

Mai 2020

A retenir

- Selon notre scénario de base, la reprise progressive de l'économie mondiale est sur le point de démarrer.
- La Chine devrait emmener la reprise, suivie des Etats-Unis et de la Suisse.
- Lorsqu'ils existent, les dispositifs de chômage partiel constituent un filet de sécurité efficace.

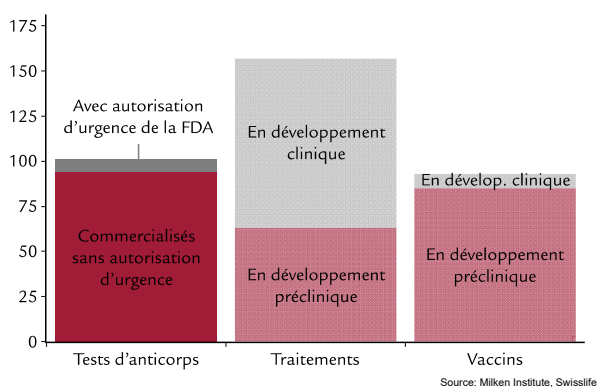
Prévisions comparées

	PIB 2020		PIB 2021		Inflation 2020		Inflation 2021	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	-3,0% ↓	-4,0% ↓	3,7% ↑	3,9% ↑	0,9% ↓	0,8% ↓	1,5% ↓	1,8% ↓
Zone euro	-5,8% ↓	-5,7% ↓	5,9% ↑	5,4% ↑	0,2% ↓	0,4% ↓	1,3% ↓	1,3% ↓
Allemagne	-4,7% ↓	-5,0% ↓	3,9% ↑	4,5% ↑	0,4% ↓	0,7% ↓	1,3% ↓	1,4% ↓
France	-5,6% ↓	-5,4% ↓	5,0% ↑	5,1% ↑	0,2% ↓	0,4% ↓	1,3% ↓	1,3%
Royaume-Uni	-4,2% ↓	-5,4% ↓	3,6% ↑	4,7% ↑	0,9% ↓	1,0% ↓	1,7% ↓	1,6% ↓
Suisse	-3,1% ↓	-3,3% ↓	3,6% ↑	3,6% ↑	-0,5% ↓	-0,5% ↓	0,6%	0,5% ↓
Japon	-4,9% ↓	-3,3% ↓	2,6% ↑	2,1% ↑	0,1% ↓	-0,1% ↓	0,3%	0,2% ↓
Chine	1,2% ↓	2,0% ↓	8,4%	7,8% ↑	3,4% ↓	3,3% ↓	2,0%	2,1% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 06.04.2020

Graphique du mois

Avancement de la recherche médicale contre le Covid-19 (valeurs approximatives)



Nombre de pays s'orientent vers un assouplissement progressif du confinement, en comptant sur les progrès de la recherche médicale. Premièrement, les capacités de tests diagnostiques doivent augmenter beaucoup plus vite. Deuxièmement, des tests d'anticorps fiables permettraient d'estimer les taux d'immunité, mais un grand nombre d'entre eux ne sont pas encore autorisés et ils seraient en outre peu fiables selon les premières études. Troisièmement, un traitement à base de médicaments existants susciterait de grands espoirs mais les dernières nouvelles de ce côté étaient décevantes. Enfin, un vaccin changerait vraiment la donne. Les experts espèrent qu'il verra le jour très vite mais la forte incertitude et le délai de développement moyen de 10 ans pourraient décourager les plus optimistes.

Etats-Unis

Le fond serait atteint en avril

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,0%	2020 : -4,0%
2021 : 3,7%	2021 : 3,9%

Du fait de la primauté des gouvernements fédérés, les Etats-Unis se sont ralliés au confinement plus tard et plus diversement que les autres pays. L'activité a plutôt bien résisté en mars même si la plupart des Etats ont connu une forme de confinement les 10 derniers jours du mois. Quoique affectées par le recul des prix de l'essence, les ventes de détail nominales étaient étonnamment indemnes en mars. La production industrielle a plus souffert, en recul de 6% pour le secteur manufacturier sur un mois. Nous attendons un décrochage encore plus marqué de l'activité en avril, suivi sans doute d'une reprise progressive en mai, grâce à l'allègement des restrictions. Que ce déconfinement soit souhaitable ou non sur le plan sanitaire (les nouveaux cas journaliers se stabilisaient, mais ne diminuaient pas encore à l'heure où nous écrivions ces lignes), il pourrait limiter les dégâts économiques immédiats. Aux Etats-Unis, l'indice des directeurs d'achats a moins chuté qu'en Europe en avril et nous prévoyons une croissance annuelle de -3,0% en 2020, un peu au-dessus du consensus. Le retour aux niveaux d'avant la crise sera toutefois beaucoup plus long que prévu (nous tablons actuellement sur le second semestre 2021 pour les Etats-Unis) en raison de difficultés persistantes pour certains secteurs (loisirs, tourisme, restaurants...) et le chômage grèvera encore la demande en 2021.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,9%	2020 : 0,8%
2021 : 1,5%	2021 : 1,8%

