

Février 2019

Taux d'intérêt & obligations

Récession évitée ou sursaut sans lendemain ?

Etats-Unis

- Le ton plus accommodant de la Fed et l'espoir d'une résolution du conflit commercial sino-américain ont renversé le sentiment à l'égard du risque début 2019.
- Les écarts de rendement entre les obligations les mieux notées et le haut rendement se sont sensiblement resserrés suite à une demande moins soutenue d'emprunts d'Etat, au profit des actifs risqués.
- Même si les marchés l'excluent largement, nous attendons encore deux hausses de taux en 2019.

Zone euro

- Les statistiques restent décevantes, l'Allemagne échappant de justesse à une récession technique tandis que la production industrielle italienne chute.
- La situation politique ne s'améliore pas, ce qui entretient des primes de risque élevées.
- Conformément aux indications de la BCE, nous ne pensons pas que celle-ci modifiera son taux de dépôt avant fin 2019.

Japon

- La Banque du Japon a décidé de garder le cap de sa politique monétaire, contrôle de la courbe des taux inclus.
- Bien qu'elle ait réduit ses prévisions d'inflation lors de sa dernière réunion, nous pensons que la banque centrale conservera la même politique monétaire.

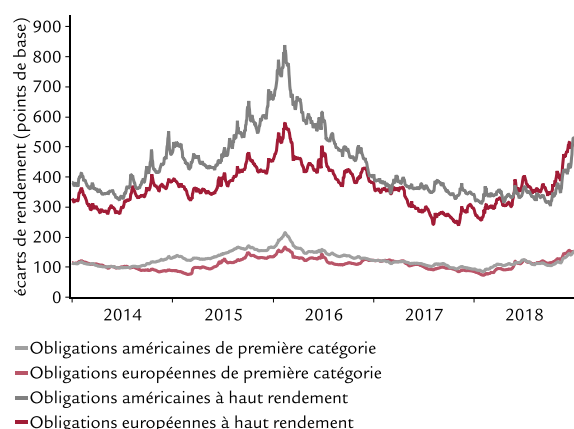
Royaume-Uni

- La saga du Brexit se poursuit et toutes les options, y compris un nouveau référendum, sont ouvertes.
- Nous pensons que la Banque d'Angleterre restera prudente pour l'instant, mais l'incertitude politique amoindrit le potentiel des obligations britanniques.

Suisse

- Les statistiques économiques dénotent un ralentissement, parallèlement à une nouvelle baisse de l'inflation en décembre.
- Il nous semble actuellement peu probable que les rendements des emprunts de la Confédération à dix ans progressent beaucoup à court terme.

Resserrement des écarts de rendement début 2019



MACROBOND

Si les marchés financiers ont connu un excellent début d'année, la persistance des risques politiques qui marquent l'essentiel de 2018 nous conforte dans la prudence. Le Brexit est loin d'être réglé. Même si la période de transition négociée reste le scénario le plus probable selon nous, les possibilités plus risquées d'un Brexit dur et d'un nouveau référendum demeurent. Les pourparlers commerciaux entre les Etats-Unis et la Chine avancent, mais ils pourraient ne pas aboutir ou bien se rompre brutalement à tout moment en raison de l'instabilité de l'administration Trump. En outre, le « shut-down » aux Etats-Unis fait peser un risque supplémentaire sur notre projection de croissance déjà prudente de 2,3% pour 2019. Nous distinguons toutefois quelques signes positifs. L'économie mondiale ralentit peut-être, mais les résultats des entreprises résistent bien à ce jour, puisqu'elles sont une majorité à dépasser les prévisions aux Etats-Unis. Ajoutons que la Réserve fédérale semble davantage soucieuse des statistiques économiques et que la BCE, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre devraient conserver une politique monétaire accommodante pour le moment. La Chine, dont la croissance est au plus bas depuis la crise financière, pratique parallèlement l'injection de liquidités et la relance budgétaire. Quoique la hausse des actifs risqués puisse durer encore un peu, nous profitons du contexte pour devenir plus défensifs sur le crédit, avec une duration neutre à légèrement inférieure.

Actions

Dans l'excès inverse

Etats-Unis

- Les marchés restent à ce jour insensibles au « shut-down » de l'administration américaine qui n'a pourtant jamais duré si longtemps.
- A la prochaine session des pourparlers, prévue les 30 et 31 janvier, la Chine pourrait proposer une solution pour corriger les déséquilibres commerciaux avec les Etats-Unis d'ici à 2024. Toute détente sur ce front pourrait profiter aux actions américaines.
- La Fed a manifesté son souhait de ralentir le cycle de relèvement des taux, ce qui laisse prévoir un potentiel de hausse limité des cours des actions malgré des prévisions de résultats toujours relativement élevées.

Zone euro

- Les palabres autour du Brexit contribuent à l'incertitude sur les marchés d'actions de la zone euro.
- La BCE devra réagir opportunément à la pression monétaire qu'induit l'arrivée à échéance de 489 milliards d'euros d'emprunts TLTRO en 2020.
- Si ce programme n'est pas prolongé, le retrait de liquidités associé pourrait renchérir le coût de l'emprunt des entreprises et des ménages, avec un effet négatif sur les actions de la zone euro.

Japon

- Les actions japonaises sous-performent légèrement le marché mondial depuis deux mois, principalement en raison de l'appréciation du yen.

