

Décembre 2018

Taux d'intérêt & obligations

Hausse des taux américains attendue en décembre

Etats-Unis

- L'économie américaine et les fondamentaux des entreprises commencent à accuser certaines faiblesses, ce qui, associé à des prévisions plus pessimistes et à une incertitude politique croissante, a causé une envolée des écarts de rendement.
- Le recul de la liquidité du marché avant la fin de l'année et de très nombreux risques devraient entretenir une volatilité élevée. Les bons du Trésor à 10 ans devraient selon nous rester circonscrits.
- Nous attendons toujours un relèvement des taux d'intérêt de la Réserve fédérale en décembre 2018.

Zone euro

- Les résultats du troisième trimestre furent mitigés, avec une progression des chiffres d'affaires mais une érosion des marges et des prévisions des sociétés.
- Bien que l'UE ait approuvé l'accord sur le Brexit et que l'Italie semble adoucir ses positions en matière de budget, nous doutons que des solutions soient trouvées rapidement dans les deux cas.
- Les risques politiques et la dégradation récente des fondamentaux laissent prévoir des projections plus prudentes de la part de la BCE.

Japon

- Les emprunts d'Etat à 10 ans ont été tirés à la baisse par un contexte macroéconomique dégradé et par une politique monétaire toujours accommodante.

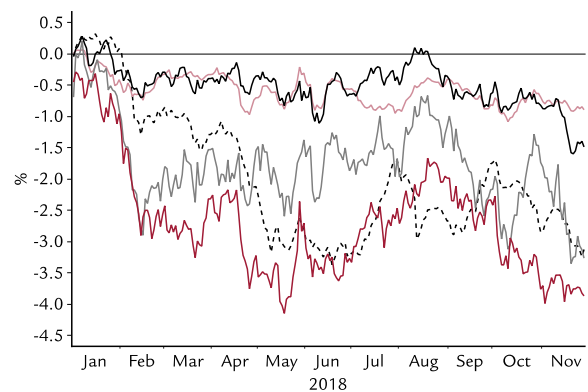
Royaume-Uni

- Aussi bien la politique monétaire britannique que l'attitude du marché à l'égard du risque dépendront du vote du Parlement sur le Brexit.
- Tant que la situation politique n'est pas stabilisée, les primes de risque devraient rester élevées.

Suisse

- Les chiffres de l'activité se dégradent, avec une chute de la production industrielle et des ventes de détail.
- Les rendements à 10 ans, de nouveau négatifs, devraient rester circonscrits jusqu'à la fin de l'année.

Le segment du crédit en 2018 (rendement total)



— Etats-Unis — Zone euro — Royaume-Uni — Suisse — Marchés émergents

MACROBOND

Les investisseurs des marchés obligataires internationaux seront sans doute pressés de tirer un trait sur 2018 sachant que la majorité des segments du crédit d'entreprises affichent aujourd'hui des rendements négatifs, une sous-performance imputable à la fois à la dégradation des statistiques macroéconomiques, au resserrement de la politique des banques centrales et à la flambée des risques politiques. Les résultats des entreprises pour le troisième trimestre, quoique globalement solides, montraient les premiers signes indiquant que le haut de cycle serait derrière nous. Plusieurs révisions des estimations de bénéfices, couplées à des prévisions d'activité moins optimistes que prévu, ont commencé à entamer la confiance des investisseurs. Ajoutons plusieurs mauvaises nouvelles telles que la dégradation de GE ou la gouvernance défailtante de Nissan/Renault. Parallèlement à d'autres facteurs comme la chute rapide des prix du pétrole ou la persistance des tensions commerciales, nous avons assisté à un déclin de l'attrait pour le risque. Les incertitudes politiques actuelles telles que le Brexit ou la question budgétaire italienne se sont ajoutées, faisant des titres d'entreprises en GBP et en EUR les segments les moins performants de novembre. Comme tous ces risques perdurent, nous pensons que la volatilité restera élevée et prévoyons des divergences croissantes entre les différents secteurs, régions et émetteurs.

Actions

Valorisations plus raisonnables depuis la correction

Etats-Unis

- Le litige commercial sino-américain entretient la nervosité des marchés, occultant tous les effets positifs qu'auraient pu entraîner les dernières publications de résultats, globalement très satisfaisantes.
- La correction récente du marché a amélioré la valorisation des actions.

Zone euro

- Au cours du mois écoulé, les actions de la zone euro ont suivi une évolution plus proche de celle du marché américain que durant le premier semestre.
- Les discussions sur le budget italien se poursuivent, et les marchés y seront très attentifs.
- Le Brexit représente une cause récurrente de nervosité sur les marchés.

Japon

- Le marché d'actions japonais a suivi la même évolution que les autres, quoique avec un léger retard le mois dernier, sur fond de volatilité inférieure à celle des autres marchés.
- Le programme de réformes de Shinzo Abe se heurtera à des obstacles l'an prochain. Le plus important pour les marchés est de savoir si les prévisions de croissance économique modérée seront maintenues et si la politique monétaire restera accommodante.

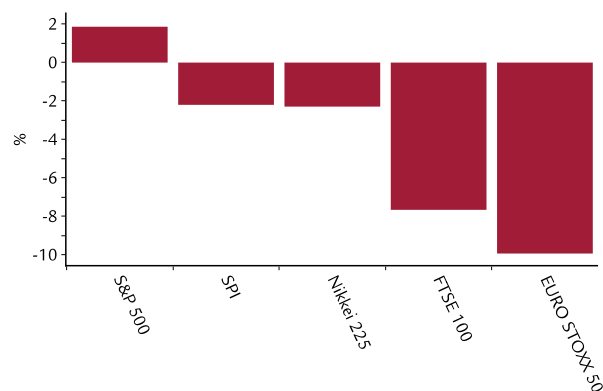
Royaume-Uni

- L'incertitude liée au Brexit menace toujours les actions britanniques, surtout les petites et moyennes capitalisations.
- Si Theresa May doit faire marche arrière, une envolée de la volatilité est quasiment certaine.

