

Avril 2018

Taux d'intérêt & obligations

La hausse des taux a cessé

Etats-Unis

- Les craintes que les rendements à 10 ans ne dépassent les 3% ne se sont pas vérifiées à ce jour : les taux se sont stabilisés en mars, entre 2,8% et 2,9%.
- La Fed a relevé ses taux pour la sixième fois du cycle actuel (c'est-à-dire depuis fin 2015) et elle estime que deux autres hausses cette année seraient appropriées.
- Lors de sa première conférence de presse à la tête de la Fed, Jerome Powell a mis l'accent sur la continuité.

Zone euro

- Les investisseurs se focalisent sur les perspectives de fin du programme d'achats d'actifs de la BCE. Nous avons revu notre position et pensons dorénavant que ces pratiques auront cessé d'ici à la fin de l'année.
- Maintenant que la menace de déflation a disparu, la BCE peut réduire progressivement ses achats, sans que l'inflation ne se presse de remonter ses taux.

Japon

- Tandis que se profile la fin du programme d'achats d'actifs de la BCE, la Banque du Japon reste la plus accommodante des banques centrales.
- Les taux à 10 ans se rapprochent de zéro en cette fin mars. Depuis fin 2016, les rendements ne sont jamais vraiment sortis d'une fourchette de 0% à 0,1%.

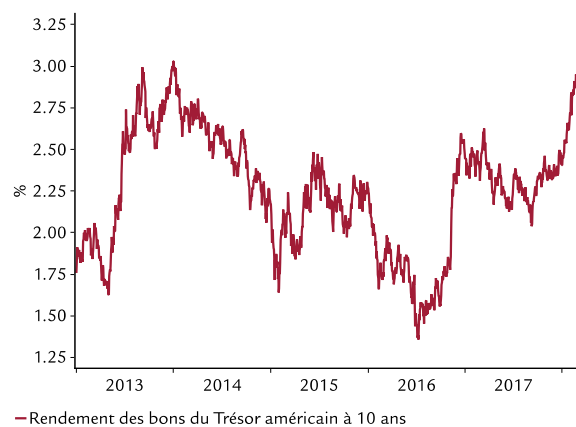
Royaume-Uni

- L'inflation a atteint son pic au moment où s'atténue l'impact du recul de la livre. Nous attendons néanmoins un relèvement des taux britanniques avant la fin de l'année.

Suisse

- Les rendements à 10 ans devraient lentement remonter ces prochaines semaines, parallèlement aux *Bunds*.
- Bien que la Suisse, très exportatrice, soit exposée aux tensions du système d'échanges internationaux, les emprunts de la Confédération serviraient de valeur refuge si des préoccupations survenaient de ce côté.

Les craintes d'inflation retombent



Source: MACROBOND

2018 a commencé par une vive remontée des taux américains à long terme, due avant tout aux craintes que l'inflation ne progresse plus vite que prévu aux Etats-Unis. En théorie, au vu de la tension sur le marché du travail outre-Atlantique et de la durée du cycle économique, des pressions inflationnistes sont à prévoir. De plus, la politique budgétaire de relance de l'administration américaine devrait tirer les prix à la hausse. Quelques statistiques début 2018 allaient dans ce sens. Les participants au marché ont alors commencé à revoir leurs projections de rythme de normalisation de la politique monétaire. Mais ces craintes d'inflation sont retombées ces dernières semaines, et les taux à 10 ans se sont stabilisés entre 2,8% et 2,9%. Les chiffres de l'inflation de février étaient sages, confirmant notre scénario d'inflation américaine certes plus élevée en 2018 qu'en 2017, mais pas au point de devenir incontrôlable. En outre, lors de sa première conférence de presse, le nouveau président de la Fed, Jerome Powell, a présenté la politique prévue d'ici à la fin de l'année, annonçant que deux hausses de taux étaient à prévoir en 2018 après le relèvement de mars, déjà totalement anticipé. La normalisation de la politique monétaire devrait selon nous tirer les taux à 10 ans en légère hausse d'ici au milieu de l'année. En revanche, si les craintes de protectionnisme s'accroissaient, les rendements pourraient retomber, dans un climat hostile au risque.

