

Septembre 2020

## Taux d'intérêt & obligations

Le chemin de moindre résistance

### Etats-Unis

- Les derniers chiffres de l'activité et les résultats des enquêtes ont majoritairement dépassé les attentes, ce qui laisse supposer qu'une vigoureuse reprise économique serait en cours au troisième trimestre.
- La Réserve fédérale a publié les conclusions de sa revue stratégique de politique monétaire lors de la conférence annuelle de Jackson Hole. Comme prévu, elle vise dorénavant un objectif d'inflation moyen de 2%, et devrait ainsi tolérer des phases d'inflation plus élevée après des périodes d'inflation inférieure à 2%.

### Zone euro

- Les statistiques industrielles s'améliorent toujours tandis que la reprise dans les services aurait ralenti en août d'après les résultats des enquêtes, sans doute suite aux nouvelles mesures ciblées de lutte contre la recrudescence de cas de COVID-19.
- Nous doutons que la réunion de la BCE débouche sur des changements majeurs mais la mise en œuvre de ses différents programmes pourrait être affinée.

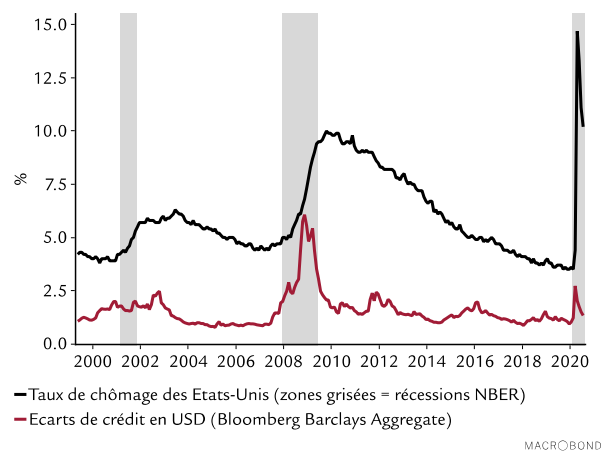
### Royaume-Uni

- Les indices des directeurs d'achats et les ventes de détail poursuivent leur redressement alors que l'économie nationale est encore en phase de réouverture par rapport à l'Europe continentale et aux Etats-Unis.
- La Banque d'Angleterre a souligné que, même si elle ne s'interdisait pas un recours aux taux négatifs, elle n'en voyait pas suffisamment l'utilité pour le moment, ce qui représente un net changement de ton.

### Suisse

- La Suisse semble plus résistante que d'autres à la crise, comme l'atteste une chute de son PIB du deuxième trimestre moins marquée que dans les autres économies développées.
- Nous ne prévoyons actuellement aucun changement de politique majeur de la part de la BNS, même si les dépôts à vue continuent d'augmenter du fait des interventions de la banque centrale suisse sur le marché des changes.

### Malgré une grave récession, des spreads presque normaux



En ce calme mois d'août, le dépassement de la date limite d'adoption du plan de relance des Etats-Unis sans déboucher sur un accord et la recrudescence du coronavirus en Europe n'ont pas préoccupé les marchés, à qui ont suffi quelques bonnes nouvelles du vaccin, une détente du conflit commercial sino-américain et le soutien durable de la politique monétaire. En août, les écarts de crédit en EUR se sont resserrés de 14 points de base (pb), à 114 pb suite à la quasi-disparition des nouvelles émissions, tandis que les *spreads* en USD reculaient de 3 pb, à 130 pb malgré un programme d'émissions bien garni pour cette période de l'année. Les taux des emprunts d'Etat allemands et américains à dix ans ont augmenté de respectivement 18 et 11 pb. Alors que la saison de publication est presque terminée et que les entreprises ont dépassé sans mal des prévisions prudentes, il n'en faut pas plus pour resserrer les écarts de rendement des obligations privées. Toutefois, même si nous avons sous-estimé l'ampleur et la vitesse du resserrement initial des *spreads*, nous restons prudents au vu des valorisations élevées actuelles. L'écart de rendement moyen en dollars lors des deux dernières récessions était ainsi de 300 pb pour les entreprises, pour des fondamentaux plus solides et une durée nettement inférieure. Pour les emprunts d'Etat, nous avons choisi une position longue vu l'accumulation des taux en haut de notre fourchette de prévisions.

