

Août 2018

Taux d'intérêt & obligations

La politique reste aux commandes

Etats-Unis

- Nous maintenons notre scénario de normalisation progressive de la politique monétaire (une hausse des taux de la Fed en 2018, puis trois en 2019).
- Même si les tensions sino-américaines se sont encore accentuées, une véritable guerre commerciale lourde de conséquences pour la croissance n'est toujours pas notre scénario de base. C'est un scénario pessimiste, dont la probabilité a toutefois augmenté.
- Nous pensons que les taux longs vont atteindre petit à petit le haut de la marge de fluctuations, à 3,10% d'ici à la fin de l'année.

Zone euro

- Les prix de l'énergie redeviennent déterminants pour l'inflation (l'inflation totale a atteint 2% en juin).
- L'inflation sous-jacente devrait clairement dépasser 1% en fin d'année, avec le comblement des écarts de production.
- Comme la BCE met progressivement fin à ses achats d'actifs, les rendements ont une marge de hausse. Celle-ci sera graduelle, car la BCE réinvestira encore un certain temps les obligations arrivant à échéance.

Japon

- Hausse des taux à 10 ans due aux conjectures de changement de la politique monétaire extrêmement accommodante de la Banque du Japon.
- Malgré un bond de 5 points de base en une séance, les taux à 10 ans restent compris entre 0 et 10 pb.

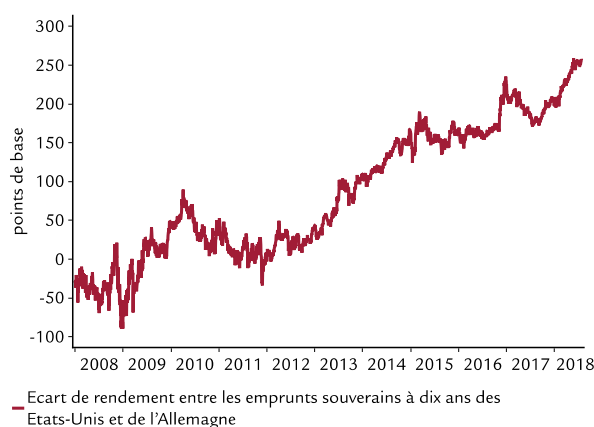
Royaume-Uni

- Les contrats à terme intègrent un relèvement des taux de la Banque d'Angleterre le 2 août.
- Or, la détente inflationniste et le regain d'incertitudes liées au Brexit n'y sont a priori pas favorables.

Suisse

- Malgré leur sursaut récent, les rendements souverains à 10 ans sont négatifs depuis mi-juin.
- Mais nous pensons qu'ils seront positifs en fin d'année.

Record de plusieurs années pour l'écart de rendement entre les Bunds et les bons du Trésor américain



Source: MACROBOND

L'été a été chaud jusqu'ici – en termes de températures mais aussi d'actualité politique. Ces dernières semaines, le gouvernement Trump a durci sa position commerciale, mais à cet obstacle s'ajoutent un risque non négligeable d'échec des négociations du Brexit et la présentation du budget du nouveau gouvernement italien en septembre. Les risques politiques font partie des causes de la faiblesse relative des rendements des emprunts d'Etat des pays centraux de l'UE. Le *Bund* avoisinait les 40 pb fin juillet, le même niveau qu'en début d'année. Aux Etats-Unis, en revanche, les taux longs ont augmenté de plus de 50 pb depuis janvier, se situant aujourd'hui un peu en dessous de 3%. Ainsi l'écart de rendement entre les emprunts souverains d'Allemagne et des Etats-Unis a atteint environ 250 pb, du jamais-vu en plusieurs années. Nous pensons que cet écart se réduira dans les semaines et mois à venir. Les taux des pays centraux de l'UE ont encore un potentiel de hausse selon nous, alors que celui des taux américains semble à présent limité. Malgré ces risques politiques, nous prévoyons toujours une hausse générale des taux américains et européens ces prochaines semaines et jusqu'à la fin de l'année, et jugeons un peu plus probable le scénario pessimiste (guerre commerciale), qui comprimerait les rendements à long terme.

