

Février 2018

Taux d'intérêt & obligations

Les politiques monétaires moins accommodantes

Etats-Unis

- La reprise économique mondiale et la remontée des prix des matières premières renforcent les prévisions d'inflation sur les marchés des titres indexés sur la hausse des prix.
- Le relèvement des rendements nominaux des bons du Trésor américain semble donc bien ancré et devrait continuer progressivement.
- A en croire les contrats à terme sur les fonds fédéraux, le marché se rapproche de notre scénario de trois hausses de taux pour la Fed en 2018.

Zone euro

- La reprise économique s'est encore accélérée en Europe au dernier trimestre 2017.
- Les appels à un abandon des achats d'actifs de la BCE semblent prématurés sachant que son objectif d'inflation ne sera pas atteint avant 2020 au mieux.

Japon

- Les statistiques économiques japonaises se sont encore améliorées récemment, avec une inflation supérieure à 1% pour la première fois depuis 2015.
- Comme toutefois les salaires ne progressent pas et que le yen reste très sous-évalué, l'inflation ne devrait pas renouer durablement avec l'objectif officiel de 2% fixé par la politique monétaire japonaise.

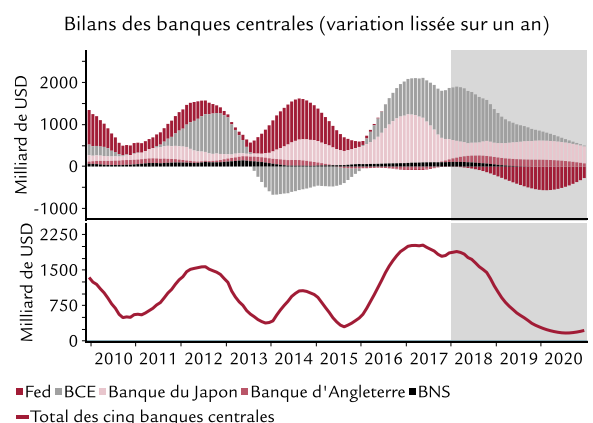
Royaume-Uni

- La flambée de l'inflation annuelle suite au Brexit est certainement passée, ce qui permet à la Banque d'Angleterre de s'installer dans une posture attentive.
- La politique budgétaire plus accommodante devrait stimuler l'offre de *gilts* en 2018, mais trouver des investisseurs avec l'incertitude du Brexit n'est pas aisé.

Suisse

- Les rendements des emprunts de la Confédération à 10 ans sont devenus positifs en janvier 2018.
- Pourtant, avec une inflation à son plus haut niveau depuis 7 ans, les taux réels restent négatifs sur toute la courbe des rendements souverains suisses.

Sevrage progressif



Source: MACROBOND

Quel motif a tiré ces dernières semaines les rendements des emprunts souverains américains, britanniques, allemands et suisses à leur plus haut niveau depuis douze mois ? D'abord, les marchés ont enfin commencé à tabler sur trois hausses des taux de la Fed cette année, notre scénario central depuis longtemps. La politique monétaire va devenir moins accommodante dans d'autres pays que les Etats-Unis également : le diagramme ci-dessus montre que le pic des achats d'actifs totaux par les banques centrales aurait été atteint en 2017. Le deuxième moteur du marché résidait dans la remontée des prévisions d'inflation. Sous cet angle, l'augmentation récente des rendements des obligations souveraines des pays développés nous semble justifiée. De plus, nous estimons toujours que le potentiel de hausse des emprunts d'Etat à 10 ans restera limité, entre 20 et 30 points de base d'ici à l'an prochain. La répression financière exercée par les banques centrales et les instances de réglementation vise à limiter les rendements obligataires nominaux pour assurer un refinancement bon marché aux débiteurs souverains en Europe, mais aussi au Japon. A moyen terme, nous tablons toujours sur une marge de fluctuation plafonnée à 2,8% pour les bons du Trésor américain à 10 ans. Un brusque dépassement de ce niveau au cours des prochaines semaines nous contraindrait à revoir nos prévisions pour la période jusqu'à fin 2018.

Actions

Les résultats, principal moteur des cours

Etats-Unis

- Le S&P500 affiche une performance exceptionnelle depuis le début de l'année, avec une hausse de plus de 6% au 25 janvier.
- Les dernières hausses mensuelles de plus de 6% remontaient à mars 2016 et octobre 2015, deux périodes de rebond des marchés d'actions.
- Les relèvements des prévisions de résultats après le vote des réformes fiscales ont joué un grand rôle.

