

Taux d'intérêt/Marchés obligataires

De l'art de renoncer à l'assouplissement quantitatif

Etats-Unis

- Les contrats à terme de décembre 2017 intègre pleinement le 5^e relèvement des taux pour le cycle en cours (3^e de l'année), ce qui rejoint notre vision de longue date. Nous attendons trois hausses supplémentaires en 2018.
- L'allègement du bilan de la Fed devrait exercer une pression à la hausse sur la courbe des rendements.
- La courbe des rendements s'est fortement aplatie mais pourrait continuer encore dans ce sens en 2018.

Zone euro

- L'assouplissement quantitatif apparaît de plus en plus déplacé dans un contexte de croissance très soutenue. La BCE devrait commencer à réduire ses achats d'actifs en janvier 2018.
- Bien que la dynamique inflationniste reste ralentie, les rendements actuels des emprunts d'Etat ne reflètent aucunement les perspectives économiques.
- Les rendements de la zone euro devraient selon nous suivre ceux des Etats-Unis et croître au cours des quatre prochains mois.

Japon

- L'économie japonaise suscite nettement plus d'optimisme depuis quelques semaines, mais sa capacité à faire renaître l'inflation nous laisse plus prudents que le consensus.
- Les rendements des emprunts d'Etat à 10 ans, inférieurs à 1% depuis début 2012, restent tout près de 0% depuis de nombreux mois.

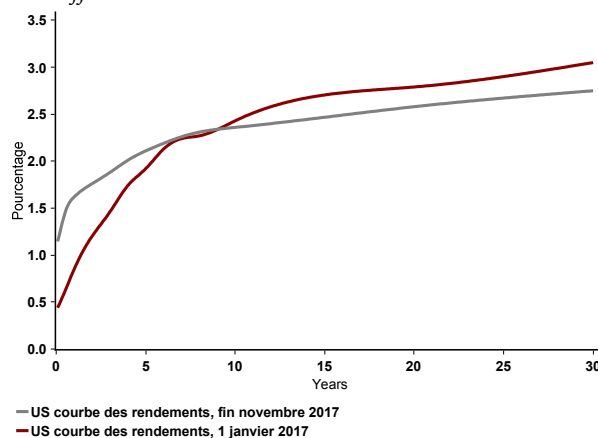
Royaume-Uni

- Le budget montre que le pays est prêt à utiliser la politique budgétaire pour pallier les inconvénients du Brexit.
- Comme le chancelier de l'Echiquier semble prêt à assouplir la politique budgétaire, l'offre de *gilt*s devrait augmenter.

Suisse

- Sauf lors de brèves périodes en mars et juillet 2017, les emprunts de la Confédération à 10 ans sont restés négatifs.
- Les rendements à long terme ne devraient progresser que modérément.

La courbe des rendements américains s'aplatit, principalement sous l'effet des taux à court terme



MACROBOND

Maintenant que la reprise cyclique mondiale s'est affirmée, la pertinence d'une politique monétaire ultra-accommodante à ce stade du cycle est de plus en plus remise en question par les analystes, les chercheurs et même certains banquiers centraux. Certes, les taux négatifs, qui ont un effet pervers sur les décisions d'affectation du capital des entreprises, expliquent en partie pourquoi les économies développées sont minées par une productivité faible : les décisions d'investissement reposent sur des taux extrêmement bas et l'argent bon marché a afflué pour financer des projets qui n'auraient pas été viables dans d'autres circonstances. L'assouplissement quantitatif, conçu en définitive pour combattre la déflation et relancer l'activité, pèse donc sur la productivité et pourrait avoir engendré lui-même un ralentissement de la croissance à long terme. Ces dernières semaines, le gouverneur de la Banque du Japon Haruhiko Kuroda a mentionné à plusieurs reprises le « taux de basculement », c'est-à-dire le point auquel une politique monétaire accommodante fait plus de mal que de bien, des déclarations interprétées comme un signe que la Banque du Japon rejoindrait ses homologues dans l'abandon d'un accommodement plus adapté aux périodes de crise. Or, la banque centrale japonaise (comme la BCE, d'ailleurs) est loin d'atteindre son objectif d'inflation de 2%, alors qu'aux Etats-Unis, où un nouveau relèvement des taux directeurs en décembre 2017 est totalement intégré par les marchés à terme, certains indicateurs avancés laissent prévoir des pressions inflationnistes sous-jacentes. Nous continuons donc de tabler sur trois hausses des taux américains en 2018. La courbe des rendements, déjà fortement aplatie, pourrait continuer dans ce sens, sous l'effet des taux courts. Ce phénomène reflète principalement la bonne santé de l'économie et nous ne le considérons pas comme le présage d'une récession proche. Nous attendons également une remontée des taux longs durant les quatre prochains mois.

