

Mars 2019

Taux d'intérêt & obligations

Nous restons prudents à l'égard du crédit

Etats-Unis

- Malgré la modération des chiffres de l'industrie américaine, le contexte macroéconomique en général, et le marché du travail en particulier, restent solides.
- Les obligations d'entreprises et les actifs risqués poursuivent leur hausse, d'où un resserrement des écarts de rendement, tandis que les taux d'intérêt restent circonscrits dans une fourchette.
- Les marchés prévoient toujours la fin du cycle de resserrement de la Réserve fédérale, ce qui nous semble trop modéré. Nous attendons toujours deux relèvements supplémentaires en 2019.

Zone euro

- La remontée des actifs risqués tranche toujours sur le ralentissement macroéconomique, qui s'est encore accentué le mois dernier.
- Les emprunts allemands à 10 ans restent stables à 0,1-0,2% malgré la nette compression des écarts de rendement des obligations d'entreprises.
- Nous excluons toute hausse des taux de la BCE cette année et anticipons plutôt des mesures d'assouplissement ciblées à long terme de type TLTRO.

Royaume-Uni

- L'incertitude liée au Brexit reste forte, mais une sortie sans accord nous semble improbable.
- La Banque d'Angleterre devrait selon nous rester attentiste tant que persistera le flou sur ce sujet.

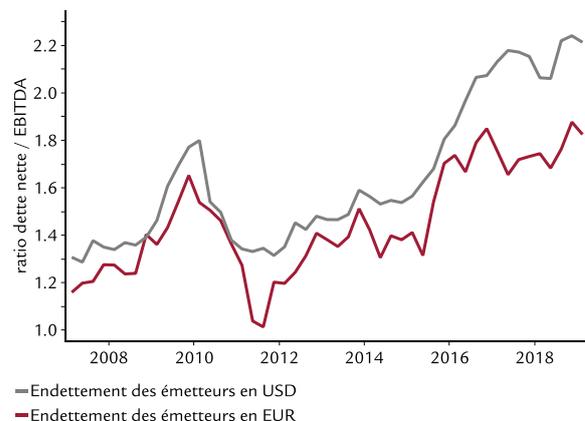
Suisse

- Les indicateurs macroéconomiques s'affaissent toujours, avec un repli des indices PMI et de l'inflation.
- Malgré le tassement de l'économie, les rendements actuels nous semblent trop bas et nous attendons une légère remontée, comme dans la zone euro.

Japon

- L'économie japonaise a ralenti sous l'effet d'une moindre dynamique des exportations, compensée en partie par une demande intérieure soutenue.

Parti de haut, l'endettement des entreprises fléchit un peu



L'année a admirablement commencé, avec une hausse de respectivement 2,9% et 1,9% pour les obligations d'entreprises en dollars et en euros. Le segment a presque effacé ses pertes de décembre malgré une succession de déceptions macroéconomiques. L'assouplissement des banques centrales partout dans le monde a également empêché les taux d'augmenter malgré l'envolée des actifs risqués. Aux Etats-Unis, la remontée récente s'est accompagnée d'excellents résultats pour les entreprises, ce qui fut moins le cas en Europe. Même si les entreprises étaient moins nombreuses à dépasser le consensus qu'aux trimestres précédents, les chiffres d'affaires et bénéfices publiés n'en étaient pas moins solides. Même si les fondamentaux des sociétés se sont améliorés durant le trimestre, l'endettement reste élevé en regard de ses niveaux passés et le taux de rotation de l'actif continue de diminuer. Nous restons donc prudents envers le crédit des entreprises.

Du côté des taux, nos convictions sont un peu moins fermes. Si les risques géopolitiques et la modération de la conjoncture doivent empêcher toute hausse sensible, les rendements nous semblent trop bas en valeur absolue, surtout aux Etats-Unis, où ils devraient remonter selon nous si la Fed fait allusion à de futurs relèvements. La fragilité de l'économie laisse une moindre marge de manœuvre à la BCE. En somme, nous maintenons une duration neutre à légèrement inférieure.

