

Septembre 2018

Taux d'intérêt & obligations

Attention aux risques politiques en Europe

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).
- Les taux à long terme devraient tendre petit à petit vers le haut de la marge de fluctuation, pour atteindre 3,10% en fin d'année.
- L'inflation totale devrait amorcer une décrue progressive.

Zone euro

- L'inflation est montée à 2,1% cet été mais, sachant que 0,9% provenait de l'énergie, la BCE ne considère pas qu'elle puisse s'auto-entretenir à ce niveau.
- La politique va revenir au cœur des préoccupations des marchés financiers. Le Brexit, en particulier, est loin d'être résolu.
- Comme la BCE met progressivement fin à ses achats d'actifs, les rendements ont une marge de progression à moyen terme, en particulier sur les marchés périphériques.

Japon

- La Banque du Japon n'a que modérément ajusté sa politique monétaire, stoppant ainsi la tendance récente à une hausse des rendements des emprunts souverains.
- Malgré l'accélération progressive de la croissance des salaires, l'objectif d'inflation de 2% reste hors de portée pour la banque centrale.

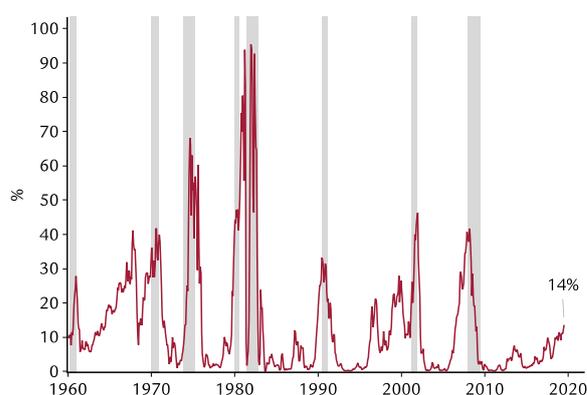
Royaume-Uni

- La banque centrale a relevé ses taux comme prévu.
- Après la chute de la livre suite à l'allusion de Mark Carney à un « Brexit sans accord », les conditions financières restent extrêmement accommodantes.

Suisse

- Vu le regain de vigueur du franc, il est à peu près certain que la BNS ne prendra pas de mesure de politique monétaire isolément de ses homologues.
- Les emprunts de la Confédération à 10 ans devraient monter à 0,1% d'ici à la fin de l'année selon nous.

Ce que dit vraiment la courbe des taux



— Indicateur de risque de récession (fondé sur la courbe des taux)

MACROBOND

Les craintes d'un ralentissement économique brutal dû à la politique commerciale des Etats-Unis ne se sont pas vérifiées à ce jour. La croissance du PIB du deuxième trimestre est ressortie dans le haut de la fourchette de prévisions, notamment aux Etats-Unis, où les baisses d'impôts exercent une forte dynamique procyclique sur l'activité. Bien que l'inflation totale ait augmenté, elle semble encore loin de dépasser les objectifs des banques centrales. La combinaison d'une croissance soutenue et d'une hausse de l'inflation ne s'est pas encore traduite par une remontée des rendements obligataires nominaux. Compte tenu de la normalisation de la politique monétaire de la Fed, les investisseurs commencent à s'inquiéter des signaux envoyés par l'aplatissement de la courbe des taux, qui annonce pour nombre d'entre eux un risque de récession de l'économie américaine. Pourtant, selon le modèle de la Réserve fédérale de New York fondé sur la pente de la courbe, la probabilité actuelle de récession américaine à un an serait de 14%. C'est la politique qui menace le plus les marchés selon nous, le Brexit et le budget italien devant monopoliser l'actualité du mois à venir. Dans le contexte de la crise turque, notons que la performance des obligations émergentes en monnaies fortes rejoignait celle des obligations d'entreprises des pays développés, gage de leur résistance aux mesures commerciales américaines et de leur insensibilité aux politiques monétaires des pays développés.

