

Novembre 2018

## Taux d'intérêt & obligations

La politique toujours aux commandes

### Etats-Unis

- Les bons chiffres économiques et le ton haussier de la Fed ont fait flamber les taux des bons du Trésor à 10 ans, à plus de 3,20%, du jamais-vu depuis 2011.
- La volatilité devrait rester forte d'ici aux élections de mi-mandat, mais les écarts de crédit et les taux d'intérêt devraient se stabiliser vers les niveaux actuels.
- Nous attendons toujours une hausse de taux supplémentaire cette année, puis encore trois en 2019.

### Zone euro

- Les négociations du Brexit et la politique italienne dominent toujours les marchés, bridant le potentiel de hausse des rendements des *Bunds* allemands. Les écarts de crédit des pays périphériques fluctuent considérablement, au gré de l'actualité.
- La fin de l'assouplissement quantitatif nous semble clairement annoncée et les rendements devraient se redresser progressivement selon nous.
- La BCE ne relèvera sûrement pas ses taux avant la fin du deuxième trimestre 2019.

### Japon

- La courbe des taux s'est encore pentifiée avec l'achat ciblé de titres à court terme par la banque centrale.
- Sans attendre un net revirement de la politique monétaire, nous pensons que les spéculations autour du programme d'assouplissement monétaire japonais pourraient accentuer la pression sur les taux.

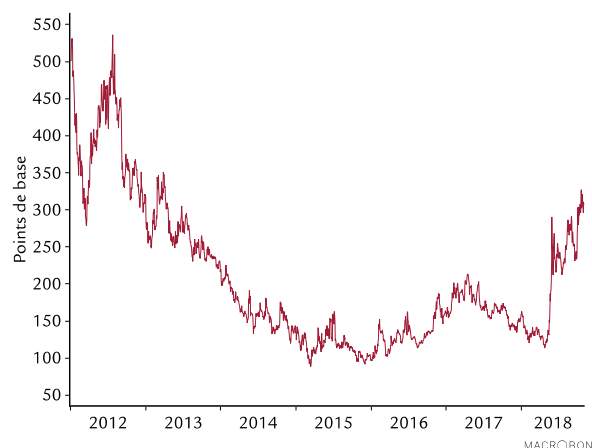
### Royaume-Uni

- Le Brexit « dur » n'est pas notre scénario de base mais il devient plus probable alors que les négociations s'enlisent, sans solution en vue.
- Comme les incertitudes croissantes pèsent toujours sur le moral des ménages, le marché exclut de plus en plus toute hausse de taux avant mi-2019.

### Suisse

- Les chiffres confirment comme nous le pensions que le haut du cycle a été atteint au premier semestre.
- Les rendements à 10 ans suivent ceux des *Bunds* et devraient terminer l'année dans le vert.

### Écart de taux des emprunts allemands et italiens à 10 ans



L'époque de l'équilibre parfait pour les investisseurs obligataires semble révolue mais le contexte de marché nous paraît toujours favorable, malgré la succession d'événements politiques inquiétants. Le dernier exemple en est l'Italie : son gouvernement europhobe, déterminé à tenir les promesses démagogiques de sa campagne, devrait encore creuser le déficit budgétaire, au risque d'un conflit avec l'UE. Compte tenu, en outre, d'un ratio dette/PIB déjà élevé et de la fin attendue de la politique monétaire accommodante de la BCE, les investisseurs se détournent rapidement du marché italien, ce qui devrait engendrer une envolée des primes de risque. L'écart de taux entre les emprunts souverains italiens et allemands a augmenté de plus de 3%, entraînant sans tarder une réaction de la part de Moody's. Bien que la solvabilité de l'Italie ne nous inquiète pas pour le moment, la situation devrait rester changeante et entretenir une forte volatilité des cours obligataires. Nous anticipons également un creusement des divergences entre les obligations des pays centraux de la zone euro et des émetteurs périphériques. De plus, nous restons préoccupés par le scénario d'un Brexit sans accord et ne pouvons écarter une nouvelle escalade de provocations sur le terrain de la politique commerciale américaine en vue des élections de mi-mandat. Nous préférons donc ne pas augmenter le risque de crédit et estimons que les taux vont se stabiliser autour de leurs niveaux actuels.

## Actions

Une volatilité appelée à perdurer

### Etats-Unis

- L'inaltérable bonne santé de l'économie américaine conforte nos attentes de hausses de taux supplémentaires de la part de la Réserve fédérale.
- Malgré une saison de résultats satisfaisante jusqu'ici, les incertitudes restantes quant au rythme et à l'ampleur de ces hausses rendent les marchés nerveux.