## Actions

Les valeurs technologiques américaines étincellent

### Etats-Unis

- Alors que la plupart des marchés d'actions se sont essoufflés, Wall Street a poursuivi en août sa remontée fantastique, sans doute avant tout grâce au poids des valeurs technologiques dans les indices boursiers américains.
- A moins d'un revers du secteur technologique, dont nous ne voyons aucune raison actuellement, les actions américaines devraient encore surperformer.

### Zone euro

- L'indice Citi de surprise économique, qui compare les chiffres publiés aux estimations, s'est sensiblement amélioré et les indices des directeurs d'achats de la zone euro annoncent une solide reprise au troisième trimestre.
- La performance des actions de la zone euro ne reflète pas encore l'amélioration de la dynamique d'activité puisqu'elles sous-performent les autres régions depuis maintenant deux mois. Nous pensons donc que les actions de la zone euro pourraient nous réserver de bonnes surprises ces prochaines semaines.

### Royaume-Uni

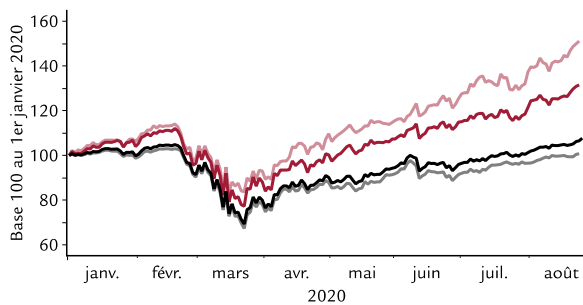
- Dans cette récession mondiale, le Royaume-Uni fait partie des économies développées les plus touchées. En outre, les négociations commerciales avec l'UE n'enregistrent aucun progrès réel. La sous-performance des actions britanniques a perduré en août.
- Nous distinguons peu de raisons d'être optimiste et pensons que la sous-performance du marché d'actions britannique va se poursuivre.

### Suisse

- Le bilan pour l'économie suisse pourrait être pire : Comme prévu, le PIB a reculé de 8,2% au deuxième trimestre, c'est-à-dire moins que dans tous les autres grands pays développés à l'exception du Japon.
- Le marché d'actions a par conséquent bien résisté ces derniers mois, et devrait continuer dans ce sens selon nous. Nous estimons en particulier que les actions suisses devraient mieux se comporter que les autres si les marchés étaient amenés à rechuter.

### Les valeurs technologiques, moteur du S&P 500

Le S&P 500 et sous-indices pondérés de la capitalisation boursière



MACROBOND

Le marché d'actions américain affiche une extraordinaire surperformance depuis le début de l'année, malgré tous les bruits parasites de la pandémie, de la politique intérieure ou des tensions géopolitiques. Cette surperformance s'explique par le poids des valeurs technologiques au sein des principaux indices d'actions américains pondérés de la capitalisation boursière. Sans « la tech », le S&P 500 serait encore bien en deçà de ses niveaux d'avant-crise, comme le montre le graphique ci-dessus. Cette envolée de la tech américaine va-t-elle encore durer ? Les valorisations se sont envolées : alors qu'il oscillait entre 13 et 23x ces dix dernières années, le ratio cours/bénéfices (PER) du Nasdaq avoisine aujourd'hui 32. Toutefois, comme nous l'expliquions ici le mois dernier, la valorisation est un indicateur moins pertinent pour les investisseurs en période de crise puisque les prévisions de résultat changent fréquemment. Mais ces valorisations impressionnantes ont aussi des causes fondamentales. Avant tout, la crise a précipité l'avènement structurel du numérique. Les entreprises technologiques en sont les grandes gagnantes, comme l'atteste la bonne tenue de leurs résultats. Les valeurs technologiques du S&P 500 ont dépassé de 13% les prévisions de résultats du deuxième trimestre, pour des ventes supérieures de 6%. Cette confortable situation financière laisse à penser qu'une correction de ces valeurs (qui déclencherait une rechute généralisée des marchés) n'est pas pour demain. En outre, les taux toujours très bas soutiennent ces valeurs de croissance sur le plan commercial (elles ont plus de projets à financer que les valeurs de rendement) et de la valorisation.

## Devises

Nous devenons neutres sur l'EUR/USD

### Etats-Unis

- Après un net décrochement en juillet, le taux de change effectif de l'USD n'a reculé que marginalement en août, perdant surtout du terrain face au renminbi et aux monnaies-marchandises comme le CAD.
- D'ici à la fin du troisième trimestre, nous attendons une stabilisation de l'USD face à l'EUR, au CHF et au JPY. Les statistiques économiques devraient rester positives, compensant le risque d'influence négative de la politique intérieure.