Zone euro

- La solide conjoncture soutient les marchés d'actions.
- La fermeté de l'euro constitue un obstacle majeur pour les actions de la région : depuis le début de sa remontée mi-2017, l'Euro Stoxx 50 n'a pas de tendance claire.
- L'euro s'est apprécié sensiblement face au dollar ces dernières semaines, la force de l'une se conjuguant à la faiblesse de l'autre.

Japon

- Après une ascension remarquable au quatrième trimestre 2017, le Nikkei 225 a commencé l'année avec une nouvelle envolée : +4% au 25 janvier.
- Les dynamiques économiques sont favorables.
- Le taux de change effectif du yen a peu évolué ces dernières semaines, malgré une sous-évaluation très nette.

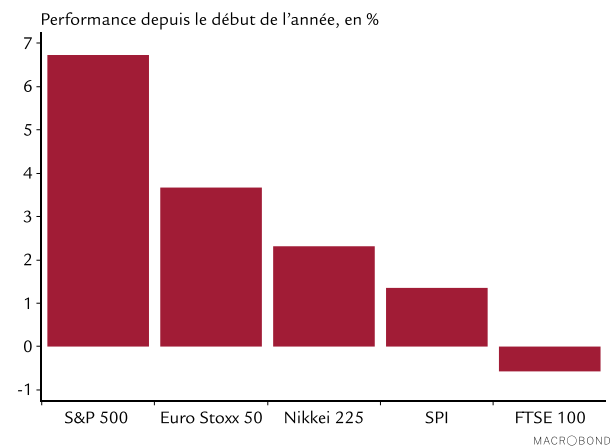
Royaume-Uni

- Le FTSE 100 est l'unique indice étudié ici à avoir reculé depuis le début de l'année.
- L'appréciation de la livre a joué un rôle négatif : son taux de change effectif a rejoint le haut de la fourchette des fluctuations enregistrées depuis mi-2016.

Suisse

- La Bourse suisse bénéficie toujours de la dépréciation du franc, amorcée mi-2017.
- Cette érosion du taux de change effectif a cessé en janvier avec la remontée du franc face au dollar.
- Comme la Suisse affiche un certain retard par rapport à la reprise mondiale de l'activité, son cycle économique peut encore progresser.

Démarrage impressionnant pour 2018



L'année 2018 a commencé par des hausses de cours impressionnantes durant les premiers jours de Bourse. De tous les indices étudiés ici, le S&P500 était le plus dynamique, avec une progression de 6% en 20 séances. L'Euro Stoxx 50 et le Nikkei 225 ont suivi cette tendance américaine positive, pour s'apprécier de 3-4% durant cette très courte période. Le vote des réformes fiscales fin 2017 a apporté un soutien significatif aux actions américaines, avec un relèvement marqué des prévisions de résultats des analystes pour 2018. Ajoutons que l'économie mondiale se porte bien, comme l'ont confirmé les statistiques conjoncturelles publiées depuis le début de l'année. Dans le même temps, l'inflation reste maîtrisée et les grandes banques centrales apportent toujours de la liquidité en abondance. Il s'ensuit que le contexte est favorable aux marchés d'actions. Nous aimerions attirer l'attention sur trois facteurs de risque : premièrement, la réduction progressive de la politique accommodante des banques centrales, qui constitue depuis plusieurs années un soutien puissant pour les cours des actifs. Deuxièmement, les valorisations sont élevées sur de nombreux marchés boursiers. Troisièmement, les investisseurs apparaissent toujours très haussiers. Nous suivrons ces trois facteurs de risque de très près. Pour les semaines à venir, nous restons optimistes à l'égard des marchés d'actions, principalement en raison de fondamentaux solides (combinaison d'une croissance soutenue du PIB et de prévisions de résultats élevées). Outre les trois facteurs susmentionnés, nous serons très attentifs aux révisions d'estimations de résultats ; si les analystes revoyaient en baisse leurs prévisions dans ce domaine, un des piliers des marchés d'actions américains s'en trouverait affaibli.

Devises

Banques centrales et facteurs politiques aux manettes

Etats-Unis

- L'USD a reculé face à la plupart des monnaies, en particulier l'EUR et la GBP. Son taux de change effectif a reculé de 3% depuis le début de l'année.
- Le secrétaire d'Etat américain au Trésor Steven Mnuchin a déclaré au forum économique mondial de Davos qu'un USD faible était favorable aux Etats-Unis, suscitant une vive réaction du marché des changes.
- D'après nos estimations, l'USD aurait actuellement atteint sa juste valeur de manière générale.