Marchés d'actions

Le marché salue les progrès de la réforme fiscale américaine

Etats-Unis

- C'est encore une croissance des bénéfiques à deux chiffres qui est attendue pour l'année qui vient, et les estimations ont également été révisées à la hausse.
- Le train de réformes fiscales qui s'annonce et son effet positif sur les bénéfices des entreprises ne sont pas encore intégrés aux prévisions des analystes.
- Les indices de sentiment des investisseurs ne dénotent aucune euphorie, ce qui serait un signe inquiétant.

Zone euro

- Par rapport aux actifs sans risque, les valorisations relatives apparaissent toujours très attrayantes, et même plus que celles des actions américaines.
- L'euro fort n'a absolument pas entamé le sentiment des entreprises. Au contraire, celles-ci envisagent apparemment leur activité future avec le plus grand optimisme.
- En termes de primes de risque, les valorisations relatives des actions apparaissent toujours attrayantes.

Japon

- Sur fond d'amélioration de l'optimisme économique, le Nikkei surperforme tous les autres grands indices depuis le début de ce trimestre.
- L'économie japonaise, et les entreprises exportatrices en particulier, sont les grandes gagnantes de la reprise mondiale.

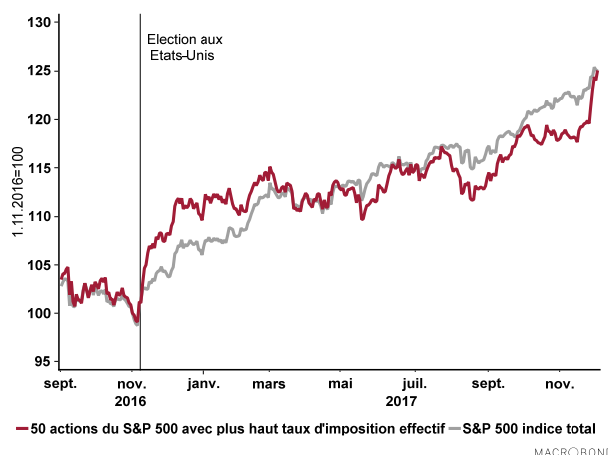
Royaume-Uni

- Les incertitudes politiques liées au Brexit persistent et le sommet des chefs d'Etat du Conseil de l'Europe de mi-décembre jouera un grand rôle pour l'avenir des négociations.
- Sans surprise, le FTSE 100 fut le moins performant des indices boursiers cette année.

Suisse

- La forte baisse du franc suisse et la remontée progressive des taux devraient bénéficier aux valeurs financières et aux exportateurs helvétiques.
- La reprise économique mondiale finit par profiter à l'économie suisse, comment l'ont remarquablement montré la solide croissance du PIB du troisième trimestre et la révision en hausse des chiffres des trimestres précédents.

Réformes fiscales semble convaincre de nouveau les marchés



La dynamique des marchés d'actions s'est révélée très favorable en 2017. Le contexte macroéconomique fut particulièrement porteur, avec une reprise synchronisée dans les pays émergents et développés, des bénéfices solides, des taux d'intérêt toujours bas aux Etats-Unis et en Europe et un soutien significatif de la politique monétaire. Les investisseurs se demandent si cette tendance à la hausse des cours des actions se poursuivra l'an prochain. Nous sommes confiants dans les perspectives du premier trimestre 2018. La dynamique de croissance mondiale favorable devrait perdurer au début de l'année et les prévisions de résultats annoncent des progressions à deux chiffres. L'effet saisonnier est traditionnellement très marqué en décembre, en janvier et en février. Nous pensons que les taux d'intérêt à long terme ne devraient augmenter que progressivement. Dans un tel contexte, les investisseurs profitent des baisses de cours pour acheter : à la première correction des marchés, ils se repositionnent sur les valeurs à saisir, à la faveur de valorisations devenues attrayantes. Nombre d'investisseurs se demandent si les marchés d'actions vont rester orientés à la hausse au vu des valorisations actuelles. En valeur absolue, celles-ci sont effectivement élevées aux Etats-Unis, mais l'allocation d'actifs est quelque chose qui se décide de manière relative, par rapport aux autres catégories de placements. Quels sont les risques de notre vision optimiste des actions ? La Bourse a largement profité par le passé de l'assouplissement quantitatif, dont la réduction (au moins marginale) aux Etats-Unis et dans la zone euro n'a eu aucune répercussion à ce jour. Si le moral des marchés devenait excessivement positif, nous le verrions comme un avertissement, mais tel n'est pas le cas aujourd'hui. La politique recèle bien sûr toujours des risques des deux côtés de l'Atlantique. Les attentes placées dans la réforme fiscale américaine ont récemment augmenté, mais les cours en tiennent compte également. Ainsi, le cours de Bourse des entreprises lourdement taxées a bondi dans l'espoir d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés.