Actions

La volatilité va durer

Etats-Unis

- Les bénéfices restent un soutien majeur. Comme ils ont progressé plus vite que les cours, les valorisations sont plus attractives que début 2018.
- Le marché des contrats à terme ne fait ressortir aucun consensus sur une augmentation significative des rendements à long terme aux Etats-Unis. Les actions restent intéressantes en termes relatifs.
- Les statistiques économiques restent solides au deuxième trimestre. Nous pensons qu'elles devraient se tasser progressivement au second semestre.

Zone euro

- Les indices des directeurs d'achats illustrent le type de modération de la croissance à l'œuvre dans la zone euro, à savoir un décrochage de niveaux exceptionnellement hauts (vers 60 points) vers des niveaux solides (aux alentours de 55 points).
- Les prévisions s'adaptent à cette réalité d'une modération de la croissance. L'indice de surprise économique s'est normalisé mais reste négatif.

Japon

- Du bien-fondé des rumeurs de changement de politique monétaire dépendra l'orientation des actions.
- Avec un repli de 0,7%, le Nikkei 225 est le moins performant des indices suivis ici depuis début 2018.

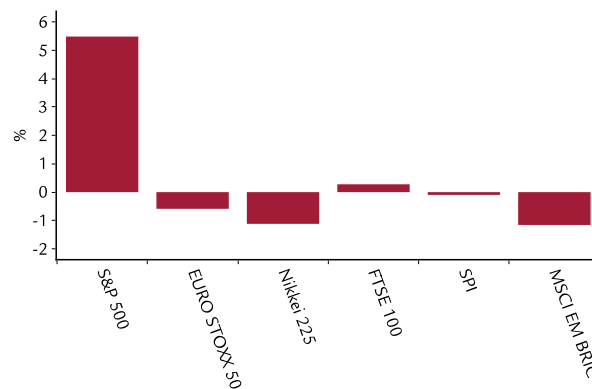
Royaume-Uni

- En hausse de 0,9%, le FTSE 100 est le moins performant des indices suivis ici depuis le début du mois.
- La livre a encore reculé en juillet, pour atteindre son plus-bas de 2018, ce qui bénéficie aux exportateurs.
- Nous devrions en savoir plus sur l'orientation de la politique monétaire après la réunion de la Banque d'Angleterre du 2 août.

Suisse

- Le SPI a enregistré une envolée de 4% depuis le début du mois, dépassant ainsi son pic temporaire de mi-mai.
- Petite économie ouverte, la Suisse est relativement plus exposée aux risques d'escalade des litiges commerciaux.
- Quoique toujours en phase de reprise, l'industrie suisse pourrait atteindre un plateau prochainement.

Les Etats-Unis se démarquent



■ Performance depuis le début de l'année (jusqu'au 24 juillet)

Source: MACROBOND

Les Etats-Unis distancent clairement les autres marchés d'actions depuis le début de l'année, avec une progression de 5,5% pour le S&P 500. A l'inverse, les actions européennes sont globalement au même niveau que début janvier, voire un peu en dessous. Le même constat vaut pour le Nikkei 225. Ce sont les marchés émergents qui ont le plus souffert. Les craintes liées à la politique commerciale américaine semblent peser sur les actions de ces pays – et surtout de la Chine –, mais aussi de l'Europe et du Japon, tous susceptibles de pâtir de manière disproportionnée d'un virage protectionniste américain. Les marchés européens ont connu en outre un accès de faiblesse après la formation du gouvernement italien. Inversement, les actions américaines continuent de tirer profit des réformes fiscales dans un contexte de bénéfices des entreprises toujours florissants. Les risques politiques liés au protectionnisme, au nouveau gouvernement italien et aux négociations du Brexit sont loin d'être surmontés. Au vu de la performance boursière positive de tous les indices mondiaux depuis le début du mois (3,8% pour le S&P 500, 2,6% pour l'EURO STOXX 50 et 1,4% pour le Nikkei 225), les marchés d'actions seraient-ils trop confiants ? Les actions ont certes réagi aux événements politiques depuis le début de l'année, mais il semblerait qu'elles s'habituent aux risques à long terme. Il est peu probable que le litige commercial sino-américain soit réglé de sitôt ou que la politique économique italienne se clarifie. Sauf bouleversement politique, nous restons prudemment optimistes pour les marchés d'actions dans l'avenir proche. Le contexte macroéconomique mondial et la dynamique des bénéfices restent favorables et les valorisations des actions sont toujours attractives par rapport aux obligations.

