attentes, ont stimulé le marché d'actions américain. La recrudescence des infections pourrait gâcher la fête mais il faudra plusieurs semaines pour qu'elle se ressente sur les chiffres économiques.
- Les investisseurs devraient toutefois aussi tenir compte du ton apaisant de la Réserve fédérale, ce qui devrait soutenir le marché.
- Nous pensons que ces deux facteurs vont globalement se compenser, même si le soutien marqué de la Fed peut faire pencher la balance légèrement en faveur des actions américaines.

### Zone euro

- Les économies de la zone euro ont globalement pu mener leurs déconfinements comme prévu. Toutefois, le nombre de bonnes surprises économiques bien inférieur à celui des Etats-Unis et l'impression que la BCE serait moins accommodante que la Fed constituent des obstacles pour le marché d'actions.
- D'un autre côté, la reprise plus lente du marché suppose un potentiel de rattrapage plus important des actions européennes sur la Bourse américaine.
- En résumé, nous pensons que les actions de la zone euro suivront globalement le mouvement américain.

### Royaume-Uni

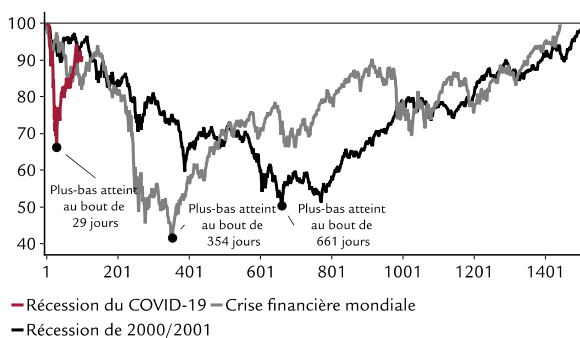
- La sous-performance du marché britannique reflète une conjonction de problèmes tels que l'impasse du Brexit et une gestion de l'épidémie moins efficace que dans les pays comparables.
- Comme la situation n'évoluera certainement pas beaucoup à court terme, le marché d'actions britannique a peu de chances de se distinguer sachant que sa composition sectorielle constitue un handicap supplémentaire dans la conjoncture actuelle.

### Suisse

- Son caractère défensif, qui avait bien aidé le marché d'actions suisse au premier trimestre, représente aujourd'hui la cause principale d'une progression inférieure aux autres grandes places boursières.
- Si l'incertitude croissante qui règne sur l'économie mondiale peut encore soutenir le marché suisse à l'avenir, nous pensons qu'il continuera de sous-performer tant que les investisseurs internationaux resteront optimistes.

### La situation sera-t-elle différente cette fois-ci ?

Actions internationales (MSCI AC World) : nombre de séances boursières entre le début de la correction et le retour aux niveaux d'avant la crise



Ces dernières semaines, nous avons entendu et lu de multiples manifestations de surprise face à la rapidité de la reprise des marchés d'actions après la correction du premier trimestre. Comment les cours peuvent-ils remonter alors que les fondamentaux économiques semblent si fragiles ? Beaucoup d'observateurs ont également comparé cet épisode à d'autres crises (par exemple celles de 2001 et de 2008, voir le graphique), pour en conclure que le pire n'était pas encore passé. Si les crises de 2001 et de 2008 étaient nées des excès des marchés financiers et avaient fini par paralyser le système financier (quoique de manière différente à chaque fois), la récession causée par le COVID-19 relève davantage de la catastrophe naturelle. De ce fait, tant que l'état sanitaire ne s'emballera pas et que des mesures budgétaires et monétaires suffiront à atténuer les conséquences économiques à court terme, il sera rationnel pour les marchés de se projeter au-delà de la situation actuelle et de se concentrer sur l'avenir. On peut toutefois estimer que les marchés d'actions seraient aujourd'hui trop optimistes. Il ne faut donc pas s'attendre à une trajectoire régulière pour ces prochaines semaines mais bien au contraire à des accès de volatilité, notamment en raison du retour sur le devant de la scène des nombreux problèmes (tels que le commerce international ou le Brexit) restés en suspens depuis le confinement.

## Devises

Pour une fois, les risques politiques servent l'EUR

### Etats-Unis

- En juin, l'aversion pour le risque a augmenté sur les marchés financiers, au bénéfice des monnaies refuge, à l'exception notable de l'USD, puisque nombre des risques identifiés étaient perçus comme des menaces pour les Etats-Unis (politique américaine, orientation des nouveaux cas de COVID-19).
- Nous pensons que ces risques perdureront au cours des trois prochains mois, ce qui devrait entretenir la pression sur l'USD même si les statistiques économiques confirmaient notre scénario de reprise progressive de l'activité au troisième trimestre.