Zone euro

- L'EUR a très bien commencé l'année 2018, soutenu par l'économie et par les spéculations d'un démarrage plus précoce que prévu de la normalisation de la politique monétaire de la BCE.
- L'appréciation de l'EUR devrait préoccuper de plus en plus la BCE.
- L'EUR/USD est monté à presque 1,25, du jamais-vu depuis fin 2014.

Japon

- La Banque du Japon constitue la plus accommodante des banques centrales et le restera, que la BCE normalise sa politique un plus tôt que prévu ou non.
- Nous attendons une inflation légèrement supérieure à 1% en 2018.
- D'après nos estimations, le yen demeure fortement sous-évalué.

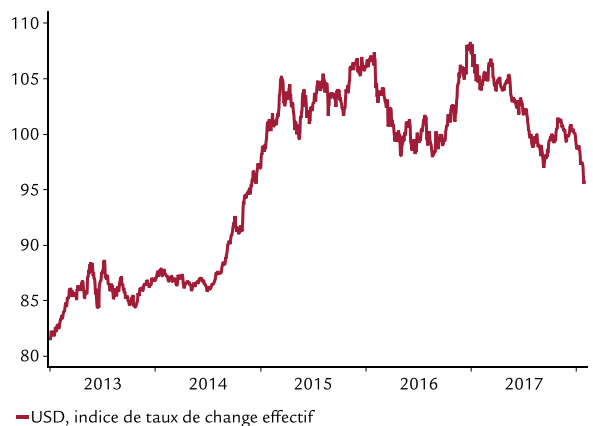
Royaume-Uni

- Au cours des premières semaines de l'année, la GBP/USD a monté de 1,35 à 1,42 environ, soit un retour à ses niveaux du premier semestre 2016.
- Le taux de change effectif de la livre est monté vers le haut de sa fourchette d'évolution depuis le référendum sur le Brexit.

Suisse

- Depuis le début de l'année, le CHF évolue très différemment en fonction des monnaies : +4% par rapport à l'USD, 0% face à l'EUR.
- Au cours des deux premières semaines de l'année, il a encore reculé par rapport à l'EUR, avant que le mouvement ne s'inverse vers la fin janvier.
- Nous attendons toujours une remontée progressive de l'Euro versus le Franc Suisse.

Nouvelle vague de faiblesse pour l'USD



Source: MACROBOND

Le dollar a vu sa valeur reculer sensiblement depuis mi-décembre 2017. Son taux de change effectif accuse ainsi un repli de plus de 4% entre cette date et le moment où nous rédigeons ces lignes, pour retrouver des niveaux inégalés depuis fin 2014. Une telle dépréciation est surprenante dans un contexte d'accélération de la croissance du PIB, de reprise de l'inflation et de remontée des taux d'intérêt aux Etats-Unis par rapport aux autres grandes économies développées. De plus, l'adoption de la réforme fiscale américaine devrait stimuler la demande de dollars. Ces facteurs constituent toujours des soutiens pour l'USD à l'avenir, et pourtant le sentiment des investisseurs à l'égard du billet vert reste baissier. L'actualité politique américaine a été bousculée en ce début d'année, d'abord par le blocage temporaire des services publics, puis par la déclaration du secrétaire d'Etat au Trésor, Steven Mnuchin, pour lequel le recul du dollar était favorable au pays. Les marchés des changes ont vivement réagi à cette déclaration, indépendamment du fait qu'elle ait pu être citée hors contexte. Les acteurs des marchés financiers ont aussi estimé que les déclarations de la BCE de ces dernières semaines dénotaient un durcissement de ton, ce qui a tiré l'EUR à la hausse. D'environ 1,20 au début de l'année, l'EUR/USD est passé aux alentours de 1,25 le 25 janvier, jour de la réunion de la BCE. Quel rôle joue le cycle de resserrement de la Fed dans l'évolution de l'USD ? On pourrait en effet s'attendre à ce que la remontée des taux directeurs à court terme entraîne une appréciation du dollar. Toutefois, ce ne serait pas la première fois qu'un cycle de resserrement s'accompagne d'une stagnation ou d'une baisse de l'USD, puisque tel fut déjà le cas lors des phases haussières de 1994-95 et 2004-06.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Michael Klose
CEO Third-Party Asset Management
michael.klose@swisslife.ch

Vous avez des questions ou souhaitez 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