Devises

Encore un mois de hausse pour le dollar

Etats-Unis

- Le taux de change effectif de l'USD réagit vivement aux fluctuations du CNY/USD (la part de la Chine dans l'indice pondéré des échanges est de 22%).
- Les prévisions d'action de la Fed ne constituent pas le principal moteur de l'USD actuellement. Comme le marché des contrats à terme, nous attendons encore une hausse de taux avant la fin de l'année.
- L'EUR/USD n'a pas dépassé 1,18 depuis mi-mai.

Zone euro

- Nous distinguons un potentiel d'appréciation de l'EUR/USD. Notre scénario de base ne prévoit pas de droits de douane américains sur les automobiles européennes, ce qui pèserait sur la monnaie unique.
- La réunion de la BCE de juillet ne devrait pas influencer outre mesure sur les marchés, la fin du programme d'achats d'actifs prévue pour décembre ayant déjà été annoncée en juin.

Japon

- Les conjectures d'une inflexion moins accommodante de la politique monétaire ont profité au JPY.
- Dans le même temps, le JPY est une monnaie refuge, très exposée au risque d'une guerre commerciale.
- Nous pensons que l'inflation totale passera temporairement en dessous de zéro d'ici à la fin de l'année.

Royaume-Uni

- La livre suit une pente descendante depuis mi-avril.
- La complication des négociations du Brexit a encore pesé tout récemment sur la GBP.
- Nous devrions en savoir plus sur l'orientation de la politique monétaire après la réunion de la Banque d'Angleterre du 2 août.

Suisse

- Le CHF/USD reste à la parité (ou un peu en dessous) depuis mai et devrait selon nous se maintenir aux niveaux actuels.
- Nous prévoyons une remontée progressive du CHF/EUR jusqu'à la fin de l'année, de 1,16 actuellement à 1,18.
- La BNS ne devrait pas commencer à relever ses taux avant la BCE, et les marchés des contrats à terme ont encore une marge d'adaptation à ce scénario.

Le yuan chinois en chute libre



Source: MACROBOND

L'effondrement du CNY face à l'USD peut s'expliquer de deux manières. Pour certains participants au marché, c'est un message des autorités chinoises. A l'heure où Donald Trump menace de multiplier les droits de douane sur les importations chinoises, l'empire du Milieu montre qu'il peut dévaluer sa monnaie en cas de besoin. D'autres observateurs interprètent cette dépréciation monétaire récente comme une réaction du marché. Comme le régime de change chinois s'est assoupli, la monnaie réagit dans des proportions plus importantes à l'évolution du sentiment du marché. Cette deuxième interprétation nous semble la plus crédible ; il est en effet trop tôt pour que la Chine joue la carte de la dévaluation face aux Etats-Unis. Une dévaluation du CNY représente (tout comme les ventes de bons du Trésor américain) un outil très puissant, que le pays n'utilisera selon nous qu'une fois toutes les autres possibilités épuisées. Il est difficile a priori d'anticiper la réaction de l'USD en cas de guerre commerciale ; certains arguments parlent en faveur d'une appréciation du billet vert, mais d'autres laissent supposer un recul. Jusqu'ici, les craintes liées à une politique commerciale américaine plus protectionniste ont tiré l'USD à la hausse. Son taux de change effectif a ainsi progressé de 0,8% depuis début juillet et de 5% depuis début janvier. Cependant, la politique commerciale n'explique pas à elle seule la vigueur de l'USD. L'économie américaine est plus dynamique que les autres et la Réserve fédérale est la seule banque centrale engagée dans un cycle de hausse des taux. Nous ne prévoyons pas d'appréciation généralisée de l'USD à l'avenir. Par exemple, nous distinguons un potentiel de hausse pour l'EUR/USD.

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.