

Janvier 2019

## Taux d'intérêt & obligations

L'incertitude politique régit les marchés obligataires

### Etats-Unis

- Lors de sa réunion, la Fed devrait relever ses taux et annoncer la poursuite du resserrement monétaire en 2019 (nous attendons deux à trois hausses de taux).
- Les statistiques économiques se dégradent, mais les derniers indicateurs avancés étaient prometteurs.
- Les fondamentaux des entreprises restent solides mais les perspectives s'assombrissent. Le pessimisme du marché a fortement creusé les écarts de crédit.

### Zone euro

- La BCE terminera ses achats d'actifs nets à la fin de l'année mais continuera de réinvestir les produits du principal des titres arrivant à échéance. Nous n'attendons pas de relèvement de son taux de rémunération des dépôts avant fin 2019.
- La croissance faiblit de manière générale, comme les indicateurs avancés des grands pays de la zone euro.
- Les fondamentaux des entreprises sont meilleurs qu'aux Etats-Unis mais le crédit en euros a lui aussi souffert des ventes massives récentes.

### Japon

- La Banque du Japon devrait laisser sa politique monétaire inchangée et réduire progressivement ses achats d'obligations en 2019.

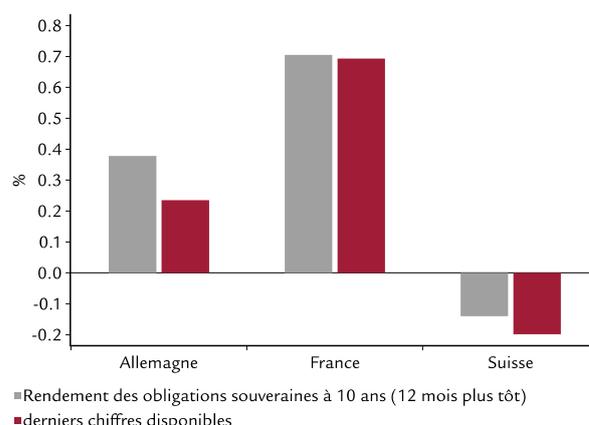
### Royaume-Uni

- Bien que l'accord sur le Brexit suscite toujours de vives oppositions au Parlement, une absence d'accord est selon nous devenue moins probable ces dernières semaines.
- Nous doutons que la Banque d'Angleterre change de politique avant le règlement du Brexit. Les *gilts* pourraient profiter de la demande d'actifs sûrs.

### Suisse

- La BNS a laissé sa politique inchangée et ne devrait pas relever le taux des dépôts avant la BCE.
- La conjoncture ralentit et le PIB du troisième trimestre a baissé, mais nous n'attendons pas de récession technique car les derniers chiffres dénotent une stabilisation.

### 2018 : encore une année de répression financière en Europe



MACROBOND

Les risques politiques et la dégradation des conditions d'activité ont déclenché des ventes massives d'actifs risqués ce mois-ci. Les écarts de rendement se sont creusés, les taux d'intérêt ont reculé dans un contexte de défiance croissante face au risque. Le litige commercial entre les Etats-Unis et la Chine est loin d'être résolu malgré une certaine conciliation des deux pays. Les Américains ont décidé de reporter la hausse des droits de douane sur les importations chinoises. En Europe, les gouvernements français et italien prévoient d'augmenter les dépenses sociales, risquant ainsi de contrevenir aux règles budgétaires européennes. Une incertitude majeure règne toujours sur le Brexit : bien que cette probabilité ait un peu diminué selon nous, le Royaume-Uni peut encore quitter l'Union européenne sans accord. Ces sujets continueront de régir les marchés financiers début 2019. La forte correction des actifs financiers laisse espérer un rattrapage technique si les tensions politiques s'apaisent, mais cela nécessitera une amélioration de la conjoncture. Les taux d'intérêt pourraient remonter sur fond de sentiment plus favorable au risque. Au vu de la faiblesse des statistiques économiques, une tendance haussière durable semble peu probable. Les indicateurs avancés européens reculent et dénotent un tassement généralisé de la dynamique économique. Enfin, les pressions inflationnistes restent minimes. Quoi qu'il en soit, la forte incertitude devrait entretenir la volatilité des marchés financiers.

