

Juillet 2018

Taux d'intérêt & obligations

Le bruit politique engendre des hauts et des bas

Etats-Unis

- La Fed a confirmé qu'elle continuerait de relever progressivement ses taux. Le FOMC a admis que l'inflation se rapprochait de son objectif.
- Le creusement du déficit budgétaire et son impact sur l'offre de bons du Trésor préoccupent de plus en plus les marchés.
- Après un nouveau repli des taux consécutif au pic de mi-mai, nous attendons une légère remontée au second semestre 2018.

Zone euro

- Le discours modéré de la BCE suite à la publication de statistiques moins positives accroît la probabilité d'une période prolongée sans hausses de taux.
- Malgré cette orientation modérée, la BCE cessera ses achats d'actifs d'ici à la fin de l'année.
- Elle ne se pressera pas de réduire son bilan mais devrait plutôt remplacer les titres arrivant à échéance.

Japon

- Dans sa dernière déclaration, la Banque du Japon annonçait une baisse de ses perspectives d'inflation. L'atonie de cet indicateur est frustrante pour l'institution.
- Les taux des emprunts d'Etat à 10 ans ont oscillé entre 0,02% et 0,1% cette année - une marge bien étroite.

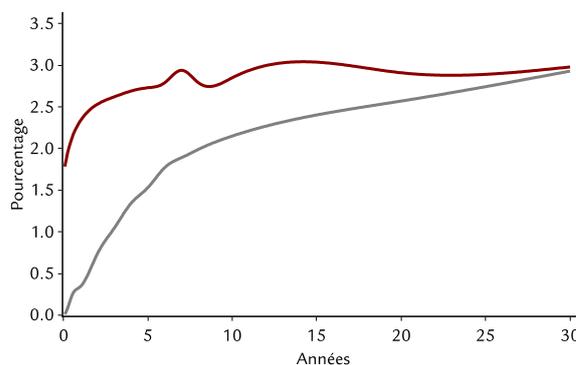
Royaume-Uni

- Nous prévoyons une chute de l'inflation en dessous de 2% d'ici à la fin de l'année. Rien ne devrait donc presser la Banque d'Angleterre de relever ses taux.
- La croissance du deuxième trimestre devrait se reprendre grâce aux dépenses de consommation.

Suisse

- La BNS a clairement laissé entendre que la normalisation de sa politique monétaire n'était pas pour demain. L'institution juge toujours le CHF surévalué.
- L'inflation devrait selon nous dépasser 1% en juin, puis y rester. La hausse des prix était inférieure à ce niveau depuis mars 2011.

Net aplatissement de la courbe des taux américains



— La courbe des taux américains aujourd'hui
— La courbe des taux américains au 1er novembre 2015

Source: MACROBOND

Les événements politiques constituent ces temps-ci le moteur commun à tous les types d'actifs. Le sentiment des investisseurs est de nouveau altéré par les craintes que les litiges commerciaux n'affectent taux d'intérêt et actifs risqués. La crise de la coalition allemande, le gouvernement eurosceptique italien et la lenteur des négociations du Brexit ont encore aggravé l'évitement mondial du risque. Les taux d'intérêt ont atteint un pic intermédiaire en mai, se sont un peu redressés puis sont retombés début juin. La Fed a confirmé sa position haussière et poursuivi le durcissement de sa politique monétaire à travers la hausse des taux. Les écarts de rendement se sont encore creusés. La croissance et l'inflation décevantes dans le reste du monde ont incité à la prudence des banques centrales qui semblent plus réticentes à abandonner leurs politiques accommodantes. La divergence des politiques monétaires reste un thème majeur du marché. La platitude de la courbe des taux américains (voir graphique) constitue un avertissement quant à la dynamique économique future. Il est absolument crucial pour nos prévisions de taux que les différends commerciaux entre les grands acteurs mondiaux ne dégénèrent pas en guerre commerciale. Les bons fondamentaux devraient donc l'emporter sur le bruit politique et permettre aux taux de croître légèrement, un mouvement dont l'impulsion devrait provenir une fois encore des rendements américains.