Mars a confirmé la nature désinflationniste de cette crise. Outre le recul attendu des prix de l'énergie, l'inflation sous-jacente a chuté de 0,1% en un mois, tirée par les biens et par les services, mais le fait que le panier de calcul comporte notamment billets d'avion et nuitées d'hôtel, difficiles à consommer et dont les prix se sont effondrés pendant le confinement (qui a perturbé la collecte de statistiques), vient déformer les chiffres.

Zone euro

L'unité européenne à l'épreuve

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -5,8%	2020 : -5,7%
2021 : 5,9%	2021 : 5,4%

L'Europe lève certaines mesures imposées pour contenir la pandémie. Si certains magasins et services rouvrent sous de strictes conditions en Autriche et en Allemagne, la détente est bien plus prudente dans les pays les plus touchés, dont nos derniers calculs estiment la chute de la production économique à plus d'un tiers fin avril par rapport aux niveaux d'avant la crise. L'Allemagne devrait s'en tirer avec de vilaines égratignures en subissant une baisse d'environ 14% sur la période. Sachant en outre que les voyages internationaux feront partie des dernières activités libérées, les secteurs dépendants du tourisme seront très affectés par l'absence de déplacements étrangers. Les marchés du travail du sud de l'Europe se dégraderont fortement ces prochains mois sous l'effet du choc persistant sur la demande intérieure. Si le PIB global de la zone euro peut renouer avec ses niveaux d'avant la crise en 2022, l'Italie et l'Espagne devront encore attendre. Le filet de sécurité de la BCE a empêché les écarts de rendement des emprunts d'Etat italiens et espagnols de se creuser encore malgré la perspective d'un ratio dette/PIB supérieur à 150% en Italie. La politique budgétaire européenne a besoin d'une certaine mutualisation des risques. Sans le plan de relance proposé et d'autres mesures pour parachever l'union monétaire, le risque d'une « crise de l'euro 2.0 » pourrait bien réapparaître.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,2%	2020 : 0,4%
2021 : 1,3%	2021 : 1,3%

Cette crise est souvent comparée, à tort, à une fin de guerre, souvent suivie d'une forte inflation. Ici, le choc de l'offre et, partant, de la demande, dû au confinement a causé une sous-utilisation inédite de capacités de production pourtant intactes dans les infrastructures, l'industrie manufacturière et le marché du travail. L'écart de production ainsi créé doit être comblé avant que l'inflation ne représente un réel risque.

Allemagne

Le bilan pourrait être pire

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,7%	2020 : -5,0%
2021 : 3,9%	2021 : 4,5%

Par rapport à la plupart de ses voisins de la zone euro, l'Allemagne semble se sortir de la pandémie et de la récession associée avec de vilaines égratignures seulement. Les indices du climat des affaires et du moral des ménages ont chuté à des niveaux inédits mais le système de santé allemand n'a jamais frôlé la surchauffe et le pays devrait connaître la reprise avant les autres grandes économies occidentales. Les usines automobiles reprennent la production et les magasins rouvrent déjà progressivement. Le dispositif de chômage partiel éprouvé de l'Allemagne et d'autres mesures de relance budgétaire représentant plus de 10% du PIB nominal allemand soutiendra une reprise graduelle au second semestre. Contrairement à la France, à l'Italie et à l'Espagne, le pays dépend moins des services, plus affectés que l'industrie par cette crise. La perte due au maintien partiel des interdictions de déplacement pendant l'été pourrait être compensée en partie par une demande intérieure accrue pour l'offre touristique nationale. Le plus grand risque serait une deuxième vague de contaminations, qui anéantirait durablement la demande étrangère pour l'industrie et l'ingénierie allemandes et déclencherait un nouveau resserrement des mesures de confinement.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,4%	2020 : 0,7%
2021 : 1,3%	2021 : 1,4%

Les Allemands réagissent généralement à l'assouplissement monétaire par une crainte de l'inflation. Ce fut le cas entre 2008 et 2012 au moins, même si les chiffres contredisaient toujours les Cassandre. Si le phénomène est réapparu avec les dernières mesures monétaires et budgétaires coordonnées, la chute des prix de l'énergie et le vaste écart de production induisent plutôt des risques déflationnistes, au moins à court terme. A moins que le pétrole ne remonte soudainement, l'inflation totale devrait rester inférieure à 2% jusqu'au terme de notre horizon prévisionnel, fin 2021.