Actions

La hausse se consolide

Etats-Unis

- La décision du président américain de reporter la hausse des droits de douane sur les produits chinois a raffermi le sentiment du marché.
- Les entreprises américaines ont publié des résultats relativement élevés, souvent supérieurs aux attentes.
- Nous continuons toutefois de suivre de près les statistiques économiques publiées après les déceptions récentes, que nous attribuons toutefois à une série de facteurs exceptionnels.

Zone euro

- La chute récente des indices PMI d'Allemagne et de la zone euro en dessous de 50 obscurcit les perspectives de croissance de la région.
- Les résultats des entreprises restent toutefois relativement élevés, ce qui explique que nous restions neutres à l'égard des actions de la zone euro.

Royaume-Uni

- Nous restons surpondérés sur les actions britanniques. Malgré le ralentissement économique, la conjoncture a mieux résisté que sur le continent et les grandes capitalisations locales, essentiellement actives à l'export, tendent à suivre les marchés de la zone euro.
- Nous surveillons néanmoins de près l'évolution du Brexit. Le manque de visibilité sur l'issue du problème et la tendance à repousser sans cesse sa résolution entretiennent une grande incertitude pour les actions britanniques.

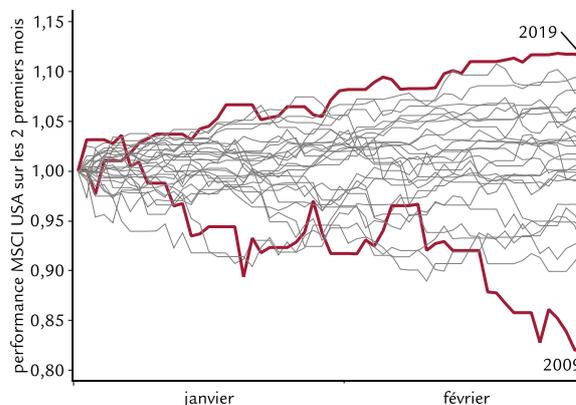
Suisse

- Comme les caractéristiques de l'économie et du marché suisses s'inscrivent globalement dans la moyenne internationale, les actions suisses devraient selon nous s'aligner sur le reste du monde.

Japon

- Le marché d'actions japonais devrait profiter de la détente du litige commercial sino-américain, même s'il tend à réagir moins vivement aux bonnes nouvelles que son homologue chinois.
- Cette inertie procède de l'absence de dynamique économique. Comme nous n'attendons pas de grands progrès sur ce plan, la Bourse devrait suivre la tendance des marchés d'actions du reste du monde.

Le meilleur démarrage de la Bourse américaine en 28 ans



MACROBOND

L'exceptionnelle vigueur du marché d'actions au mois de janvier a perduré en février. L'indice MSCI USA affiche ainsi une progression de 11% depuis le 1^{er} janvier à l'heure où nous écrivons ces lignes, ce qui représente le meilleur début d'année depuis 28 ans. Les autres marchés d'actions se sont également redressés après les pertes de 2018, et les indices MSCI s'inscrivent en hausse de 9% pour les marchés émergents, de 12% pour la Suisse, de 10% pour la zone euro, de 8% pour le Japon et de 5% pour le Royaume-Uni.

Il s'agit maintenant de savoir combien de temps durera cette dynamique, surtout sachant que les valorisations des marchés d'actions sont devenues plus tendues qu'elles ne l'étaient, par exemple, au troisième trimestre 2018. Une résolution satisfaisante des litiges commerciaux en cours jouerait sans aucun doute un rôle favorable, tandis qu'une dégradation du climat politique aux Etats-Unis ou ailleurs dans le monde aurait l'effet inverse. Si les fondamentaux restent porteurs, la remontée récente des marchés d'actions peut perdurer encore un certain temps – il s'agit du scénario le plus probable selon nous. En cas de décrochement à court terme causé par de mauvaises nouvelles inattendues, les investisseurs institutionnels, actuellement sous-investis en actions, pourraient venir à l'aide des marchés en cherchant à exploiter toute faiblesse potentielle pour rééquilibrer leurs portefeuilles.

Devises

La remontée de la GBP est-elle durable ?

Etats-Unis

- Certes, les dernières statistiques macroéconomiques américaines ont déçu, mais celles des autres pays également, ce qui explique la vigueur de l'USD depuis le début de l'année.
- Les risques politiques en cours et la réévaluation possible de la politique monétaire américaine devraient soutenir l'USD à l'avenir.

