

Novembre/Décembre 2020

Taux d'intérêt & obligations

Un non-événement

Etats-Unis

- Les statistiques économiques sont restées très positives en octobre mais la résurgence du Covid-19 pèsera sans doute sur la croissance et freinera la reprise du marché du travail cet hiver.
- Le président élu Joe Biden n'aura sûrement pas le soutien intégral du Congrès. Les deux partis devraient selon nous s'accorder sur le deuxième plan de relance budgétaire mais l'ambitieux programme fiscal et de dépenses des démocrates semble hors de portée. Les marchés pourraient donc encore compter sur un solide soutien de la politique monétaire.

Zone euro

- Les taux de contamination se sont envolés en Europe, incitant quasiment tous les pays à reconfiner. Le moral des entreprises du tertiaire en a déjà souffert mais l'amélioration des perspectives dans l'industrie signifie que l'effet sur le PIB sera bien moins sévère que lors des confinements du printemps.
- La BCE a déjà réaffirmé oralement sa position accommodante, une pré-annonce de mesures supplémentaires pour sa réunion de décembre.

Royaume-Uni

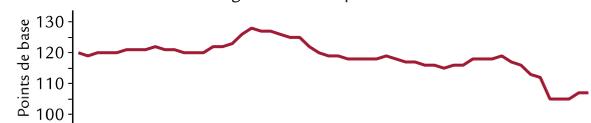
- La saga du Brexit se poursuit mais nous tablons toujours sur un accord de dernière minute.
- La sous-performance de l'économie britannique et la résurgence de la pandémie ont toutefois incité la Banque d'Angleterre à augmenter ses achats d'obligations, et une baisse de taux n'est pas exclue.

Suisse

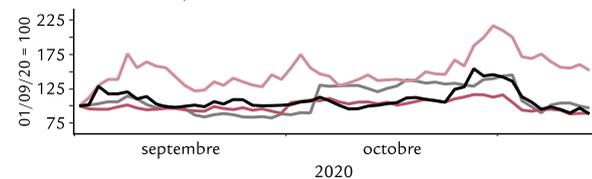
- La Suisse tente de faire face à la deuxième vague pandémique à l'aide de restrictions ciblées et régionales seulement. Si elle y parvient, elle affichera encore une fois une plus forte croissance que ses voisins.
- La BNS n'a pas modifié sa politique monétaire au cours du mois écoulé et les dépôts à vue sont restés relativement stables.

Chute des écarts de crédit et de la volatilité après l'élection

Ecarts de rendement des obligations d'entreprises



Indices de volatilité implicite



— Actions américaines (VIX) — Monnaies du G10
— Pétrole brut — Bons du Trésor américain

MACROBOND

L'élection présidentielle américaine fut l'un des événements les plus couverts de l'histoire des marchés financiers. Les volatilités implicites se sont envolées pour toutes les catégories d'actifs dans les jours précédant le scrutin (graphique) mais, *in fine*, aucun des scénarios pessimistes imaginés (des émeutes à d'importantes irrégularités le jour du vote) ne s'est vérifié. Les marchés ont même ignoré les protestations de Donald Trump, pour se positionner sans tarder en vue de la présidence Biden et d'un Congrès divisé, une perspective que de nombreux acteurs du marché semblent apprécier. Même la résurgence de la pandémie n'a pas pu gâcher la fête puisque les bonnes nouvelles du vaccin amélioreraient les perspectives économiques à moyen terme. Les volatilités implicites se sont donc effondrées la première quinzaine de novembre, tandis que les actifs risqués remontaient. Depuis fin septembre, les *spreads* en EUR et en USD se sont resserrés de respectivement 21 et 25 points de base. Les primes de risque sont à présent tout près de leurs minima de février alors que l'univers des obligations d'entreprises est devenu beaucoup plus risqué, tant en termes de fondamentaux que de duration. Les facteurs techniques restent solides, surtout vu le peu d'émissions d'ici à fin 2020. L'évolution des rendements des emprunts d'Etat est moins claire après les fluctuations des dernières semaines, d'où notre choix d'une position de duration neutre.