## Actions

Peu de changement

### Etats-Unis

- Les relations sino-américaines restent difficiles et pourraient accroître encore la volatilité – voir l'arrestation récente de la directrice financière d' Huawei.
- La politique de la Réserve fédérale reste elle aussi importante pour les marchés, qui pourraient s'effondrer si la Fed décidait inopinément de relever ses taux plus vite et davantage que prévu.
- Les fondamentaux des entreprises restent stables mais les BPA progresseront moins vite en 2019.

### Zone euro

- Les tensions sur le budget italien pourraient s'apaiser si le gouvernement présente à Bruxelles un projet de déficit de 2%, ce qu'apprécieraient les marchés.
- Les valorisations, devenues plus attrayantes, justifient selon nous de rester positionné sur les actions.

### Japon

- A l'heure où les Etats-Unis marchent vers le protectionnisme, le Japon et l'UE envoient un signal opposé en signant un accord de libre-échange.
- Autre bonne nouvelle pour les actions japonaises : l'ouverture de l'économie à davantage d'immigration pour accroître la population active, ce qui permettrait de relancer le potentiel de croissance.

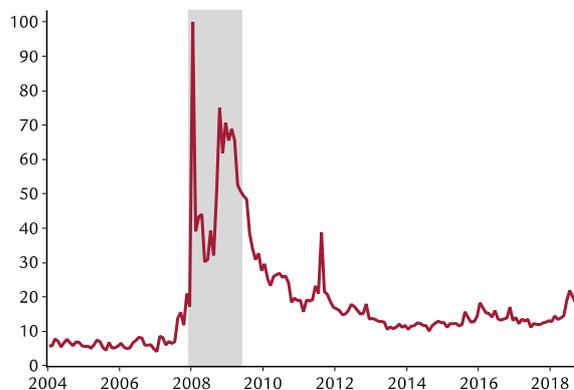
### Royaume-Uni

- A l'heure où le Parlement renvoie Theresa May à Bruxelles, les petites et moyennes capitalisations britanniques sont les plus touchées, les grandes entreprises étant moins dépendantes du marché intérieur.

### Suisse

- Le regain de vigueur du franc suisse pourrait avoir des conséquences légèrement négatives sur les résultats des entreprises.
- Les petites capitalisations, qui surperformaient les grandes en milieu d'année, accusent aujourd'hui un retard de presque 20% sur l'indice MSCI Suisse.

### La récession revient préoccuper les investisseurs



— Etats-Unis: Recherches sur Google avec le mot-clé « récession »

MACROBOND

Comme le montre le graphique ci-dessus, après des années de conjoncture solide, le public se demande de plus en plus quand surviendra la prochaine récession. Un grand nombre de recherches ont eu lieu autour des ventes massives d'octobre et reflètent des craintes dans la population, qui se sont répercutées sur les marchés, comme en témoignait l'envolée de la volatilité au dernier trimestre. Sur l'ensemble de l'année, le marché d'actions américain reste le plus dynamique, même si ses rendements de décembre étaient inférieurs à ceux des autres indices de notre champ d'étude. Le 17 décembre 2018, le S&P 500 était légèrement dans le rouge (-2,5% depuis le début de l'année) alors que les indices des autres marchés semblaient partis pour terminer l'année très loin en dessous de zéro. Signalons le cas notable des marchés émergents, qui ont perdu 16% en dollars cette année. Exception faite des discussions sur le resserrement monétaire et la question de la durée probable du cycle économique, toute l'année 2018 fut placée sous le signe de la politique. Tandis que les décisions de Donald Trump exerçaient une influence majeure sur les actions, les discussions budgétaires italiennes, l'irrésolution du Brexit et les manifestations des « gilets jaunes » français ont joué également. Nous pensons que les tensions politiques perdureront en Europe encore quelques mois, voire s'aggraveront en raison du risque que la conjoncture porteuse, qui apaise habituellement les populations, ne vienne à s'essouffler. En résumé, nous ne serions pas surpris que 2019 soit une nouvelle « année politique » pour les marchés d'actions, ce qui signifie que la volatilité ne devrait pas diminuer de sitôt.

## Devises

L'USD profite de la surperformance économique

### Etats-Unis

- Dans un contexte de forte volatilité des marchés et de risque politique persistant, l'USD profite toujours de son rôle de valeur refuge et de la vigueur économique des Etats-Unis.
- Le marché a récemment revu en baisse le nombre de hausses de taux de la Fed prévues en 2019, ce qui ne correspond pas à notre point de vue.
- La réévaluation du cycle de resserrement monétaire pourrait encore soutenir l'USD à l'avenir.