Actions

Des valorisations plus réalistes soutiendront le marché

Etats-Unis

- De tous les indices étudiés ici, le S&P500 est le seul à afficher une progression depuis début 2018.
- La dynamique de résultats reste positive, puisqu'une hausse des bénéfices à deux chiffres est attendue toute cette année.
- La correction du marché au premier trimestre a ramené les valorisations à des niveaux plus réalistes, ce qui devrait attirer les investisseurs institutionnels ces prochaines semaines.

Zone euro

- Les indices de sentiment économique suggèrent que la hausse de l'euro, amorcée il y a 18 mois, a ses premiers effets délétères.
- Avec la solide dynamique économique et la faculté retrouvée d'augmentation des prix, les bénéfices devraient croître à près de deux chiffres cette année.
- Par rapport au rendement des emprunts souverains, les valorisations des actions restent très attrayantes.

Japon

- Le taux de change effectif du yen a gagné 5% depuis le début de l'année.
- Malgré une croissance soutenue et un marché du travail tendu, la popularité du gouvernement est écornée par un scandale politique.
- La politique monétaire reste favorable aux actifs risqués au Japon.

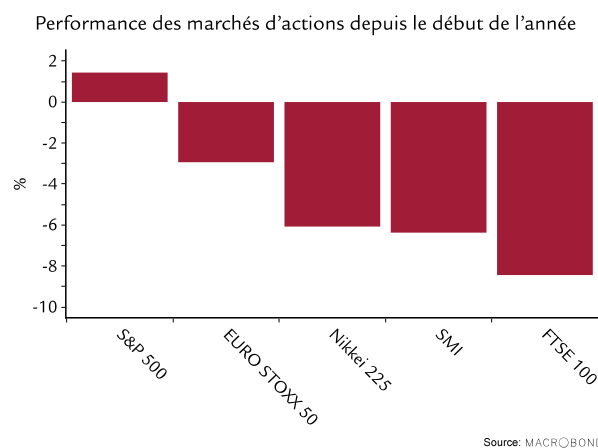
Royaume-Uni

- De tous les indices étudiés ici, le FTSE 100 accuse le plus fort repli depuis le début de l'année.
- L'accord avec l'UE sur la période de transition devrait permettre aux entrepreneurs de préparer l'avenir avec un minimum de certitude.

Suisse

- L'activité économique domestique s'accélère.
- Le franc suisse devrait légèrement reculer d'ici à la fin de l'année, ce qui profitera aux secteurs exportateurs.

Un seul marché en hausse depuis le 1^{er} janvier 2018



Les marchés d'actions ont connu un début d'année mouvementé. Des cinq régions étudiées ici, seul l'indice boursier des Etats-Unis affiche une progression depuis le 1^{er} janvier 2018. La correction récente du marché s'expliquait avant tout par un revirement de la vision qu'ont les investisseurs de l'équilibre entre croissance mondiale et inflation. Pour une majorité d'analystes, le fait que les craintes de déflation aient disparu va permettre une normalisation des politiques monétaires. Mais surtout, les injections de liquidités, à travers l'assouplissement quantitatif, vont maintenant diminuer. Le marché s'adapte à ce changement de régime avec le retour de la volatilité, qui devrait rester élevée selon nous au cours des prochains mois et trimestres. Nous pensons toutefois que les arguments en faveur d'une croissance des marchés d'actions sont plus puissants que les facteurs de risque pour les trois mois à venir. Premièrement, les dynamiques de résultats sont vigoureuses, des deux côtés de l'Atlantique. En outre, les analystes continuent de relever leurs estimations de bénéfices. Il s'ensuit que les valorisations, telles que le ratio cours/bénéfices, se sont détendues depuis le début de l'année. Dans le même temps, elles restent intéressantes par rapport au marché obligataire. Soulignons toutefois que le retour de la volatilité exige des actionnaires d'investir avec prudence. Nous maintenons donc nos stratégies de contrôle des risques dans la mise en œuvre d'une allocation d'actifs légèrement surpondérée en actions pour le mois qui vient.