### Zone euro

- La tendance à l'appréciation de l'EUR, soutenue par un vif rebond de l'activité économique en juillet, s'est interrompue en août après l'annonce de chiffres plus mitigés.
- Nous sommes à présent neutres sur l'EUR/USD et pensons que l'EUR/CHF se négociera aux alentours de son niveau actuel de 1,075 à court terme.

### Royaume-Uni

- La GBP fut la gagnante surprise du mois d'août. Contrairement à nos attentes, elle a encore progressé face à l'USD, et même par rapport à l'EUR.
- La GBP aura sans doute profité des bons résultats des enquêtes auprès des entreprises. Nous attendons d'ailleurs un net rebond de l'activité au troisième trimestre après un deuxième trimestre désastreux, mais restons prudents pour les perspectives économiques à moyen terme. De plus, les négociations commerciales avec l'UE ne devraient pas avancer en septembre, d'où notre vision négative du taux de change GBP/USD.

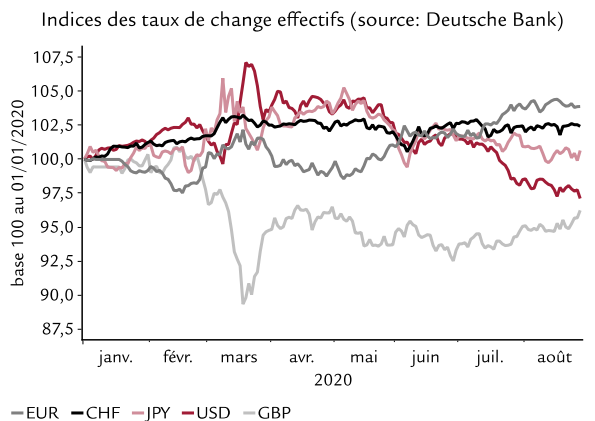
### Suisse

- Le taux de change effectif du CHF est resté stable en août.
- Nous restons neutres sur l'EUR/CHF. La BNS a montré le mois dernier qu'elle se tenait prête à contrer toute pression à la hausse sur le CHF en intervenant sur le marché des changes.

### Japon

- D'habitude plutôt volatil, le JPY a à peine frémi face à l'USD en août.
- Jugeant que cette situation perdurera à court terme, nous sommes dorénavant neutres sur l'USD/JPY.

### Fait suffisamment rare pour être signalé : l'EUR en tête



MACROBOND

Après trois mois d'ascension qui font de l'EUR la plus performante des grandes devises depuis janvier, la monnaie unique s'est un peu essoufflée en août. L'EUR/USD s'est stabilisé à environ 1,185 et l'EUR/CHF, vers 1,075. Le CHF a toutefois encore bénéficié du soutien de la Banque nationale suisse, comme l'attestait la hausse continue des dépôts à vue à un rythme hebdomadaire moyen de 2 milliards de francs. Nous doutons que l'EUR s'apprécie encore face à l'USD et devenons neutres sur l'EUR/USD. Si le risque de politique intérieure perdure aux Etats-Unis (ce qui peut affecter l'USD), la situation économique semble plus équilibrée. En juillet, l'activité avait fortement rebondi en Europe mais les enquêtes d'août annoncent un ralentissement de la reprise, peut-être suite aux nouvelles restrictions imposées dans de nombreux pays européens face à la recrudescence du COVID-19. Nous sommes neutres également sur l'EUR/CHF et sur l'USD/JPY, mais sans exclure totalement un repli dans les deux cas. Les cours des actifs risqués intègrent actuellement de nombreuses prévisions optimistes et toute mauvaise surprise économique ou flambée du risque politique ne tarderait pas à ramener les investisseurs vers le CHF et le JPY. C'est toutefois la GBP qui a le plus surpris récemment en s'appréciant face à l'EUR et à l'USD en août. Certes, les enquêtes britanniques dénotent une reprise rapide au troisième trimestre, mais nous pensons toujours que le Royaume-Uni sera parmi les dernières économies développées à retrouver ses niveaux d'avant la crise. Comme en outre les négociations commerciales avec l'UE ne devraient pas progresser à court terme, nous restons négatifs sur le taux de change GBP/USD.

## 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, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité 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.