France

Affectée par le poids des services

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -5,6%	2020 : -5,4%
2021 : 5,0%	2021 : 5,1%

Il y a un mois, notre scénario de base tablait sur une chute des PIB européens à 80-90% de la normale en mars et en avril. Cette hypothèse semble aujourd'hui trop optimiste. Nous avons encore abaissé nos prévisions de croissance annuelle et sommes ainsi légèrement en dessous du consensus pour 2020 et 2021. D'après l'institut français de la statistique, l'INSEE, le taux d'utilisation des capacités aurait chuté à 56% en mars, bien en deçà de la moyenne à long terme de 81%. En janvier, il atteignait encore 77%. Comme le confinement imposé en France est plus strict et qu'il doit durer plus longtemps qu'en Allemagne, nous prévoyons une reprise de l'activité au mieux à la fin du deuxième trimestre. Les services contribuant davantage à la création de valeur ajoutée en France qu'outre-Rhin, l'économie française avait mieux résisté lors des crises précédentes, depuis 2008. Or, cette fois-ci, les services sont les plus affectés par la récession. D'après les chiffres préliminaires, l'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur tertiaire aurait chuté à 10,4 en avril, un plus-bas depuis sa création en 1998. L'indice PMI de l'industrie manufacturière a lui aussi chuté à un niveau récessionniste, sans toutefois tomber très en deçà des niveaux de la grande récession de 2008-2009.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,2%	2020 : 0,4%
2021 : 1,3%	2021 : 1,3%

Le recul des prix de l'énergie annonce une inflation très faible en 2020 et les investisseurs ont bien le temps d'évaluer les risques d'une flambée future. Le virus pourrait déboucher à moyen terme sur une démondialisation partielle qui n'élèvera pas forcément les prix sachant que les producteurs ne sont pas en mesure de repercuter la hausse des coûts sur leurs clients. Comme le PIB ne reviendra sans doute au niveau d'avant la crise qu'en 2022, l'écart de production devrait rester durablement négatif.

Royaume-Uni

Récession sévère et reprise lente

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,2%	2020 : -5,4%
2021 : 3,6%	2021 : 4,7%

Le Royaume-Uni a tardé à imposer le confinement et il le lèvera après la plupart des pays du continent. Les nouveaux cas journaliers ne diminuant pas durablement fin avril, le gouvernement a prolongé les mesures jusqu'en mai, sans préciser son plan de déconfinement. Les retombées économiques sont encore peu visibles. La seule statistique économique publiée pour mars, les ventes de détail, accusait un repli de 3,7% par rapport à février, le plus marqué de son histoire sur un mois, mais le pire est à venir. L'indice des directeurs d'achats des services a connu une chute inédite en avril à 13,4 points, qui signifie que quasiment aucune entreprise interrogée n'a vu son activité s'améliorer par rapport à mars. Comme dans les autres pays développés, la récession britannique devrait être plus sévère et plus longue que prévu, d'où l'abaissement significatif de nos prévisions de croissance de -1,4% à -4,2%. Les effets sur la demande privée dépendront du marché du travail, dont l'évolution est difficile à évaluer sachant que le plan de sauvegarde de l'emploi du gouvernement reste très flou. A l'heure où nous écrivons ces lignes, environ 4 millions de salariés étaient concernés, ce qui reste modeste par rapport aux dispositifs de chômage partiel similaires et bien établis du monde germanophone. Ajoutons que ce plan pour l'emploi britannique n'est mis en place que jusqu'à fin juin, sans doute trop tôt pour éviter une envolée du taux de chômage.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,9%	2020 : 1,0%
2021 : 1,7%	2021 : 1,6%

Le rapport sur l'inflation de mars indiquait comme prévu une forte baisse des prix de l'énergie et des signes clairs d'un « effet coronavirus ». L'inflation était plus marquée pour les biens et services très demandés, dans la santé ou les télécommunications, tandis qu'elle ralentissait dans les secteurs perturbés comme l'hôtellerie-restauration ou les loisirs. Nous pensons que cette crise aura une influence globalement désinflationniste.