### Zone euro

- Les marchés d'actions de la zone euro évoluent toujours de manière chaotique, les dernières tendances du marché américain accentuant la tendance baissière.
- Le sentiment moins favorable des investisseurs et le ralentissement de la conjoncture limitent les perspectives de hausse du marché à court terme.
- La question du budget italien et le Brexit restent les principaux facteurs susceptibles d'entretenir la volatilité des marchés d'actions.

### Japon

- Le bien-fondé ou non des rumeurs de changement de politique monétaire sera décisif pour les actions.
- Avant les ventes massives récentes, le Nikkei 225 avait atteint des niveaux inédits depuis 1991.
- L'orientation des réformes japonaises et les retombées positives éventuelles d'une guerre commerciale sino-américaine font du Japon le deuxième marché le plus attrayant après les Etats-Unis.

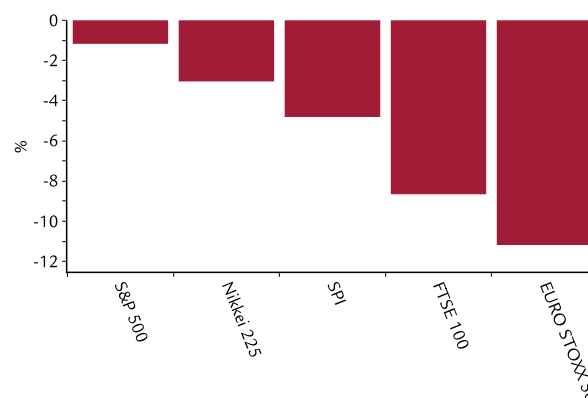
### Royaume-Uni

- Le S&P500 devance le FTSE100 depuis janvier.
- La probabilité plus réduite d'un accord sur le Brexit n'a pas affecté les grandes capitalisations à ce jour.
- La compétitivité future des biens et des services britanniques semble compter davantage. L'évolution de la GBP serait donc plus pertinente pour les grandes entreprises, mais les petites seront plus touchées en cas de Brexit « dur ».

### Suisse

- Petite économie ouverte, la Suisse reste exposée aux risques d'escalade des litiges commerciaux.
- Alors que l'industrie suisse est encore en phase de redressement, nous pensons qu'elle atteindra prochainement un plateau.

### Performance des marchés financiers depuis début 2018



■ Evolution depuis début 2018

MACROBOND

Malgré le basculement récent en territoire négatif de ses performances depuis début 2018, le marché d'actions américain reste pour le moment le plus dynamique de l'année. Le S&P 500 est en baisse de 1,0% depuis janvier, contre -3% pour le Nikkei 225. Le SPI suisse accuse un repli d'environ 5%. L'indice EURO STOXX 50 des marchés européens a abandonné 11%. Ce sont les marchés émergents qui ont le plus souffert (-18% pour l'indice MSCI correspondant). En Europe, les risques politiques associés à une politique commerciale protectionniste, au gouvernement populiste italien et aux négociations du Brexit n'ont pas disparu. En revanche, les actions américaines devraient rester les premières bénéficiaires de la réforme fiscale aux Etats-Unis et les résultats des entreprises y demeurent très satisfaisants, même si les estimations des analystes laissent à penser que le pic aurait été atteint. Les préoccupations liées à la politique commerciale et monétaire des Etats-Unis pèsent toujours sur les actions des pays émergents (au premier rang desquels la Chine), de l'Europe et du Japon. Les économies de ces régions pâtiraient de manière disproportionnée d'une politique commerciale américaine encore plus protectionniste. En conséquence de leur évolution négative sur un mois, les marchés d'actions internationaux sont redevenus plus attrayants. Autrement dit, les investisseurs semblent avoir revu les primes qu'ils exigeaient en échange des actifs risqués sachant que les politiques d'assouplissement quantitatives des banques centrales des pays développés ne peuvent plus que diminuer. La politique en Europe, les différends commerciaux et l'évolution incertaine de la politique monétaire sont autant de facteurs qui annoncent une volatilité toujours élevée sur les marchés d'actions.