Devises

L'EUR/CHF au-dessus de 1,17

Etats-Unis

- Aux Etats-Unis, l'inflation sous-jacente est remontée après de longs mois de tendance baissière.
- La nomination de Jerome Powell à la tête de la Fed est confirmée. Comme le nouveau président incarne la continuité, les prévisions de rythme de relèvement des taux sont restées fondamentalement inchangées.
- L'accélération de la reprise économique de la zone euro nous rend plus prudents quant à l'avenir de l'USD.

Zone euro

- L'inflation sous-jacente a déçu une nouvelle fois et reste inférieure à 1%.
- L'EUR s'est fortement apprécié face à l'USD, mais sans atteindre la barre de 1,20.
- Les élections italiennes ne préoccupent pas encore les investisseurs, mais cela devrait changer l'an prochain : le groupe des partis eurosceptiques, tel Cinque Stelle, recueille 46% des voix dans les sondages.

Japon

- Nous passons à la neutralité quant aux perspectives d'évolution du JPY/USD au vu de l'amélioration de la conjoncture et, surtout, d'un yen toujours nettement sous-évalué.
- La Banque du Japon reste la plus accommodante des banques centrales étudiées ici.

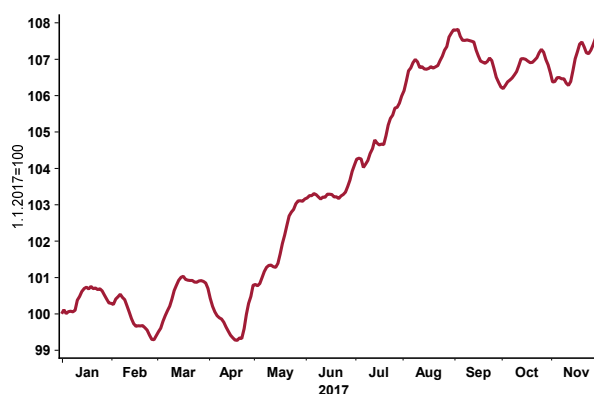
Royaume-Uni

- Comme prévu, la Banque d'Angleterre a décidé une hausse de taux destinée à corriger la baisse mise en place en urgence après le vote du Brexit.
- L'inflation totale a atteint en octobre le pic de 3,0% que prévoyait notre scénario.

Suisse

- La surévaluation du CHF poursuit sa correction vers des taux de change plus appropriés.
- Nous pensons que l'EUR/CHF pourrait se maintenir au-dessus de 1,17 ces prochaines semaines, le principal facteur de risque résidant dans les élections italiennes.

Un euro fort malgré les élections allemandes



— EUR, base pondérée selon les échanges commerciaux (moyenne mobile sur une semaine)

MACROBOND

Sur les marchés des changes, l'année 2017 s'est caractérisée par l'appréciation de l'euro. Les résultats des élections françaises, la reprise de l'économie dans l'Union monétaire et l'annonce de la BCE qu'elle abandonnerait progressivement sa politique monétaire non conventionnelle ont permis à la monnaie unique de progresser d'environ 8% depuis le début de l'année. Même au cours du mois de novembre, l'euro a réussi à s'apprécier encore, et l'incertitude qui plane sur la formation du gouvernement allemand n'a pas vraiment affecté sa trajectoire. L'euro est passé d'environ 1,16 à 1,19 dollar entre début et fin novembre et nous pensons qu'il pourra rester aux niveaux actuels. La monnaie unique profite en effet d'une conjoncture porteuse et de la réduction progressive de l'assouplissement quantitatif. D'autres arguments parlent toutefois aussi en faveur d'une remontée du dollar, par exemple une sous-estimation de la normalisation de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Un taux de change implique toujours deux variables, mais nous pensons que celles-ci devraient se neutraliser, d'où une stabilisation de l'EUR/USD pour les prochaines semaines. L'euro devrait également s'apprécier encore face au franc suisse. En novembre, il a passé la barre de 1,17 CHF pour la première fois depuis la suppression du cours plancher et nous pensons qu'il pourrait encore monter un peu d'ici à la fin de l'année. Le CHF s'est toutefois apprécié par rapport à l'USD en novembre. En début de mois, l'USD/CHF dépassait à peine la parité, une situation inédite depuis le mois de mai, avant de retomber à 0,98. Le CHF a donc augmenté face au billet vert, comme toutes les autres grandes monnaies. Nous anticipons une légère correction d'ici à la fin de l'année.

Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Management AG, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible de suivre ou d'exploiter les recommandations issues de la recherche avant leur publication. Bien que le contenu du présent document se fonde sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Le présent document est susceptible de contenir des prévisions fondées sur nos opinions, prévisions et projections actuelles. Nous ne sommes nullement tenus d'actualiser ou de réviser toutes prévisions. Les résultats réels peuvent différer de manière significative des résultats anticipés par nos prévisions. **Pour toute question supplémentaire ou pour commander nos rapports, veuillez envoyer un e-mail à info@swisslife-am.com. Pour de plus amples informations, veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante : www.swisslife-am.com.**