

Juin 2019

A retenir

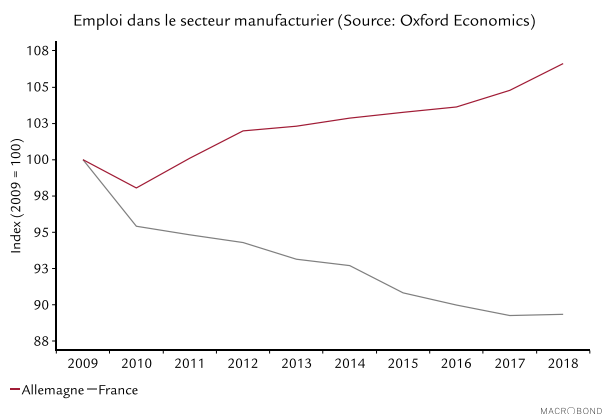
- Après un solide premier trimestre, la croissance mondiale reste sous l'emprise de la guerre commerciale.
- Allemagne : si le pessimisme à court terme est sans doute excessif, les craintes à moyen terme se justifient.
- L'accélération de la croissance du PIB suisse du premier trimestre ne devrait pas durer selon nous.

Prévisions comparées

	GDP 2019		GDP 2020		CPI 2019		CPI 2020	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,4% ↑	2,6% ↑	1,8%	1,9% ↓	1,9%	1,9% ↑	2,2%	2,1% ↓
Zone euro	1,2% ↑	1,1%	1,2%	1,3% ↑	1,4%	1,4% ↑	1,6%	1,4%
Allemagne	1,1%	0,8%	1,3% ↑	1,5%	1,5% ↑	1,5% ↑	1,7% ↑	1,6%
France	1,2%	1,3%	1,2%	1,3%	1,2% ↑	1,2%	1,6% ↑	1,5% ↑
Royaume-Uni	1,4% ↑	1,4% ↑	1,3% ↑	1,4% ↓	1,9%	2,0%	2,0%	2,0% ↓
Suisse	1,3% ↑	1,2%	1,4% ↓	1,5%	0,7%	0,6%	0,8%	0,8%
Japon	0,6%	0,6%	0,4%	0,4% ↓	0,7%	0,6%	1,1%	0,9% ↓
Chine	6,1% ↓	6,3% ↑	6,0%	6,1%	2,3% ↑	2,3% ↑	2,2%	2,2% ↑

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 13.05.2019

Graphique du mois



La présente édition inaugure le retour de notre couverture individuelle des économies française et allemande en plus de la zone euro. Le graphique du mois montre que les marchés du travail de ces deux pays suivent des voies diamétralement opposées depuis dix ans, c'est-à-dire depuis la crise financière mondiale. Alors que l'économie allemande a créé 7% de nouveaux emplois dans le secteur manufacturier depuis 2009, la France en a perdu 11%. Tout s'explique par les réformes précoces et efficaces du marché du travail allemand, par les effets positifs de l'euro faible pour les exportateurs du pays et par la difficulté pour la BCE de trouver une politique monétaire qui convienne à tous les membres de la zone euro.

Etats-Unis Emprise de la guerre commerciale

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 2,4%	2019 : 2,6%
2020 : 1,8%	2020 : 1,9%

Les Etats-Unis avaient brillamment commencé 2019. Face à la forte croissance inattendue du premier trimestre, nous avons, comme la plupart des analystes, relevé nos chiffres pour l'année pleine. Peut-être l'année avait-elle même trop bien commencé pour l'économie et les marchés d'actions américains, incitant le président Trump à se montrer plus exigeant dans son conflit commercial avec la Chine, dont l'escalade récente rend toute issue très difficilement envisageable à court terme – bien au contraire, car la situation pourrait encore dégénérer. En évaluer les conséquences économiques est extrêmement délicat. Nous pensons que la hausse des droits de douane de 10 à 25% sur 200 milliards de dollars d'importations aura un impact direct limité sur l'économie américaine. Le coût additionnel pour les importateurs et les consommateurs des Etats-Unis est de l'ordre de 0,15%, une estimation haute sachant que la baisse du yuan et les concessions tarifaires des producteurs chinois allégeront la facture. Bien plus problématiques sont la mise à l'index d'Huawei et les mesures de rétorsion potentielles. De telles barrières non tarifaires accroissent l'incertitude en menaçant les chaînes logistiques. L'embellie du sentiment économique de mai pourrait donc cesser. Un renversement de la tendance d'accumulation des stocks du premier trimestre pourrait aussi entraver la croissance des prochains trimestres, ce qui conforte notre prévision de croissance de 2,4%, légèrement en-deçà du consensus.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,9%	2019 : 1,9%
2020 : 2,2%	2020 : 2,1%

L'inflation totale devrait s'installer non loin de 2% ces prochains mois, avec un effet de base des prix de l'énergie neutre à négatif à court terme, tandis que la faiblesse intrinsèque de l'inflation sous-jacente des biens contrebalancera l'accélération sous-jacente des prix des services. Ces effets seront sûrement temporaires et nous tablons sur une remontée de l'inflation totale et sous-jacente avec l'arrivée de 2020.