Actions

Soutien des résultats et des hausses de taux limitées

Etats-Unis

- La croissance des bénéfices par action (BPA) reste bien supérieure à la moyenne à long terme, tandis que les révisions d'estimations de résultats suivent également une tendance positive.
- La valorisation relative des actions reste attrayante.
- Les modèles de risques macroéconomiques restent prudents et la politique réfrène le goût du risque.

Zone euro

- Malgré une certaine modération de l'activité depuis le début de l'année, l'économie de la zone euro croît toujours au-dessus de son potentiel en 2018.
- La BCE ayant encore répété qu'elle n'était pas pressée de normaliser sa politique, le durcissement monétaire ne menace pas les performances boursières.
- Même si le BPA progresse moins vite qu'aux Etats-Unis, la valorisation des actions reste attrayante.

Japon

- Le Nikkei 225 a pu gagner plus de 5% ces trois derniers mois malgré les craintes d'une escalade des litiges commerciaux, dont pâtiraient également les constructeurs automobiles japonais.
- Le taux de change effectif du yen a reculé après son pic de fin mars, ce qui profite aux entreprises tournées vers l'exportation.

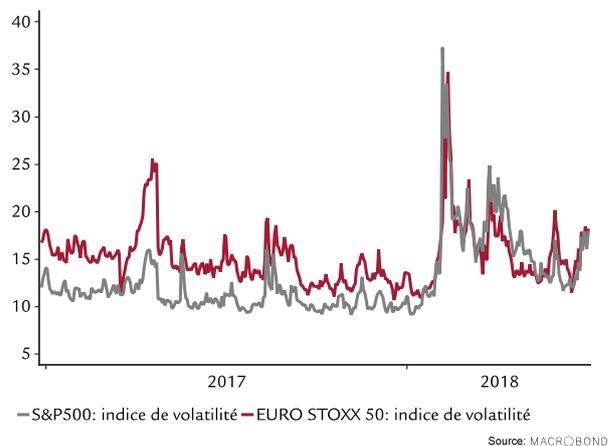
Royaume-Uni

- L'indice FTSE 100 est revenu à son niveau du début de l'année, après une forte correction suivie d'une remontée.
- L'économie devrait ralentir : les incertitudes du Brexit pèsent toujours sur le sentiment économique, et donc sur les décisions d'investissement.

Suisse

- Après une nouvelle remontée du CHF face à l'EUR à la suite des élections italiennes, le taux de change s'est stabilisé à 1,15-1,16.
- Entre-temps, la dynamique des résultats en Suisse semble un peu moins vive que chez les voisins européens et les révisions d'estimations de résultats restent orientées à la baisse.

Les indices de volatilité reflètent un scepticisme croissant



La nouvelle aggravation du litige commercial entre la Chine et les Etats-Unis, ainsi que la dégradation des rapports entre ces derniers et l'Europe, devançant de très loin tous les autres sujets dans l'esprit des investisseurs depuis quelques semaines. Le goût pour le risque a reculé partout dans le monde en conséquence et les actifs risqués se sont dépréciés. Les indices de volatilité internationaux ont quitté les eaux calmes de 2017. La question qui importe le plus pour les prévisionnistes est de savoir si ce litige sur les droits de douane va dégénérer en véritable guerre commerciale, affectant de plus en plus de pays, ce qui, non seulement, porterait préjudice au sentiment économique mais pèserait encore davantage sur la croissance mondiale. Ce n'est pas notre scénario de base. Nous ne pensons pas que le litige se transformera en guerre commerciale lourde de conséquences économiques. L'évitement du risque sur les marchés financiers pourrait ainsi prochainement s'inverser, une fois que les discours se calmeront, et les performances boursières devraient dépendre avant tout des fondamentaux. Nous sommes donc prudemment optimistes quant à la capacité de rendement des actifs risqués pour les trois prochains mois, et au-delà. Dans le même temps, toutefois, nous sommes convaincus que le couple croissance-inflation va encore se dégrader, et donc brider la hausse des cours à moyen-long terme également. La hausse à deux chiffres de 2017 ne se répétera pas. Comme nous tablons sur une volatilité toujours forte pour les actions, nous recommandons aux investisseurs de se lancer en s'équipant d'une protection intégrée contre les fortes baisses.