Actions

Un coup de pouce pour les marchés

Etats-Unis

- Les marchés d'actions ont bien réagi aux résultats des élections américaines. La politique commerciale sera sans doute plus prévisible sous Joe Biden et l'absence de « vague bleue » (nette majorité des démocrates aux deux chambres du Congrès) réduit le risque de bouleversement de la réglementation et des règles fiscales qui aurait affecté les résultats des entreprises.
- Côté mauvaises nouvelles, la situation sanitaire devrait se dégrader rapidement et assombrir l'horizon à court terme sachant que de nombreux Etats ordonneront sans doute de nouvelles restrictions, ce que l'amélioration des perspectives à moyen terme grâce à la bonne nouvelle du vaccin compense en partie.
- Dans l'ensemble, nous pensons que le marché d'actions sera volatil mais modérément haussier jusqu'à la fin de l'année.

Zone euro

- Les gouvernements européens semblent plus sensibles à l'évolution du Covid-19 : comme lors de la première vague, ils ont imposé des mesures plus strictes qu'aux Etats-Unis, ce qui explique que les bons résultats du vaccin de BioNTech/Pfizer aient beaucoup plus profité aux actions de la zone euro qu'aux valeurs américaines le jour de l'annonce.
- Si les nouvelles du vaccin restent positives, on peut s'attendre à une correction de l'énorme sous-performance accumulée par les valeurs de l'UE cette année.

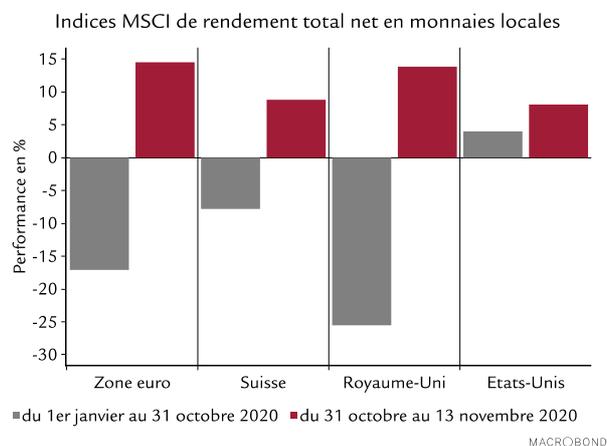
Royaume-Uni

- Nous avons raison d'être prudents envers les actions britanniques. L'économie nationale est entrée dans la deuxième vague épidémique dans un état bien plus fragile que celui des autres pays.
- Les actions britanniques devraient continuer de sous-performer. Même un accord de justesse avec l'UE ne changerait pas grand-chose puisque le marché semble avoir déjà intégré ce scénario.

Suisse

- En tant que marché défensif, la Bourse suisse a sous-performé ses concurrentes plus cycliques pendant la remontée des marchés d'actions de la première quinzaine de novembre.
- Par la suite, nous pensons que l'évolution du marché suisse se rapprochera davantage de celle des actions mondiales.

La rotation géographique a-t-elle commencé ?



De nombreux participants au marché se sont doublement félicités de l'issue des élections américaines : la présidence sera plus prévisible sous Joe Biden (moins de volatilité dictée par les tweets, surtout concernant les relations commerciales) mais la division du Congrès limitera le pouvoir du nouveau président dans les autres domaines. Toutefois, si les démocrates remportent les deux sièges de sénateurs en ballottage au scrutin du 5 janvier en Géorgie, le Sénat se retrouvera divisé à parts égales entre les deux partis et la voix décisive de la vice-présidente pourrait ouvrir la porte aux projets du camp démocrate. Dans cette situation d'infime majorité, des compromis s'imposeraient néanmoins et bloqueraient nombre d'ambitieux projets budgétaires, ce qui explique la décontraction (actuelle, du moins) des marchés d'actions à cette idée. Quoi qu'il en soit, les marchés se sont vite recentrés sur la pandémie de Covid-19. Sur ce front s'opposent aujourd'hui la mauvaise nouvelle d'une flambée de nouveaux cas en Europe comme aux Etats-Unis et l'annonce réconfortante de l'efficacité élevée du vaccin de BioNTech/Pfizer lors des essais de phase III, ce qui améliore les perspectives à moyen terme, une fois passée la morosité économique de l'hiver. L'optimisme l'emporte pour le moment et, même si une large part des bonnes nouvelles sont déjà dans les cours, la dynamique des marchés d'actions devrait s'accélérer encore un peu ces prochaines semaines. Nous ne serions ainsi pas surpris que la rotation géographique et sectorielle (graphique) se poursuive, au bénéfice des entreprises qui constituaient jusqu'ici les grandes perdantes de la pandémie.