Zone euro Craintes de retombées négatives

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,2%	2019 : 1,1%
2020 : 1,2%	2020 : 1,3%

Jusqu'au mois dernier, nos prévisions de croissance 2019 étaient inférieures au consensus depuis leur première publication, en janvier 2018. Ce n'est plus le cas. Les chiffres étonnamment positifs du premier trimestre pour tous les pays de la région ont tiré nos prévisions à la hausse pour l'année 2019. Si analystes et investisseurs sont devenus plus pessimistes face aux tensions commerciales mondiales, l'économie profite toujours d'une demande intérieure soutenue. Les ménages bénéficient d'un marché du travail plus favorable et les politiques budgétaires devraient dynamiser la croissance cette année. Le pessimisme provient d'indices de sentiment économique déprimés, surtout dans l'industrie allemande, mais la bonne tenue des autres secteurs ou régions mériterait plus d'attention. Certes, l'indice PMI manufacturier est passé sous les 50 points fatidiques en Allemagne, en Italie et en Autriche, mais il reste en zone d'expansion en France, en Espagne, aux Pays-Bas, en Irlande et, plus encore, en Grèce. L'indice PMI manufacturier italien s'est relevé en avril après le point bas de plusieurs années enregistré au premier trimestre. Le risque de retombées négatives des problèmes des constructeurs automobiles allemands sur d'autres secteurs, tels les services ou le BTP, n'est pas négligeable pour la zone euro, mais les solides dynamiques des régions et secteurs moins exposés aux tensions commerciales justifient toujours des prévisions proches du potentiel de croissance.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,4%	2019 : 1,4%
2020 : 1,6%	2020 : 1,4%

La date tardive de Pâques a perturbé les chiffres de l'inflation, à la baisse en mars, puis à la hausse en avril. L'inflation annuelle devrait retomber à 1,4% en mai et s'établir en moyenne à juste 1,3% le reste de l'année, si les prix des services se stabilisent. Un marché du travail tendu et l'accélération de la croissance des salaires pourraient porter l'inflation sous-jacente moyenne de 1,1% ce trimestre à 1,5% au quatrième trimestre 2019.

Allemagne

Faire face aux surcapacités

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,1%	2019 : 0,8%
2020 : 1,3%	2020 : 1,5%

L'économie allemande des dix dernières années a été florissante, avec de multiples créations d'emplois, même dans l'industrie, qui a pourtant connu de massives restructurations dans les autres pays développés. Malgré les écueils internationaux, l'économie intérieure a bien résisté au premier trimestre 2019, la consommation privée et le BTP contribuant très notablement à une croissance trimestrielle de 0,4%. Pourtant, la prudence, voire le pessimisme, règne : le consensus attendait une croissance de 1,9% pour 2019 il y a un an mais ce chiffre est tombé à 0,8% en mai. Les craintes à court terme nous semblent excessives. Nous pensons que la croissance trimestrielle ralentira à un rythme légèrement inférieur à son potentiel. Les enquêtes ne dénotent pas d'amélioration des perspectives pour la production industrielle hors BTP mais la hausse des salaires et des mesures budgétaires passables devraient permettre à l'activité intérieure de relancer la croissance des prochains trimestres. Toutefois, contrairement au consensus, nous ne voyons pas d'accélération sensible en 2020. La performance du modèle économique allemand peut se retourner contre lui dans le cycle baissier actuel avec, au pire, une « triple austérité », le taux d'épargne notoirement élevé, la prudence de l'investissement et le frein à l'endettement public pouvant tous modérer la croissance à moyen terme.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,5%	2019 : 1,5%
2020 : 1,7%	2020 : 1,6%

L'inflation totale d'avril a bondi à 2,1%, les effets de la date tardive de Pâques étant plus marqués en Allemagne que chez ses voisins, mais cette envolée est essentiellement temporaire et nous attendons un repli de l'inflation totale à 1,4%. La tendance haussière de l'inflation sous-jacente sur fond de hausse des salaires et des prix de l'énergie (essence, fioul, etc.) en mai pourrait annoncer une inflation totale toujours croissante au second semestre et au premier trimestre 2020. Elle devrait donc atteindre un pic de 2,2% d'ici à mars 2020.