Suisse

- Le regain de vigueur du franc suisse pourrait avoir des conséquences légèrement négatives sur les résultats des entreprises.

Performance des marchés financiers en 2018



■ Performance en 2018

MACROBOND

Le marché d'actions américain continue de distancer le reste du monde pour cette année, même si le mois écoulé fut plus chaotique pour le S&P 500 que pour les indices des autres pays. Le S&P 500 a progressé de 2,6% depuis début 2018, contre un repli de 2,2% pour le Nikkei 225. De leur côté, le SPI suisse a abandonné 2,7%, les marchés d'actions de la zone euro, représentés par l'indice EURO STOXX 50, ont perdu 9% et ce sont les marchés émergents qui ont le plus souffert (-18% selon l'indice MSCI). Les grandes capitalisations britanniques ont relativement bien résisté aux négociations du Brexit, pour afficher des performances conformes à celles des actions de la zone euro. Les thèmes à l'origine de l'accélération de la volatilité – le litige commercial sino-américain en tout premier lieu, puis les incertitudes du Brexit et l'affrontement budgétaire entre l'Italie et la Commission européenne – conservent leur forte influence sur les marchés. A l'inverse du premier semestre, les marchés américains ont également connu un revers tout récemment, qui s'est traduit par des valorisations fondamentales plus raisonnables. Compte tenu des bons résultats des entreprises, il est probable que les marchés se maintiennent aux niveaux actuels jusqu'à la fin de l'année, et nous doutons qu'ils dépassent beaucoup leurs niveaux de début novembre. Au cours du mois écoulé, nos modèles quantitatifs sont devenus un peu moins encourageants à l'égard des actions. Entre-temps, l'Asie, et surtout la Chine, semblent avoir touché le fond en termes de ralentissement économique et de révision en baisse des prévisions de croissance des entreprises. Il est toutefois difficile de prévoir quand la reprise pourrait avoir lieu dans cette région – cela dépendra avant tout de l'issue des négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine.

Devises

Pas de répit pour l'euro ni pour la livre sterling

Etats-Unis

- L'USD s'est apprécié face à la plupart des monnaies, soutenu par la surperformance économique des Etats-Unis, par les perspectives de hausse de taux de la Fed et par le litige commercial avec la Chine.
- Si le relèvement de taux de décembre est attendu de manière générale, nous pensons que les marchés n'intègrent pas suffisamment les hausses de taux de 2019, ce qui devrait profiter davantage à l'USD.

Zone euro

- L'EUR a reculé face à l'USD et au CHF, touché par les risques politiques qui couvent en Italie, couplés à des statistiques économiques décevantes.
- La BCE cessera prochainement ses achats d'actifs nets mais les marchés doutent de plus en plus qu'elle soit en mesure de relever ses taux en 2019.
- 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 a reculé face à l'USD sur fond d'élargissement des écarts de rendement.
- La divergence des politiques monétaires favorise l'USD, mais l'attitude face au risque reste fragile et pourrait soutenir le JPY.

Royaume-Uni

- L'incertitude quant à la probabilité que le Parlement ratifie l'accord sur le Brexit a pesé sur la GBP le mois dernier.
- Même si nous tablons *in fine* sur une période de transition, la voie vers un accord final sera semée d'embûches et devrait entretenir la pression sur la livre.

Suisse

- Le taux de change effectif du CHF a progressé en raison d'un attrait pour le risque en recul partout dans le monde.
- 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.

Le Brexit entretient la pression sur la livre



— Taux de change GBP/USD au comptant

MACROBOND

La politique a joué cette année un rôle démesuré sur les taux de change entre les grandes monnaies. La GBP se rapproche de nouveau de ses plus-bas de 2018 à l'heure où les marchés revoient à la hausse la probabilité d'un Brexit sans accord. Même si ce risque reste marginal selon nous, nous prévoyons davantage de bruit politique et de faiblesses de la GBP avant que le Parlement britannique ne finisse par convenir d'une période de transition. En Italie, les risques politiques ont reflué tout récemment avec la volonté affichée par le gouvernement de revoir son projet de budget. Nous pensons néanmoins que le bras de fer entre l'Italie et l'UE se prolongera jusqu'à l'an prochain. Outre la prime de risque politique, l'EUR continuera sans doute de pâtir de la divergence accrue des politiques monétaires. La Fed ne déviara probablement pas de sa voie du resserrement - au moins au premier semestre 2019 - tandis que la BCE reste décidément accommodante, au point que les marchés s'attendent à une troisième vague d'opérations de refinancement bancaire (« TLTRO »). Outre ces facteurs fondamentaux, l'USD devrait également bénéficier des tensions commerciales accrues et de l'afflux de capitaux vers les valeurs refuges en cas de nouvelles perturbations des marchés. La destinée du CHF reste liée aux évolutions de la zone euro. Le taux de change EUR/CHF semble d'ores et déjà intégrer de nombreux éléments négatifs mais nous distinguons toujours des risques pour cette paire de monnaies. Le JPY est tirailé entre le creusement des différentiels de taux avec les Etats-Unis et la hausse mondiale de l'aversion pour le risque. Cette dernière, qui prévaut pour l'instant, a rapproché de son dernier pic de 2018 le taux de change USD/JPY, sur lequel nous restons neutres.

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.