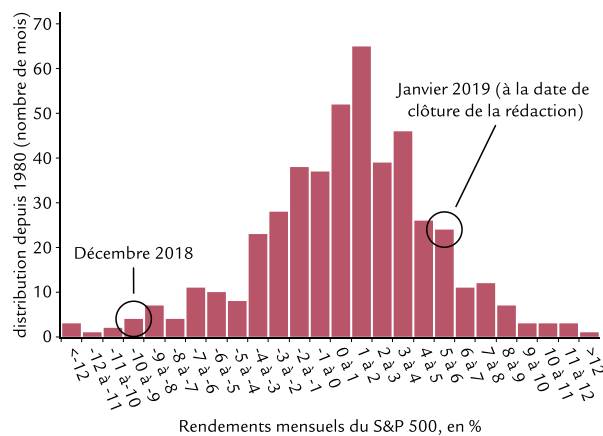
Royaume-Uni

- Le Parlement a rejeté sans ambiguïté le projet d'accord de sortie de l'UE et l'incertitude politique pèse sur les actions britanniques.
- Alors que les petites capitalisations britanniques devaient être, en théorie, les plus touchées par les derniers rebondissements du Brexit, elles ont effacé leur performance négative de décembre car elles tendent à tirer le meilleur parti des environnements de marché très positifs.

Suisse

- Nous pensons que les petites capitalisations devraient surperformer et annuler ainsi une partie de leur sous-performance de l'an dernier par rapport au SMI.

Des rendements extraordinaires en décembre et en janvier



Devises

L'EUR reste sous pression

Etats-Unis

- Malgré le regain d'intérêt pour les actifs risqués, l'USD est resté très bien orienté en janvier, reflet de la supériorité des chiffres de l'économie américaine.
- Malgré l'assouplissement des conditions financières, les marchés excluent toute intervention de la Réserve fédérale sur les taux cette année.
- Une réévaluation de la politique monétaire américaine soutiendrait l'USD encore davantage.

Zone euro

- Les risques politiques de l'Italie sont passés au second plan mais pourraient resurgir à l'avenir.
- La BCE a réitéré sa position accommodante lors de sa réunion de janvier, son président Mario Draghi soulignant les risques économiques à l'horizon.
- Une prime de risque sur l'EUR nous semble toujours justifiée par la modération de la dynamique économique, par les risques politiques et par des politiques monétaires toujours divergentes.

Japon

- Le JPY est stable par rapport à l'USD depuis le début de l'année, conformément à notre vision neutre de ce taux de change.
- Les écarts de taux d'intérêt devraient favoriser l'USD mais la corrélation plus marquée des valeurs refuges et le potentiel de normalisation de la Banque du Japon laissent prévoir une appréciation du JPY.

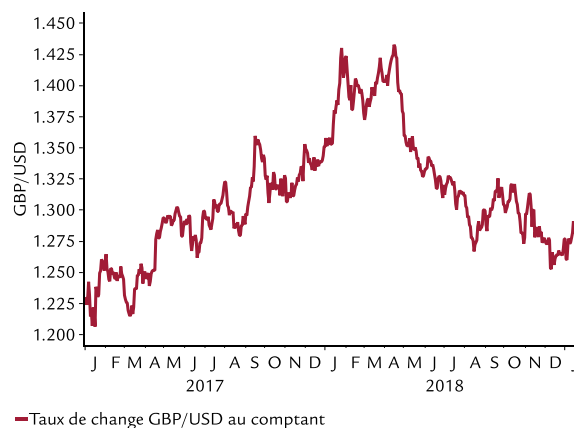
Royaume-Uni

- La GBP s'est redressée au cours du mois écoulé, les marchés revoyant à la baisse 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, cette voie s'annonce extrêmement cahoteuse compte tenu de la confusion politique du Royaume-Uni, ce qui nous incite à nous détourner de la GBP.

Suisse

- Depuis le début de l'année, le CHF s'est stabilisé par rapport à l'EUR mais il a reculé face 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.
- 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.

La GBP regagne le terrain perdu



— Taux de change GBP/USD au comptant

MACROBOND

La nette amélioration de l'attitude des marchés financiers à l'égard des actifs risqués depuis début 2019 est difficilement visible sur les taux de change, si l'on excepte l'envolée des monnaies émergentes. De fait, les monnaies « refuges » comme le JPY ou le CHF n'ont rien cédé face, respectivement, à l'USD et à l'EUR, tandis que la monnaie unique reculait encore davantage par rapport au billet vert. Nous pensons que l'EUR va rester sous pression. Premièrement, les indicateurs avancés donnent une très mauvaise image de l'activité manufacturière dans la zone euro alors que les statistiques économiques restent excellentes outre-Atlantique. Deuxièmement, nous nous attendons pour les neuf prochains mois à un statu quo de la BCE mais à deux relèvements supplémentaires de la part de la Réserve fédérale, ce que les marchés n'intègrent pas pour le moment. Enfin, les risques politiques – Italie, Brexit et droits de douane américains éventuels sur les automobiles européennes – justifient une prime de risque sur l'EUR. Entre-temps, la GBP s'est envolée malgré un horizon toujours aussi incertain concernant le Brexit, mais les marchés ont bien réagi à deux éléments du dossier. Premièrement, le rejet massif de l'accord de sortie par le Parlement britannique laisse la porte ouverte à un scénario d'absence de Brexit. Deuxièmement, de plus en plus de signes indiquent que les députés chercheraient à mettre en place une procédure visant à éviter un Brexit sans accord. Même si nous pensons que c'est une sortie négociée sous une ou forme ou sous une autre (Brexit « à l'aveugle ») qui l'emportera, les choses peuvent encore s'envenimer avant la résolution de la crise et nous préférons rester à l'écart de la GBP pour le moment.

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.