## Devises

Nous restons haussiers sur le dollar

### Etats-Unis

- L'intégration par les marchés obligataires d'un resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale a profité à l'USD comme prévu.
- Malgré le durcissement des conditions financières (hausse de l'USD, recul de la Bourse), nous prévoyons toujours un relèvement de plus en 2018.
- La reprise des marchés émergents et une flambée inflationniste dans la zone euro pourraient remettre en cause notre scénario d'appréciation de l'USD.

### Zone euro

- L'EUR a reculé face à l'USD, touché par l'escalade du conflit budgétaire entre l'Italie et l'UE.
- Même si elle cesse prochainement ses achats d'actifs, la BCE ne devrait pas relever ses taux avant mi-2019.
- Une aggravation de la crise des marchés émergents pourrait accentuer la pression sur l'EUR face à l'USD et au CHF.

### Japon

- Contrairement aux rumeurs du marché, nous pensons que la réélection de Shinzo Abe consolide la politique monétaire accommodante du Japon.
- La résurgence de l'aversion au risque s'est traduite par une légère surperformance du JPY face à toutes les grandes monnaies hors USD le mois dernier.

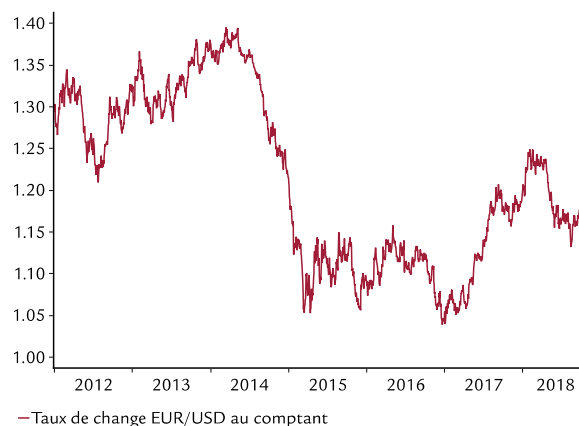
### Royaume-Uni

- La probabilité d'un Brexit sans accord s'est accrue ces dernières semaines.
- Le sommet de l'UE n'a pas eu d'issue décisive et la GBP a reculé principalement par rapport à l'USD.
- Le risque qu'elle ne se déprécie encore substantiellement d'ici au printemps reste donc significatif.

### Suisse

- Le CHF reste une valeur refuge en Europe, à l'heure où les incertitudes du Brexit, des finances publiques italiennes et de la coalition allemande au pouvoir doivent décider de l'orientation des marchés pour les prochains mois.
- Nous confirmons notre estimation de taux de change EUR/CHF à 1,14 pour fin 2018.
- La prévision d'inflation conditionnelle de la BNS laisse à penser que l'inflation ne devrait pas dépasser la marge de fluctuation visée avant 2020, même si la politique monétaire suisse reste inchangée.

### Le resserrement de la politique de la Fed profite au dollar



MACROBOND

Nous restons d'avis que l'EUR va continuer de reculer face à l'USD. Les thèmes qui dominaient déjà sur les marchés des changes le mois dernier resteront dans le viseur des investisseurs jusqu'à la fin de l'année. Alors que la Fed semble plus haussière qu'au premier semestre 2018, les écarts de rendement devraient continuer de soutenir le billet vert, et la surperformance de l'économie américaine par rapport au ralentissement des dynamiques de l'Europe devrait avoir le même effet. Ajoutons que les risques politiques sont repartis à la hausse sur le Vieux continent, ce qui devrait se traduire par une prime de risque pour les placements en euros. Nous pensons que le conflit budgétaire de l'Italie avec l'UE et la probabilité accrue d'un Brexit sans accord perdureront bien au-delà du premier semestre 2019. Dans un tel contexte, il est de plus en plus possible que la BCE reporte la normalisation de sa politique monétaire au-delà de la fin de son programme d'achat d'actifs, voire davantage encore. Cette conjonction de facteurs entretient une situation fragile pour le CHF, dont le risque d'appréciation par rapport à l'EUR et à la GBP devrait être pris au sérieux par les investisseurs. Concernant le Brexit, le scénario le plus vraisemblable selon nous serait une prolongation de la période de transition, ce que nous appelons un Brexit « à l'aveugle ». Il s'ensuit que les incertitudes quant à la forme finale de l'accord de sortie ne sont pas près de disparaître. A l'autre bout du monde, le JPY évolue en toute indépendance. Les discussions se poursuivent sur les probabilités de relâchement du contrôle de la courbe des taux par la Banque du Japon, qui constituerait un préalable à une certaine normalisation de sa politique monétaire.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.