Suisse

Le filet de sécurité tient le choc

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,1%	2020 : -3,3%
2021 : 3,6%	2021 : 3,6%

D'après le Secrétariat d'Etat suisse à l'économie, le SECO, les demandes d'indemnisation au titre du chômage partiel seraient montées à 1,85 million, ce qui représente à peu près un tiers des salariés du pays. Environ la moitié ont été acceptées à ce jour. Parallèlement, le nombre de personnes sans emploi devrait monter à 155 000 fin avril, tirant le taux de chômage de 2,5% fin 2019 à 3,4%. Malgré cette accélération rapide, le filet de sécurité que constitue le dispositif de chômage partiel semble tenir pour le moment. L'amélioration de la situation sur le plan médical incite la Suisse à lever progressivement les restrictions. Les dégâts économiques sont toutefois probablement plus graves que nous ne le pensions le mois dernier. Nous prévoyons dorénavant une contraction du PIB de 3,1% en raison des mesures de lutte contre le COVID-19, contre -1,3% il y a un mois. Ces projections restent néanmoins très incertaines et l'effet du confinement varie selon les secteurs. Tout en estimant qu'un tiers de l'économie (notamment les services financiers, l'éducation, la santé ou l'administration) sera globalement épargné par la pandémie, les autres activités devraient être affectées dans des proportions allant de 5% à 80% par rapport aux niveaux d'avant la crise. Les deux secteurs les plus touchés (hôtellerie et loisirs) ne devraient pas renouer à plus de 75% avec leurs niveaux d'activité antérieurs avant fin 2020.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -0,5%	2020 : -0,5%
2021 : 0,6%	2021 : 0,5%

La Suisse a replongé dans la déflation, avec une baisse annuelle de l'indice des prix à la consommation. L'inflation devrait chuter à -0,7% en avril sous l'effet de l'effondrement des prix de l'énergie et du franc fort. Comme nous tablons sur une normalisation relative de l'activité mondiale au second semestre, les prix de l'énergie devraient remonter petit à petit et alimenter une remontée de l'inflation l'an prochain.

Japon

Un numéro d'équilibriste

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,9%	2020 : -3,3%
2021 : 2,6%	2021 : 2,1%

Alors même que le Japon fut l'un des premiers pays développés touchés par le coronavirus, ses taux d'infection étaient restés très faibles avant de décoller durant la dernière semaine de mars. Le nombre de cas comme la mortalité du virus sont toutefois restés relativement bas. Le gouvernement s'est également efforcé d'adopter une stratégie comparable à celle de la Suède. Le Premier ministre Shinzo Abe a bien déclaré l'état d'urgence en avril, mais sans aucune mesure de confinement à part la fermeture des écoles. La plupart des règles de distanciation sociale sont toujours recommandées, et non imposées. Cette stratégie vise officiellement à trouver un équilibre entre risque sanitaire et économique et elle semble efficace à ce jour. L'économie japonaise subira bien sûr une grave récession au premier semestre 2020 mais l'indice des directeurs d'achats d'avril suggère que les entreprises nipponnes auraient moins souffert que leurs homologues européennes. Le gouvernement a toutefois pris de nouvelles mesures en avril, d'une valeur annoncée de 20% du PIB (les chiffres annoncés sont généralement surévalués), versements directs aux entreprises et aux ménages inclus. Parallèlement, la Banque du Japon déclarait qu'elle achèterait autant d'obligations souveraines que nécessaire pour maintenir des rendements conformes aux objectifs, ce qui pourrait ouvrir la voie à des mesures budgétaires supplémentaires.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,1%	2020 : -0,1%
2021 : 0,3%	2021 : 0,2%

En 2020, l'économie japonaise n'évitera la déflation sur l'année pleine que grâce au relèvement de la taxe sur la consommation d'octobre 2019. La baisse des tarifs de l'énergie, la hausse du yen depuis le début de l'année et le recul de la consommation devraient exercer une pression baissière sur les prix au cours des prochains mois. Les tensions sur les salaires, étonnamment vives jusqu'en février, devraient également retomber, parallèlement à la chute du ratio emplois/candidats en mars.