### Zone euro

- Après une belle remontée en mai, l'EUR/USD s'est stabilisé dans une fourchette de 1,12 à 1,13 en juin.
- Nous sommes bien disposés à l'égard de l'EUR/USD, jugeant les risques politiques un peu plus marqués aux Etats-Unis qu'en Europe, où un accord du sommet européen extraordinaire de juillet sur le plan de relance semble de plus en plus probable.

### Royaume-Uni

- Du fait d'un assez bon équilibre entre bonnes et mauvaises nouvelles économiques en juin, le taux de change GBP/USD a fluctué autour de 1,25.
- Nous doutons que les négociations commerciales avec l'UE avancent beaucoup au cours des trois prochains mois et pensons que, comme l'an prochain, de nouveaux écueils sont à prévoir avant que l'horizon ne s'éclaircisse, d'où notre vision négative sur la GBP face l'USD et à l'EUR.

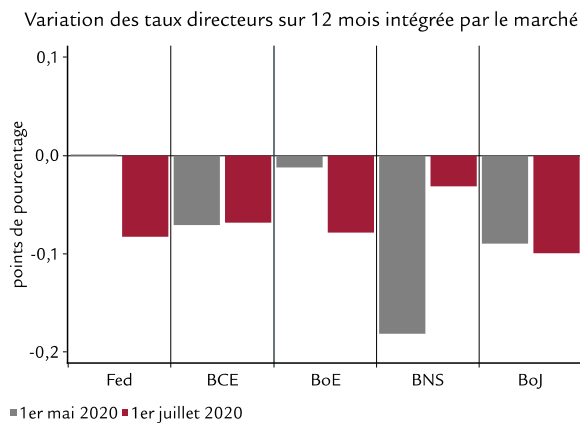
### Suisse

- Dans un contexte globalement défavorable au risque, le CHF a fait partie des devises les plus performantes du mois de juin en termes de taux de change effectif.
- S'il subit toujours une pression à la hausse face à l'EUR, les interventions de la BNS devraient limiter tout dérapage, ce qui explique que nous optons pour la neutralité aux niveaux actuels.

### Japon

- Comme le CHF, le taux de change effectif du JPY (vu comme une valeur refuge) a progressé en juin.
- Les risques politiques devant rester élevés ces trois prochains mois, nous adoptons une position négative sur l'USD/JPY.

### Le marché n'attend plus de baisse des taux suisses



La montée des risques politiques (tels que les tensions entre les Etats-Unis et la Chine) ainsi que la recrudescence des cas de COVID-19 aux Etats-Unis se sont traduites par une trajectoire chaotique pour les actifs risqués en juin, au bénéfice des valeurs refuge comme l'or ou le CHF et mettant un terme à l'ascension de la monnaie cyclique qu'est l'EUR. En juin, celle-ci n'a pas bougé par rapport à l'USD mais elle a souffert face au CHF, qui a profité non seulement de son statut de monnaie refuge mais aussi du fait que le marché exclue bien plus nettement depuis deux mois toute baisse des taux de la part de la Banque nationale suisse (graphique). Les interventions sur les taux directeurs des autres banques centrales intégrées par le marché étaient plus ou moins stables, voire en légère baisse.

Le resserrement des différentiels de taux a non seulement abaissé le coût d'opportunité de la détention de CHF, mais aussi amoindri l'avantage de l'USD par rapport aux autres monnaies des pays développés. Dans ce contexte déjà moins favorable au billet vert, nous pensons que l'EUR/USD pourrait s'apprécier au cours des trois prochains mois. L'augmentation des cas de COVID-19 et l'approche de l'élection présidentielle américaine vont certainement dégrader le climat politique outre-Atlantique, alors que l'Europe peut réserver de bonnes nouvelles dans ce domaine si le plan de relance proposé par l'UE est validé en juillet, comme nous le supposons. Certes, de nombreux obstacles jalonnent encore les négociations commerciales entre l'UE et le Royaume-Uni avant que la situation ne s'améliore fin 2020 (notre scénario de base) mais nous pensons que la GBP souffrira davantage que l'EUR de ces tensions accrues et passons donc à une position négative sur la monnaie britannique pour le trimestre qui vient.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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 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., 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.