Actions

La Bourse américaine sous perfusion

Etats-Unis

- Les valorisations boursières américaines restent relativement attrayantes en l'absence de consensus sur une hausse significative des rendements obligataires à long terme.
- L'économie et la Bourse américaines bénéficient des réformes fiscales de l'administration Trump.
- Nous prévoyons une bonne performance des actions au cours du mois, principalement au vu de l'évolution plus positive de nos modèles quantitatifs.

Zone euro

- La divergence avec la Bourse américaine s'explique par l'effet positif de la réforme fiscale aux Etats-Unis, couplé aux tensions politiques en Europe.
- Le Brexit et les incertitudes liées au budget italien risquent de peser encore sur le sentiment des investisseurs en Europe.
- Le moral des entreprises et les statistiques économiques se sont toutefois stabilisés dans la région, dissipant les craintes d'un ralentissement brutal au second semestre 2018.

Japon

- Contrairement à ce que certains craignaient, la Banque du Japon n'a pas annoncé de revirement de sa politique monétaire, qui restera accommodante.
- Couplée aux statistiques économiques, la nouvelle a fait légèrement progresser les actions sur le mois.

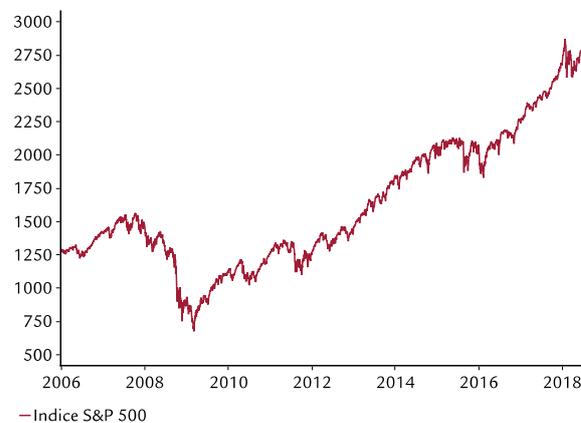
Royaume-Uni

- La hausse du taux directeur suppose un renchérissement du crédit sur le marché intérieur et bénéficie modérément aux valeurs financières.
- La déclaration du gouverneur de la Banque d'Angleterre sur un « Brexit sans accord » a fait plonger la livre à de nouveaux plus-bas pour l'année, au détriment des secteurs exportateurs.
- Le Brexit tourmentera de nouveau les marchés financiers européens ces prochaines semaines.

Suisse

- Les analystes *bottom-up* ont sensiblement révisé leurs estimations en hausse pour 2019.
- En même temps, ils n'ont peut-être pas encore pleinement intégré la remontée du franc face à l'euro.
- Petite économie ouverte, la Suisse est relativement plus exposée aux risques d'escalade des litiges commerciaux.

La Bourse américaine carbure à la réforme fiscale



MACROBOND

La divergence entre l'évolution des marchés boursiers aux Etats-Unis et en Europe s'est encore accrue le mois dernier, puisque l'indice S&P 500 a surperformé son homologue britannique, le FTSE 100, de 6% sur la période. Cet écart s'explique largement par des facteurs politiques pour les deux pays. Tandis que les chiffres du PIB américain du deuxième trimestre semblent refléter un effet positif très marqué des réformes fiscales sur l'économie intérieure, les incertitudes du Brexit pèsent toujours sur l'activité du Royaume-Uni. Nous n'attendons pas de clarifications sur ce plan au moins jusqu'à la convention du parti conservateur, fin septembre. La sortie britannique de l'Union européenne devrait donc redevenir un thème majeur pour les marchés financiers européens. Dans le même temps, les résultats des entreprises restent très solides et dépassent les attentes des analystes, qui ont donc relevé leurs estimations pour 2019. Bien que le S&P 500 ait atteint des pics historiques, les investisseurs sont peu enclins au risque, et même de moins en moins d'après nos calculs. A court terme, l'excès d'euphorie ne semble donc pas menacer les marchés d'actions selon nous. Mais les actionnaires risquent-ils de négliger les signaux des autres catégories d'actifs ? Doivent-ils s'inquiéter de l'aplatissement de la courbe des taux américaine ? Pas encore, conclut notre analyse : la forme actuelle de la courbe a toujours correspondu à des phases de robustesse pour les marchés d'actions, et les entreprises bénéficient habituellement d'une grande faculté à augmenter leurs prix lorsque le cycle économique se trouve à un stade avancé.