Chine

Forte contraction de l'économie

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,2%	2020 : 2,0%
2021 : 8,4%	2021 : 7,8%

L'économie chinoise s'est contractée de 6,8% en glissement annuel au premier trimestre en raison d'un confinement national, fermetures d'usines incluses, qui a fortement désorganisé l'activité économique. Les indicateurs mensuels faisaient toutefois état d'une reprise généralisée en mars. La situation s'est nettement améliorée en particulier du côté des entreprises, avec un rebond de la production industrielle, passée à -1,1% après une baisse à deux chiffres en février. Du côté de la consommation, la situation semble moins encourageante, comme l'atteste la remontée très timide des ventes de détail, qui reculaient toujours à deux chiffres en mars. Outre cette amélioration minimale de la demande intérieure, la demande extérieure pose un problème supplémentaire du fait de la récession mondiale. Nous avons donc abaissé de 3,8% à 1,2% nos prévisions de croissance annuelle du PIB. Nous prévoyons une reprise continue mais progressive de l'activité économique suite à la levée générale des mesures de confinement et à la mise en place d'un système de prévention à base de traçage numérique. Le principal risque pour nos prévisions résiderait dans une deuxième vague d'infections, à l'heure où émergent de nouveaux foyers de contamination. Ainsi, la ville de Harbin, au nord-est du pays, a récemment enregistré une recrudescence de cas correspondant à des voyageurs chinois qui arrivaient de Russie.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 3,4%	2020 : 3,3%
2021 : 2,0%	2021 : 2,1%

L'inflation de mars a ralenti davantage que prévu, l'allègement des tensions sur certains produits alimentaires tirant leurs prix à la baisse tandis que le cours du pétrole s'effondrait. Hors alimentaire et énergie, l'inflation sous-jacente est en outre restée très faible, à 1,2%. Nous pensons que l'inflation poursuivra sa modération en raison d'une demande atone et d'un pétrole au plus bas, d'où la révision en baisse de nos estimations d'inflation annuelle de 3,6% à 3,4%.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@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 Managers, 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.

Mai 2020

Taux d'intérêt & obligations

La notion de limite n'a plus aucun sens

Etats-Unis

- 30 millions de personnes se sont inscrites au chômage ces dernières semaines, tandis que les indices de confiance chutaient à des niveaux sans précédent.
- Des mesures budgétaires et monétaires considérables, couplées à des tentatives d'ouverture graduelle de l'économie, ont toutefois momentanément calmé les marchés obligataires.

Zone euro

- Si les données macroéconomiques ne sont pas encore connues, les indices de confiance dénotent une rude contraction de l'activité, surtout des services.
- La BCE poursuit ses divers programmes d'achat d'obligations tandis que les mesures budgétaires atténuent les effets négatifs sur l'économie réelle.

Royaume-Uni

- Les indices des directeurs d'achats d'avril ont chuté à respectivement 13,4 et 32,6 pour les services et l'industrie manufacturière, soulignant le choc inédit des mesures prises contre l'épidémie de COVID-19.
- La Banque d'Angleterre a lancé un programme d'achat d'obligations de 200 milliards de livres et réduit ses taux d'intérêt de 65 points de base, ce qui devrait aider à amortir l'effet de la crise économique.

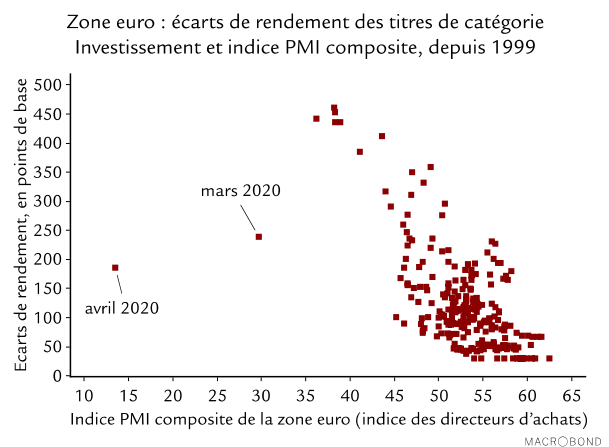
Suisse

- Même si l'économie suisse résistera certainement mieux que ses voisins européens grâce à une riposte budgétaire rapide et à une répartition favorable des secteurs d'activité, elle va néanmoins se contracter fortement selon nous.
- La BNS va sans doute continuer de privilégier les interventions sur le marché des changes car une baisse des taux directeurs nous semble improbable.

Japon

- Même si le Japon est moins touché par la pandémie, son économie devrait très fortement ralentir.
- La Banque du Japon a encore étendu son programme d'assouplissement quantitatif en supprimant toute limite à ses achats d'emprunts d'Etat.