### Zone euro

- Les indicateurs avancés de la zone euro se sont encore dégradés et la France est venue récemment s'ajouter à la longue liste des risques politiques, ce qui dessert l'EUR face à l'USD et au CHF.
- La BCE a annoncé la fin de ses achats nets d'actifs à sa réunion de décembre mais elle conserve sa position accommodante par ailleurs.
- Nous prévoyons toujours un repli de l'EUR face à l'USD : les risques politiques ne devraient pas disparaître de sitôt et la croissance va certainement rester morose.

### Japon

- Le JPY est resté stable par rapport à l'USD ces dernières semaines.
- La divergence des politiques monétaires favorise l'USD, mais l'attitude face au risque reste fragile et pourrait soutenir le JPY.

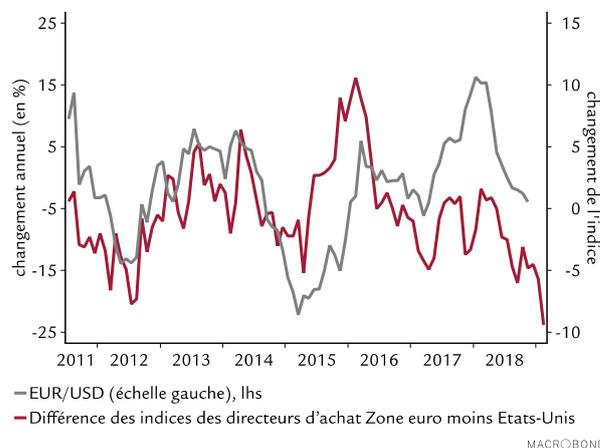
### Royaume-Uni

- Le report du vote du Parlement sur le Brexit avait encore tiré la GBP à la baisse. Elle s'est stabilisée depuis à un faible niveau.
- Sachant qu'aucune solution au problème du Brexit n'est attendue pour le mois à venir, nous restons baissiers sur la GBP.

### Suisse

- Le CHF a lui aussi reculé face à l'USD, mais il s'est récemment redressé par rapport à l'EUR.
- La BNS reste délibérément accommodante et ne devrait pas relever ses taux d'intérêt avant la BCE.
- Sachant qu'un grand nombre de prévisions négatives sont sans doute déjà dans les cours, nous restons neutres à l'égard de l'EUR/CHF.

### L'USD profite aussi de la vigueur de l'économie américaine



Outre les multiples risques politiques (guerre commerciale, conflit budgétaire de l'Italie...), qui ont joué en faveur de l'USD en 2018, le billet vert a également profité de la nette surperformance de l'économie américaine. Cet écart existait toujours en fin d'année. Les indicateurs avancés comme les statistiques macroéconomiques ont surpris à la hausse outre-Atlantique alors que la zone euro et, dans une moindre mesure, le Japon subissaient encore un ralentissement de la demande extérieure. Même si nous estimons que toutes les grandes économies enregistreront un tassement significatif en 2019, la croissance américaine devrait – au moins au premier semestre – rester stimulée par les mesures de relance budgétaire. Le taux de change USD/EUR devrait en outre bénéficier de la divergence actuelle des politiques monétaires. Nous pensons que la Réserve fédérale va poursuivre son processus de normalisation, tandis que la BCE conserve une attitude accommodante. Bien que tous ces facteurs soient susceptibles de se révéler défavorables au JPY, nous restons neutres sur l'USD/JPY ; la monnaie japonaise semble sous-évaluée et elle pourrait tirer parti d'une réapparition des turbulences sur les marchés financiers. La GBP dépend toujours de l'actualité du Brexit. Même si une sortie à l'amiable constitue l'issue la plus probable selon nous, la voie vers une période de transition s'annonce extrêmement chaotique, et la question ne se résoudra sans doute qu'au terme de pressions croissantes sur les marchés et dans la sphère politique. Nous restons donc baissiers sur la paire GBP/USD pour l'avenir proche. Le CHF profite toujours des risques politiques dans la zone euro mais un grand nombre d'éléments négatifs sont déjà dans les cours selon nous, ce qui explique notre neutralité à l'égard de 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](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 le Département économique, Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi 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 Management (France), 7 rue Belgrand, F-92682 Levallois-Perret cedex et Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-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., 2 Cavendish Square, Londres W1G 0PU. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.