Devises

Un été politiquement chaud

Etats-Unis

- L'USD s'est apprécié de manière générale en août : face aux monnaies émergentes, à la GBP et, la première quinzaine, face à l'EUR.
- Nous restons optimistes pour l'USD vu les obstacles politiques des semaines à venir dans la zone euro, au Royaume-Uni et en Turquie, la tendance au protectionnisme ayant été jusqu'ici favorable au billet vert.
- La vigueur de l'économie profite aussi à l'USD.

Zone euro

- Les craintes liées à l'Italie et à la Turquie vont continuer de peser sur l'EUR.
- La présentation du budget italien dévoilera la posture budgétaire et les priorités politiques du nouveau gouvernement.
- L'accord entre Trump et Juncker a soulagé l'industrie automobile d'Europe.

Japon

- Nous prévoyons un JPY/USD stable pour les prochaines semaines.
- Le JPY est une monnaie refuge, mais en même temps 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 GBP fut durement touchée, la première quinzaine d'août, par l'augmentation du risque que le Royaume-Uni ne sorte de l'UE sans accord.
- Le taux de change GBP/USD a chuté à 1,27, du jamais-vu depuis l'été 2017.
- La GBP reste affectée par les craintes liées au Brexit.
- La Banque d'Angleterre a relevé son taux directeur de 25 pb. C'est sa première vraie hausse en dix ans, celle de fin 2017 n'ayant fait qu'annuler la baisse qui avait suivi le référendum sur le Brexit.

Suisse

- La situation du CHF reste fragile. En tant que monnaie refuge, il réagit immédiatement aux craintes pour la stabilité dans la zone euro.
- Nous pensons que le CHF/EUR restera aux alentours de 1,14 ces prochaines semaines, avant de se redresser un peu jusqu'à 1,15 pour la fin de l'année.
- Les dépôts à vue de la Banque nationale suisse ont légèrement augmenté depuis le mois de mars.

Le franc suisse reste sensible aux risques



— Taux de change EUR/CHF

MACROBOND

Le CHF constitue un bon indicateur de la perception des risques pour la stabilité de la zone euro. Au printemps 2017, les élections françaises avaient enclenché une phase d'appréciation généralisée de l'EUR. L'année 2017 avait été excellente en termes de cycle économique également, ce qui avait encore profité à la monnaie unique. En avril 2018, l'EUR/CHF a même brièvement passé l'ancien taux plancher de 1,20. La formation du nouveau gouvernement italien a mis un coup d'arrêt à l'ascension de l'EUR/CHF. Les craintes de dislocation de l'union monétaire et la dégradation des finances publiques italiennes ont sensiblement affaibli l'EUR, et le CHF a servi de monnaie refuge. Pendant l'été, la crise monétaire turque a conduit à s'interroger sur la stabilité du secteur bancaire européen. Dans le même temps, le risque que le Royaume-Uni ne quitte l'Union européenne sans accord allait croissant. Enfin, les investisseurs se focalisent de plus en plus sur la présentation imminente du budget italien pour 2019. Nous prévoyons une stabilisation du taux de change EUR/CHF pour les semaines à venir. Une dissipation rapide des craintes liées à l'Italie (qui présentera son budget le 27 septembre), au Royaume-Uni ou à la Turquie nous semble peu probable et nous pensons que l'EUR va encore un peu reculer face à l'USD. D'un côté à l'autre de l'Atlantique, la divergence ne concerne pas seulement la politique monétaire, mais aussi la dynamique de croissance. L'USD devrait s'apprécier dans un contexte de risque politique en Europe, d'omniprésence du protectionnisme dans les médias et de vigueur de l'économie américaine.

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.