Devises

L'EUR devrait remonter progressivement

Etats-Unis

- Les divergences de politiques monétaires ont profité à l'USD : aux réunions très attendues de juin, la Fed s'est montrée haussière tandis que la BCE surprenait par sa modération.
- Nous attendons toujours une hausse supplémentaire des taux américains en 2018, puis trois en 2019. De leur côté, les marchés financiers intègrent entre un et deux relèvements d'ici à la fin de cette année.

Zone euro

- Après le discours modéré de la BCE quant à la fin de son programme d'achats d'actifs en décembre 2018, les acteurs du marché se demandent maintenant quand la Banque relèvera ses taux pour la première fois – pas avant fin 2019 selon nous.
- L'EUR est resté globalement stable en juin. Vu l'incertitude politique persistante en Italie, l'EUR/USD va selon nous rester en dessous de 1,20 jusqu'à la fin de l'année.

Japon

- Par ses liens économiques avec l'Asie, le Japon est particulièrement exposé aux risques associés au litige commercial sino-américain.
- Nous pensons que le JPY va reculer face à l'USD ces prochaines semaines avec la résurgence du thème des politiques monétaires, car la Banque du Japon restera la plus accommodante des grandes banques centrales tandis que la Fed poursuivra son cycle de resserrement progressif.

Royaume-Uni

- Les marchés financiers attendent encore une hausse des taux britanniques avant fin 2018. Face au ralentissement des pressions inflationnistes et de la dynamique économique, il est de plus en plus probable que la Banque d'Angleterre s'abstienne totalement.

Suisse

- Le mois de juin fut relativement calme pour le CHF.
- Nous prévoyons une remontée graduelle de l'EUR/CHF d'ici à la fin de l'année, sans dépassement de la barre de 1,20 en raison de la politique toujours compliquée en Europe.
- Les réunions de politique monétaire de juin ont coupé court aux spéculations autour d'un relèvement des taux de la BNS avant la BCE.

L'USD a poursuivi son ascension en juin



— Indice de taux de change effectif de l'USD

Source: MACROBOND

La vague d'appréciation de l'USD amorcée en avril s'est poursuivie en juin. Le taux de change effectif du billet vert a encore augmenté de 1,5%. La progression du deuxième trimestre partait toutefois d'un niveau relativement bas et, même après sa hausse récente, l'USD n'est pas particulièrement cher en regard de ces dernières années. Au deuxième trimestre, il s'est apprécié de manière générale, au détriment de toutes les grandes monnaies, en particulier de l'EUR, exerçant une forte pression sur celles des marchés émergents. Nous ne pensons pas que l'USD poursuivra sur cette lancée au troisième trimestre. L'EUR devrait notamment se redresser (les mauvaises surprises politiques, la modération inattendue de la BCE et les déceptions sur le plan de la croissance ne devraient pas se reproduire au cours des trois prochains mois). Quant aux monnaies des marchés émergents, elles ne devraient pas s'affaiblir davantage au vu des fondamentaux économiques des pays concernés. Le principal risque pour nos projections est d'ordre politique : notre scénario de base suppose que le pic d'incertitude soit passé, tant pour les relations sino-américaines que pour la politique européenne. Les litiges commerciaux et la politique italienne resteront certes problématiques et devraient resurgir périodiquement au cours des prochains trimestres, mais nous doutons que les mauvaises surprises persistent pour les marchés financiers au rythme de ces derniers mois et semaines. C'est pourquoi notre scénario de base estime que le maximum de l'incertitude politique est à présent derrière nous.

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 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.