Avril 2020 : l'économie ralentit mais les spreads se resserrent



La notion de limite semble n'avoir plus aucun sens pour les banques centrales désireuses d'amortir l'impact économique de la pandémie : assouplissement quantitatif illimité de la Banque du Japon, prêts directs de la Fed aux entreprises émettrices, voire acquisition d'« anges déchus » (obligations dégradées de la catégorie Investissement à celle du Haut rendement) font partie de la panoplie. Si les marchés du crédit se sont apaisés en avril, avec des resserrements de respectivement 53 et 71 points de base des écarts de rendement en EUR et en USD, leurs dernières évolutions nous laissent sceptiques. La saison des résultats bat son plein. A ce jour, les bénéficiaires ont baissé de 25% en Europe et de 15% aux Etats-Unis. La plupart des entreprises renoncent à leurs prévisions. Les investisseurs qui prévoient toujours une reprise en V devraient être déçus. Nous attendons plutôt une reprise en U, de lourdes incertitudes pesant toujours sur l'ampleur de la crise actuelle et sur les délais du redressement qui suivra. Nous préférons donc garder une position défensive pour le mois qui vient et restons sous-pondérés sur le risque de crédit, en quête de couverture dans des segments « protégés » par les banques centrales : les obligations d'entreprises en USD et les titres admissibles au programme d'achat de la BCE. Estimant que les rendements souverains fluctueront peu, nous gardons une position de duration neutre à légèrement longue.

Actions

Nouvelle étape franchie, mais des obstacles demeurent

Etats-Unis

- Bien que les Etats-Unis soient en retard sur les autres économies développées concernant le ralentissement des nouveaux cas de COVID-19, le pays lève les restrictions pour relancer l'économie.
- Le cours historiquement bas du baril exerce une pression sur l'industrie pétrolière américaine et sur les secteurs connexes, mais les retombées négatives sur les autres secteurs devraient rester limitées.
- Malgré des fondamentaux fragiles, la diversification du marché et la très large part des secteurs moins touchés par le virus (tels que la technologie) nous incitent à rester légèrement surpondérés sur les actions américaines.

Zone euro

- Les progrès de l'inversion de la courbe des infections encouragent la plupart des pays à lever progressivement leurs mesures de confinement.
- Le processus sera toutefois plus lent qu'en Asie ou aux Etats-Unis. Très dépendante du commerce international et toujours touchée par une crise de la dette des pays périphériques, l'économie de la zone euro aura besoin de plus de temps pour revenir aux niveaux d'avant la crise. Nous restons donc sous-pondérés sur les actions de la région.

Royaume-Uni

- Le *fog* du COVID-19 tend à occulter l'absence totale de progrès dans les négociations du Brexit.
- Nous ne prévoyons pas d'avancées rapides sur ce point tant que l'économie souffrira de la pandémie et restons sous-pondérés sur ce marché.

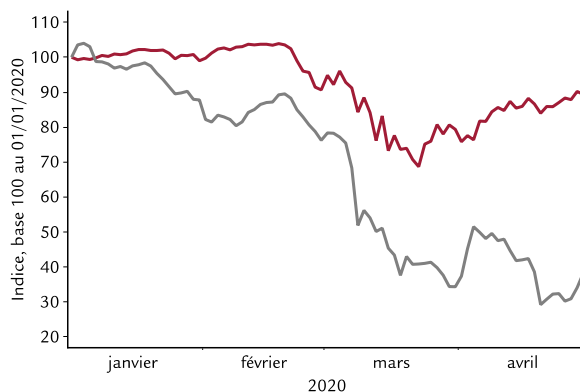
Suisse

- Bien qu'elles ne soient pas bon marché, leur nature défensive fait des actions suisses un excellent choix dans le contexte d'incertitude actuel.
- Nous restons donc neutres sur les actions suisses.

Japon

- Le Japon fait face à une deuxième vague d'infections, qui a contraint le gouvernement à durcir ses recommandations de distanciation sociale pour contenir l'épidémie.
- Les perspectives économiques se sont donc dégradées par rapport au mois dernier et nous restons sous-pondérés sur les actions japonaises.

Remontée des actions ; le pétrole à son plus-bas en 21 ans



— Cours du baril de pétrole brut (Brent) — Indice S&P 500

MACROBOND

Les marchés d'actions ont poursuivi en avril le mouvement de reprise amorcé fin mars. En effet, une des étapes énumérées dans notre feuille de route tactique présentée le mois dernier a été franchie, à savoir l'atteinte du pic des nouvelles infections journalières. S'en suivirent des discussions presque partout pour savoir quand et comment lever les mesures de confinement. Cette remontée du marché s'appuyait toutefois sur des fondamentaux relativement fragiles : les résultats des enquêtes sont tombés à des plus-bas sans précédent et les entreprises ont retiré leurs prévisions de résultats en raison d'une trop grande incertitude de la conjoncture. L'effondrement du cours du baril de Brent à des niveaux jamais vus depuis la fin des années 1990 et le passage temporaire du cours au comptant du pétrole brut américain (WTI) en territoire négatif constituent également des signes inquiétants selon nous, qui dénotent une chute drastique de la demande alors qu'il n'y a plus de capacités de stockage disponibles. Enfin, la hausse des cours des actions d'avril reposait sur des volumes d'échanges plutôt faibles, ce qui montre que de nombreux investisseurs ont préféré ne pas augmenter leur exposition aux actions.

