

Mai 2018

## Taux d'intérêt & obligations

Des données économiques décevantes

### Etats-Unis

- Après la correction récente des rendements, la plupart des indicateurs que nous suivons semblent annoncer une remontée.
- Les minutes de la dernière réunion de la Fed confirment le caractère progressif des hausses de taux.
- Les nouvelles mesures de relance budgétaire américaines plus que généreuses devraient tirer le déficit bien au-delà de sa moyenne à long terme, ce qui impliquera une hausse sensible des émissions nettes de bons du Trésor de toutes échéances.

### Zone euro

- L'indice de surprise économique de la zone euro est devenu franchement négatif : les statistiques publiées étaient très loin des grandes espérances des participants au marché.
- Nous pensons que la BCE mettra fin à son programme d'achats d'actifs d'ici à la fin de l'année, avec le premier relèvement de son taux directeur un an plus tard.

### Japon

- La politique monétaire japonaise reste très accommodante.
- Pourtant, la Banque du Japon commence à évoquer la nécessité d'une stratégie de sortie, dont la mise en œuvre serait toutefois conditionnée à une inflation bien plus affirmée que ce qui est prévu pour cette année.

### Royaume-Uni

- L'inflation a surpris à la baisse en mars, pour le deuxième mois consécutif.
- Comme les salaires ont fermement progressé en parallèle, leur valeur réelle est orientée à la hausse, ce qui conforte l'hypothèse de relèvement des taux.

### Suisse

- Les rendements des emprunts de la Confédération à 10 ans sont repassés légèrement en territoire négatif.
- Le marché a de nouveau modéré ses attentes quant aux relèvements de taux d'intérêt de la BNS.

### Les statistiques déçoivent mais le cycle reste intact



Ces quatre dernières semaines, les rendements des emprunts d'Etat des grands pays ont encore connu une légère correction. Notons en particulier la déception causée par certaines statistiques dans les pays développés. Parmi ces chiffres inférieurs aux attentes, les indices des directeurs d'achats, qui ont diminué par rapport aux niveaux élevés qui les caractérisaient, surtout en Europe. Deuxièmement, divers facteurs politiques ont contrarié les investisseurs : l'affrontement commercial sino-américain, les sanctions américaines à l'encontre de plusieurs ressortissants et entreprises russes et les tensions géopolitiques, comme l'intervention militaire des Etats-Unis, du Royaume-Uni et de la France en Syrie. Enfin, l'inflation s'avère plus modérée que le stade avancé du cycle actuel ne le laisserait supposer normalement. Malgré le ralentissement des statistiques publiées, la dynamique de croissance reste solide. Du fait des mesures de relance budgétaire américaines, l'émission nette de bons du Trésor devrait augmenter, ce qui fera pression à la hausse sur les taux. Cette hausse des émissions concorde avec la politique de réduction du bilan de la Fed, qui cède ses avoirs obligataires. Le crédit des entreprises repose toujours sur des bases solides. Peu d'émissions nouvelles sont prévues en avril de ce côté, tandis que les stocks des négociants sont à leur plus bas en douze mois. Nous prévoyons un léger resserrement des écarts de rendement.

## Actions

Des corrections plus prononcées

### Etats-Unis

- De tous les indices étudiés ici, le S&P500 est le seul à afficher une progression depuis le début de l'année.
- Nous restons optimistes pour les actions, en particulier aux Etats-Unis, suite à une certaine détente politique.
- Les prévisions de résultats des analystes sont particulièrement élevées pour les entreprises américaines.

### Zone euro

- Sans nous attendre à une accélération supplémentaire de la croissance dans la zone euro, nous pensons que l'activité y restera soutenue, et très au-dessus de son potentiel, toute l'année 2018.
- Les conditions monétaires resteront très accommodantes malgré la réduction imminente des achats d'actifs de la BCE. L'inflation étant inférieure à l'objectif de la banque centrale, celle-ci n'est nullement pressée de normaliser ses taux directeurs.
- L'EURO STOXX 50 a fortement rebondi après le plus bas de mars, malgré des statistiques inférieures aux attentes et une remontée progressive de l'euro.

### Japon

- Du fait de ses liens étroits avec les autres économies asiatiques, le Japon serait particulièrement exposé à une surenchère des mesures protectionnistes entre les Etats-Unis et la Chine.
- La hausse récente du yen a porté préjudice aux entreprises exportatrices.

### Royaume-Uni

- En recul de presque 5%, le FTSE 100 est le moins performant de tous les indices étudiés ici depuis début 2018.
- Nous anticipons une modération de la livre, ce qui devrait favoriser la poursuite de la remontée des actions.

### Suisse

- Trois facteurs devraient soutenir les actions suisses : le recul du franc (au profit des entreprises exportatrices), les bonnes perspectives de croissance après une longue période de ralentissement et des prévisions de résultats particulièrement élevées pour les sociétés helvétiques.
- Petite économie ouverte sur l'extérieur, la Suisse serait particulièrement exposée à une surenchère des mesures protectionnistes entre les Etats-Unis et la Chine.