Zone euro

- Les statistiques obstinément décevantes de la zone euro et le risque politique persistant, surtout lié au Brexit et aux droits de douane américains potentiels, ont entretenu la faiblesse de l'EUR le mois dernier.
- Ces problèmes n'étant pas près de disparaître, la BCE ne durcira sans doute pas sa politique prochainement. Nous restons donc baissiers sur l'EUR.

Royaume-Uni

- La GBP s'est encore appréciée au cours du mois écoulé, les marchés excluant de plus en plus la probabilité d'un Brexit sans accord.
- Même si une période de transition (Brexit « à l'aveugle ») reste le scénario le plus réaliste selon nous, l'incertitude politique reste élevée, ce qui nous incite à nous détourner de la GBP.

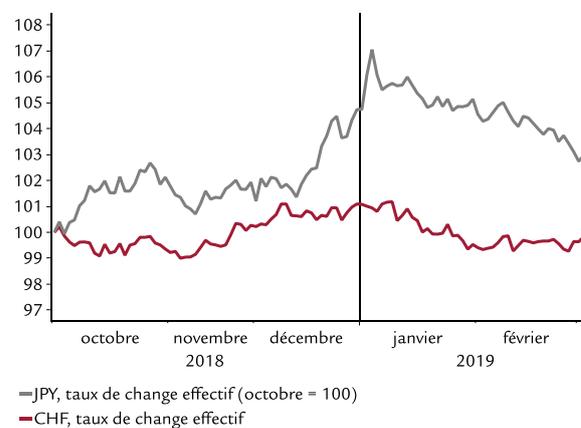
Suisse

- Dans un environnement de marché plus enclin au risque, le CHF s'est légèrement déprécié par rapport à l'EUR et à l'USD.
- L'économie suisse étant susceptible de pâtir d'un ralentissement de l'activité dans la zone euro, nous pensons que la BNS ne relèvera pas ses taux d'intérêt avant la BCE et restons neutres à l'égard de l'EUR/CHF.

Japon

- Le cumul des statistiques économiques décevantes, d'un sentiment favorable au risque sur les marchés financiers et des discours accommodants de la Banque du Japon a tiré le JPY à la baisse du cours du mois écoulé.
- Au vu de la très faible valorisation de la monnaie japonaise, son potentiel de repli nous semble dorénavant limité et nous restons neutres à l'égard du JPY.

Repli des monnaies refuges depuis le début de l'année



MACROBOND

C'est la GBP qui a enregistré l'évolution la plus notable du marché des changes depuis le début de l'année. Le taux de change effectif de la monnaie britannique a progressé de 5%, soutenu par des investisseurs qui excluent toujours le scénario d'un Brexit sans accord. Dernièrement, la GBP s'est encore appréciée après que le Premier ministre Theresa May eut annoncé qu'elle soumettrait au vote du Parlement le Brexit sans accord et l'extension du délai prévu à l'article 50 si ses plans échouaient pour la deuxième fois, ce qui est bien probable. Sachant que seule une minorité de députés britanniques est favorable au Brexit sans accord, notre scénario de base repose sur une prolongation limitée, de deux ou trois mois, de l'échéance au-delà de fin mars, avec un accord à la clé. L'incertitude n'en demeure pas moins considérable en raison de l'imprévisibilité de la situation politique britannique, ce qui nous incite à la prudence à l'égard de la GBP pour le moment. Dans le reste du monde, le retour en grâce du risque sur les marchés financiers se reflète finalement sur les taux de change. Le JPY et, dans une moindre mesure, le CHF, tous deux considérés comme des monnaies refuges, ont vu leur taux de change effectif reculer. L'évolution de l'EUR/USD reste toutefois similaire à l'an dernier. Conformément à notre vision négative, les chiffres obstinément moroses de la zone euro et la prime de risque politique entretiennent la pression sur l'EUR/USD. Nous doutons que ces problèmes se résolvent rapidement et conservons donc une vision négative de ce taux de change. Nous pensons, de même, que les probabilités de réévaluation de l'action future des banques centrales sont plus marquées pour la Réserve fédérale que pour la BCE, ce qui devrait encore accentuer le soutien à l'USD face à l'EUR.

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 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.