Les incertitudes vont perdurer ces quatre prochaines semaines et entretenir la volatilité des marchés d'actions. Les inconnues concernent la pandémie (risque de deuxième vague suite aux déconfinements), les solutions médicales (bonnes et mauvaises nouvelles possibles concernant les vaccins et traitements) et les perspectives économiques en général. Nous penchons donc plutôt en faveur d'un positionnement globalement défensif sur les marchés d'actions.

Devises

Le JPY devrait arriver en tête des monnaies refuge

Etats-Unis

- En avril, si l'USD s'est apprécié face à un EUR cyclique et aux monnaies émergentes, il a reculé face au JPY et aux monnaies liées aux matières premières comme la GBP ou le CAD.
- Les taux d'intérêt sont devenus moins favorables à l'USD, éliminant ainsi une des motivations essentielles de notre attitude positive de longue date à l'égard du billet vert. Nous préférons dorénavant une position neutre sur l'USD face à l'EUR, la GBP et le JPY.

Zone euro

- L'EUR a souffert en avril, sous l'effet d'une chute des statistiques économiques plus marquée que dans les autres régions développées et de l'absence de réponse cohérente des décideurs européens aux risques qui menacent à moyen terme des pays très endettés comme l'Italie ou l'Espagne.
- L'EUR a atténué une partie de ses pertes le dernier jour d'avril, lorsque la BCE a déçu les marchés en décidant de ne pas augmenter son programme d'achat d'actifs. Nous sommes neutres aussi bien sur l'EUR/CHF que sur l'EUR/USD.

Royaume-Uni

- Après des hauts et des bas en avril, la GBP a fini le mois un peu au-dessus de l'USD, comme les autres monnaies sensibles aux cours des matières premières.
- Nous passons de positifs à neutres sur le taux de change GBP/USD.

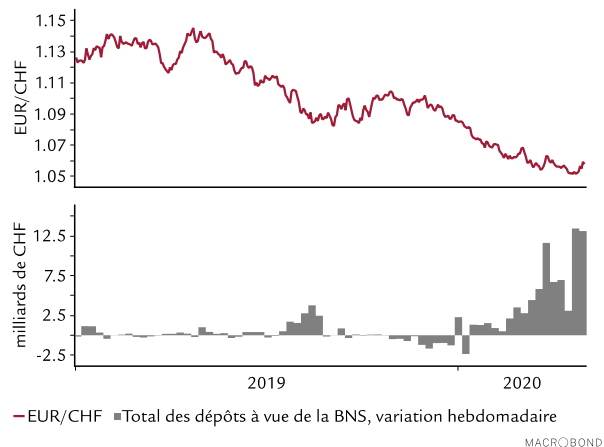
Suisse

- En avril, les interventions significatives de la BNS ont permis de garder l'EUR/CHF au-dessus de 1,05.
- Malgré la pression à la hausse persistante sur le CHF, due notamment à l'érosion des différentiels de taux d'intérêt avec les autres monnaies, la poursuite des interventions de la banque centrale devrait limiter le recul de l'EUR/CHF.

Japon

- De toutes les monnaies refuge, c'est le JPY qui s'est le plus apprécié en avril.
- Nous pensons que cette tendance perdurera au cours du mois qui vient et réaffirmons notre vision négative sur l'USD/JPY.

La BNS a réussi jusqu'ici à stabiliser l'EUR/CHF



Après un mois de mars très volatil, les marchés des changes se sont apaisés en avril et la configuration bien connue de 2019 s'est réinstallée le mois dernier : hausse de l'USD et du JPY (deux tous considérés comme des monnaies refuge) malgré une remontée des actifs risqués. La vision positive de l'EUR/USD que nous exprimions le mois dernier et qui reposait sur un portage moins avantageux s'est donc révélée erronée. Les marchés se sont sans doute davantage focalisés sur les perspectives économiques, effectivement plus sombres pour la zone euro que pour les Etats-Unis selon nous. De même, le risque à moyen terme d'une « crise de l'euro 2.0 » n'est pas encore écarté puisque les décideurs européens n'ont pas créé de dispositif crédible de mutualisation des risques entre les Etats membres, par exemple sous forme de « coronabonds ». Nous optons donc pour la neutralité sur l'EUR/USD pour le mois qui vient et pensons que le JPY s'appréciera face à toutes les grandes monnaies, dans un contexte très incertain.