Devises

Nous attendons un USD stable

Etats-Unis

- La courbe des taux américaine reste singulièrement plate, ce qui pose un problème latent pour l'USD.
- A l'inverse, les forces cycliques et les divergences de politiques monétaires devraient soutenir le billet vert.
- Sous l'effet de ces influences contradictoires, l'USD ne devrait pas beaucoup fluctuer face aux autres grandes monnaies au cours des trois prochains mois.

Zone euro

- Une BCE plutôt accommodante et le pic des indices des directeurs d'achats de la zone euro ont mis un terme à la hausse de la monnaie unique.
- La courbe des taux est relativement pentue, un trait qui pourrait encore s'accroître, au bénéfice de l'EUR.
- La persistance d'une conjoncture « juste comme il faut » (forte croissance, sans craintes d'inflation) ménage à l'EUR un potentiel de hausse supplémentaire.

Japon

- L'appréciation enregistrée jusqu'ici par le yen devrait s'interrompre selon nous. La Banque du Japon reste extrêmement accommodante.
- Pourtant, les statistiques macroéconomiques actuellement très positives et la sous-évaluation du yen laissent prévoir une remontée de ce dernier à moyen-long terme.

Royaume-Uni

- L'accord avec l'UE sur une période de transition constitue un progrès inattendu, qui a profité à la GBP sur le marché des changes.
- Les chiffres de l'activité économique et les incertitudes persistantes quant au Brexit sont voués à peser sur la GBP, à l'égard de laquelle nous restons neutres pour le moment.

Suisse

- Globalement, le marché ne pense plus que la BNS relèvera ses taux avant la BCE. Les positions de portage sont un peu plus favorables à l'EUR qu'au CHF.
- Le sentiment favorable au risque et des considérations de valorisation laissent prévoir un nouveau repli du CHF. Nous pensons que l'EUR/CHF se rapprochera de 1,20 d'ici à la fin de l'année.

Une courbe des taux plate porte préjudice à l'USD



Malgré les craintes de dégradation des relations commerciales internationales, le contexte positif d'une croissance mondiale soutenue, couplée à une inflation relativement sage, devrait entretenir un sentiment favorable au risque. La volatilité a un peu augmenté sur les marchés des changes, mais moins que pour les autres catégories d'actifs. Avec un sentiment plus favorable au risque, le CHF et le JPY, deux valeurs sûres qui bénéficient habituellement de la montée de l'hostilité au risque sur les marchés financiers, subissent une pression à la baisse. Concernant les perspectives d'évolution de l'USD, les prévisions de resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale, la tension persistante du marché du travail et la politique budgétaire accommodante tardive dans le cycle économique devraient, en toute logique, tirer le billet vert à la hausse. Comme la courbe des taux américains apparaît plutôt plate relativement à celles des autres marchés, l'USD se révèle moins attractif que l'EUR, par exemple, dont la courbe des rendements est, elle, plutôt pentue (voir le graphique ci-dessus). En outre, les craintes de déficits jumeaux et le coût de couverture élevé de l'USD pourraient inciter les investisseurs à se diversifier hors de cette monnaie de réserve. Compte tenu de ces forces opposées, nous pensons que l'USD ne va pas beaucoup fluctuer par rapport aux autres grandes monnaies. Bien que les dynamiques de croissance de la zone euro semblent avoir atteint leur apogée, nous croyons toujours au potentiel de hausse de l'EUR face au CHF. Ce dernier reste surévalué et il est très peu probable que la BNS normalise sa politique monétaire avant la BCE. De telles spéculations avaient entraîné une appréciation temporaire du franc suisse ces dernières semaines.

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



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), 44 avenue Georges Pompidou, F-92302 Levallois-Perret 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