Devises

Le marché évacue les risques

Etats-Unis

- Le résultat des élections américaines s'est traduit par un recul généralisé de l'USD : les incertitudes politiques se sont dissipées et une présidence Biden est généralement jugée défavorable au billet vert.
- Nous pensons que l'USD va encore baisser face à l'EUR et au CHF – quoique dans des proportions limitées – jusqu'à la fin de l'année dans un contexte de marché favorable au risque.

Zone euro

- Les monnaies cycliques comme l'EUR ont profité de la plus forte propension au risque des marchés financiers la première quinzaine de novembre.
- Nous pensons que l'EUR restera soutenu ces prochaines semaines, mais sans s'apprécier considérablement en raison de la politique très accommodante de la Banque centrale européenne et de la faiblesse des dynamiques économiques en Europe.

Royaume-Uni

- La GBP est remontée après son plus-bas de septembre, les marchés reprenant confiance dans la signature de justesse d'un accord commercial entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, ce qui constitue également notre scénario de base.
- Nous pensons toutefois que la GBP va un peu reculer face à l'EUR car la sous-performance massive de l'économie britannique perdure dans la foulée du reconfinement sévère imposé au pays. Nous restons neutres à l'égard du taux de change GBP/USD.

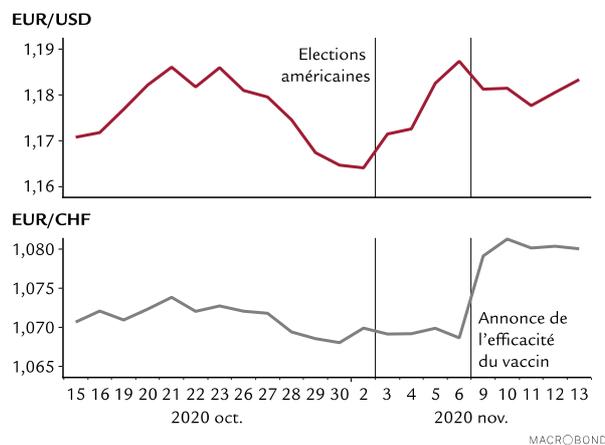
Suisse

- Le CHF s'est encore apprécié face à l'EUR en octobre mais le retour du goût du risque sur les marchés, surtout après la bonne nouvelle du vaccin, n'a pas tardé à ramener l'EUR/CHF au-dessus de 1,08.
- Nous restons neutres sur l'EUR/CHF et pensons que le franc s'appréciera face à l'USD, conformément à notre scénario globalement prudent pour le billet vert.

Japon

- Malgré un repli de courte durée après « la nouvelle du vaccin », le JPY affiche depuis avril une tendance haussière générale par rapport à l'USD, dont nous pensons qu'elle perdurera.

L'USD pâtit des élections et le vaccin pèse sur le CHF



Deux sujets ont dominé les marchés financiers (marché des changes inclus) ces six dernières semaines : les élections américaines et les excellents résultats des essais de phase III du vaccin de BioNTech/Pfizer. Comme nous l'attendions, la victoire de Joe Biden a pesé sur l'USD, qui a perdu environ 2% face à l'EUR la semaine suivant l'élection. Les investisseurs estiment notamment que le risque d'escalade des tensions avec la Chine diminuera sous Joe Biden, d'où la disparition d'une prime de risque sur le billet vert. Il est intéressant de noter que l'élection n'a eu aucun effet sur le taux de change EUR/CHF, en recul de 1% en octobre, qui a toutefois vivement réagi à la nouvelle de l'efficacité du vaccin, pour revenir au niveau de 1,08 qu'il affichait en août et septembre. Le JPY a également chuté suite à cette annonce. L'existence d'un vaccin amoindrit évidemment le risque extrême de récessions sporadiques dues à la pandémie en 2022 et au-delà, ce qui réduit l'attrait des monnaies refuge. Par la suite, nous pensons que les monnaies cycliques comme l'EUR ou le CAD pourraient encore s'apprécier face à l'USD car le marché devrait rester favorable au risque. Notons l'exception de la GBP, dont le taux de change effectif s'est déjà redressé de 3% par rapport à son plus-bas de septembre, la plupart des acteurs du marché estimant qu'un accord sera trouvé de justesse entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. A ce stade, nous préconisons la neutralité sur le taux de change GBP/USD et pensons que la livre retombera face à l'EUR. L'économie britannique devrait en effet encore se dégrader à partir de niveaux déjà inquiétants, dans le contexte d'une résurgence de la pandémie.

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 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 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.