En avril, le CHF a fait exception parmi les monnaies refuge en ne s'appréciant que très peu face à l'EUR et en perdant environ 1% par rapport à l'USD, ce qui est d'autant plus surprenant que les taux d'intérêt suisses et allemands ont convergé, abaissant le coût du portage en CHF. Il semble donc que les interventions incessantes de la Banque nationale suisse (BNS) aient réussi à absorber la pression haussière du CHF en avril. L'EUR/CHF n'a jamais glissé sous la barre de 1,05, en échange de quoi les dépôts à vue de la BNS ont augmenté de 30 milliards de CHF en avril. Nous restons neutres sur l'EUR/CHF.

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.

Allocation d'actifs

Conservez la même allocation d'actifs stratégique

Résumé

- Les marchés obligataires se sont stabilisés. Malgré l'augmentation des risques de crédit, la dette d'entreprises apparaît plus attrayante que les emprunts d'Etat, plus sûrs.
- Il est actuellement difficile d'interpréter les marchés d'actions. La dernière hausse doit selon nous être considérée avec prudence compte tenu du manque de visibilité sur l'évolution future de la pandémie et de l'économie mondiale.

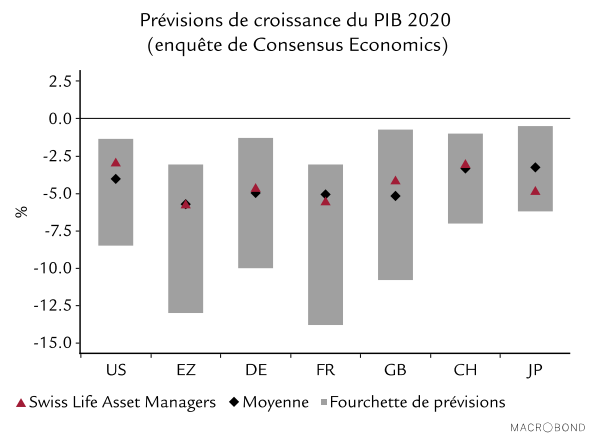
Taux d'intérêt et obligations

- Les interventions massives des grandes banques centrales ont réussi à normaliser les marchés obligataires et à garder des taux d'intérêt très bas.
- Les écarts de crédit ont ainsi reculé de manière générale, notamment parce que de nombreuses entreprises ont profité de la quête de rendement des investisseurs pour émettre des obligations. Ce resserrement fut moins marqué pour le haut rendement américain, qui compte une large part d'entreprises du secteur de l'énergie touchées par la chute des cours du pétrole.
- Même si nous ne prévoyons pas d'envolée des rendements à court terme, nous restons à l'écart des emprunts d'Etat et avons relevé notre exposition au crédit d'entreprises, au rendement plus attrayant, même compte tenu d'un risque supérieur.

Actions

- La forte incertitude économique a contraint nombre d'entreprises à revenir sur leurs prévisions de bénéfices. Ce manque de visibilité s'exprime également dans le faible volume d'échanges qui a servi de base à la hausse significative des cours en avril.
- Quoique toujours prudents de ce fait à l'égard des actions, nous avons réduit notre sous-pondération. Au sein de ce segment, nous préférons toujours les stratégies défensives, par exemple de volatilité minimum.

Un flou généralisé, source d'opportunités



Les prévisions des analystes auront rarement été aussi dispersées que dans le cas des projections actuelles de PIB 2020. Ces divergences reflètent la forte incertitude quant aux répercussions économiques de la pandémie, encore aggravée par le fait que la situation actuelle soit sans précédent dans l'histoire économique récente et que l'on dispose à ce jour de très peu de données tangibles pour évaluer les conséquences de la pandémie.

Implications pour notre portefeuille

- Dans un portefeuille multi-actifs, nous pensons que la meilleure réaction à l'incertitude consiste à conserver la même allocation d'actifs stratégique, même s'il est possible de suivre des approches plus actives au sein des catégories d'actifs.
- Sur le marché obligataire, nous privilégions la sélection de titres, tout en estimant que, du côté des actions, l'heure est venue de s'éloigner des indices pondérés en fonction de la capitalisation.
- Par exemple, la stratégie de volatilité minimum affiche une nette surperformance de 3% depuis le 1^{er} janvier (comparaison MSCI Global Minimum Volatility/MSCI Global, rendement total net).

Swiss Life Asset Managers



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch



Daniel Rempfler
Head Fixed Income Switzerland
daniel.rempfler@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.