### Acheter à la baisse reste une stratégie d'actualité



Source: MACROBOND

Acheter à la baisse a porté ses fruits ces dernières années. A chaque correction des marchés, les valorisations devenaient plus attrayantes, les investisseurs renforçaient leurs positions, le marché se redressait. D'après la courbe ci-dessus, cette stratégie reste d'actualité en 2018. La première correction de l'année procédait des craintes d'envolée de l'inflation ; après une brève remontée, les grands indices d'actions ont rechuté avec le durcissement des relations sino-américaines et l'apparition de tensions géopolitiques. Mais le S&P 500 s'est encore redressé. Les investisseurs restent donc enclins à acheter à la baisse. Or, les baisses sont devenues plus importantes. Les conditions de marché ont bien changé pour les actions depuis le début de l'année : la volatilité est revenue en 2018, après un an de faiblesse exceptionnelle. Quels facteurs soutiennent les actions et les tirent à la hausse après les corrections ? 1) Le contexte macroéconomique reste favorable, même si moins que l'an dernier, car la reprise mondiale est déjà bien avancée et la croissance se stabilise voire marque le pas dans les grandes régions du monde. Les taux de croissance restent toutefois solides. 2) Les résultats des entreprises, surtout suisses et américaines, restent élevés. 3) Les valorisations ont presque rejoint leurs moyennes de long terme après l'amélioration des résultats et un certain repli des cours. 4) La politique monétaire reste favorable. Le sentiment sera décisif pour l'avenir. Or, il est actuellement plutôt déprimé face à la montée des risques géopolitiques. Si ces tensions s'apaisent, il devrait s'améliorer. C'est le scénario le plus probable ; la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine nous semble moins probable. Divers signes présagent un apaisement des tensions entre les deux plus grandes économies mondiales.

## Devises

Remontée de l'EUR/CHF aux alentours de 1,20

### Etats-Unis

- L'USD profite des tensions commerciales mondiales.
- La Réserve fédérale devrait poursuivre la normalisation progressive de sa politique monétaire, avec deux hausses de taux supplémentaires cette année.
- La relance budgétaire de fin de cycle pourrait soutenir encore davantage l'USD face à l'EUR et au JPY.

### Zone euro

- La BCE n'atteint toujours pas son objectif d'inflation et risque de plus en plus de décevoir, par sa modération, les espoirs de normalisation monétaire.
- Nous attendons toujours une prolongation de l'assouplissement quantitatif jusqu'à fin 2018, avec une baisse des volumes d'achats mensuels à 15 milliards d'EUR au dernier trimestre.
- Les statistiques économiques se sont révélées très inférieures aux attentes du marché, ce qui pourrait porter préjudice aux positions acheteuses sur l'EUR.

### Japon

- Le JPY s'est apprécié sur fond de spéculations que la Banque du Japon abandonnerait sa politique ultra-accommodante.
- Ces spéculations sont liées à l'érosion de la cote de popularité du Premier ministre Shinzo Abe.
- Nous prévoyons un repli du JPY face à l'USD le mois prochain.

### Royaume-Uni

- Bien que les marchés intègrent deux hausses de taux de la Banque d'Angleterre cette année, le reflux de l'inflation n'oblige plus la banque centrale à agir.
- Nous attendons une seule hausse de taux en 2018, ce qui devrait permettre à la livre de se détendre.
- Les incertitudes du Brexit représentent toujours un risque pour la livre au cours des prochains mois.

### Suisse

- La Suisse a finalement surmonté le choc du franc, avec un EUR/CHF aux alentours de 1,20.
- Le CHF restant selon nous un peu surévalué face à l'EUR, il devrait encore reculer vers 1,21 d'ici à la fin de l'année.
- Il convient de considérer la faiblesse du CHF comme un résultat de la perception qu'ont les marchés de la politique monétaire de la BNS à l'horizon 2019.

### Le choc du CHF appartient dorénavant au passé



Source: MACROBOND

La Banque nationale suisse (BNS) doit être soulagée. Trois ans et trois mois après l'abandon du taux de change plancher avec l'euro, l'EUR/CHF a retrouvé son plus bas provisoire de 1,20. Le taux de change effectif du CHF a reculé de 6% en 2017, puis encore de 1,4% depuis début 2018, ce qui a permis au taux d'inflation suisse de se hisser aux alentours de 1% à la fin du deuxième trimestre. Alors que la BNS vise toujours une hausse des prix comprise entre 0% et 2%, elle doit apprécier d'être entrée dans cette parfaite zone de confort. Les investisseurs considèrent que la BNS sera la toute dernière grande banque centrale à normaliser sa politique monétaire. Les marchés ont même commencé dernièrement à réévaluer la probabilité d'un revirement de politique monétaire au Japon, ce qui pourrait expliquer la hausse récente du yen. Certes, ce dernier profitait de son statut de « monnaie refuge », un rôle que le franc semblait moins assumer que lors des années précédentes. Entre-temps, le franc semble servir de monnaie de financement dans les opérations de portage de devises, ce qui explique son recul continu. Nous pensons d'ailleurs qu'il va continuer de se déprécier jusqu'à la fin de l'année. Un taux de change de 1,21 face à l'euro reste notre scénario de base à cet horizon. Il pourrait être remis en question par une prolongation des mesures de politique monétaire non conventionnelles de la Banque centrale européenne et de la Banque du Japon. Dans ces deux cas défavorables, le franc serait de nouveau recherché et pourrait annuler une partie de ses pertes des douze derniers mois.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com](http://www.swisslife-am.com)



#### **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