France

Les indices de confiance résistent

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,2%	2019 : 1,3%
2020 : 1,2%	2020 : 1,3%

Par rapport aux Allemands, les exportateurs français avaient bien moins bénéficié de la reprise mondiale de 2017-2018, ce qui est devenu un avantage dans le contexte de ralentissement actuel, l'économie française étant aujourd'hui moins affectée par les obstacles à la croissance internationale. En douze mois, les prévisions de PIB français du consensus pour 2019 sont passées de 1,8% à 1,3%, ce qui se rapproche de notre propre estimation de 1,2% et de la croissance potentielle actuelle de la France. Cette réduction des prévisions sur un an montre que les analystes sont devenus plus prudents, mais moins toutefois que pour l'Allemagne, ce qui pourrait surprendre au vu du mouvement protestataire des gilets jaunes ou des résultats français des élections européennes. Les résultats des enquêtes économiques justifient pourtant cet optimisme et n'annoncent pas de nouvel essoufflement : tant l'indice du moral de ménages de l'Institut national de la statistique (INSEE) que celui de la confiance des entreprises se sont nettement redressés après leurs plus-bas de fin 2018. En décembre, le président Macron avait dévoilé plusieurs mesures pour soutenir le pouvoir d'achat en réponse aux manifestations. Les mesures de relance représentent en tout presque 1% du PIB potentiel de cette année, ce qui représente la plus forte contribution positive de la politique budgétaire depuis 2009.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,2%	2019 : 1,2%
2020 : 1,6%	2020 : 1,5%

L'inflation totale a nettement ralenti. De 2,5% au troisième trimestre 2018, elle est attendue à environ 1% en septembre. Les dynamiques de croissance sous-jacentes et l'amélioration continue du marché du travail, source de hausse des salaires, suggèrent que la politique monétaire de la BCE convient à la France et qu'elle ne se normalisera pas de sitôt. La baisse des cotisations sociales allège le coût du travail. Si les sociétés de services répercutent ces économies sur leurs clients, l'inflation pourrait s'avérer encore inférieure à nos estimations.

Royaume-Uni Nouveau chef, mêmes problèmes

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,4%	2019 : 1,4%
2020 : 1,3%	2020 : 1,4%

L'annonce de la démission du Premier ministre Theresa May n'ouvre qu'en apparence une nouvelle page de la saga du Brexit. Son successeur sera sans doute un Brexiteur issu des rangs conservateurs mais n'en affrontera pas moins les mêmes problèmes : premièrement, le Parlement, opposé à une sortie sans accord, et deuxièmement, une Union européenne qui ne devrait pas accorder de concessions significatives au Royaume-Uni. Impasse et incertitude resteront donc les maîtres-mots de l'été. Sans être notre scénario de base, un Brexit « dur » à l'échéance du 31 octobre est devenu plus probable. Ce risque pourrait se concrétiser en l'absence d'accord d'ici là et si l'UE refuse de prolonger le délai, ou si un Premier ministre radical défend une sortie brutale, nonobstant les appels du Parlement à négocier un délai supplémentaire. Le plus plausible actuellement serait un nouveau report, ce qui suppose la poursuite des incertitudes et un large éventail d'issues possibles, parmi lesquelles l'abandon du Brexit. Face à tant d'inconnues, la croissance économique devrait ralentir selon nous après un début d'année étonnamment dynamique, stimulé par un mouvement temporaire d'accumulation des stocks.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,9%	2019 : 2,0%
2020 : 2,0%	2020 : 2,0%

L'inflation britannique surprend plutôt à la baisse depuis le début de l'année. L'inflation totale, restée sous la barre des 2% au premier trimestre, est montée à 2,1% en avril, stimulée par une date de Pâques plus tardive qu'en 2018. Nous attendons une inflation d'environ 2% pour le reste de l'année. Elle pourrait se révéler supérieure suite au nouveau repli de la livre qui découle de l'échec des pourparlers du Brexit. L'inflation ne devrait toutefois pas préoccuper outre mesure la Banque d'Angleterre, qui maintiendra selon nous le statu quo tant que la question du Brexit ne sera pas réglée.

Suisse Solide premier trimestre

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,3%	2019 : 1,2%
2020 : 1,4%	2020 : 1,5%

La croissance du PIB du premier trimestre, passée de 0,3% à 0,6%, a fortement surpris à la hausse. Les statistiques dénotent une bonne résistance compte tenu des tensions commerciales sino-américaines et du ralentissement cyclique de l'industrie européenne. La demande extérieure a stimulé la production dans la pharmacie, l'horlogerie et les instruments de précision. L'activité intérieure (y compris le redressement du BTP après un second semestre 2018 ralenti) a fortement contribué à la croissance. La consommation privée et les dépenses publiques ont elles aussi stimulé l'activité, puisque la contribution du gouvernement à la croissance du premier trimestre a été deux fois plus élevée que sa moyenne des cinq dernières années. Nous attendons un retournement de cet élément lors des prochains trimestres, et la solide performance de la consommation des ménages ne se reproduira sans doute pas non plus. Les ventes d'automobiles sont revenues à la normale après un décrochement au second semestre, mais le moral des ménages et les perspectives d'emploi se dégradent. En outre, la modération des dynamiques de croissance multiplie les obstacles pour les exportateurs. Le risque d'escalade des tensions commerciales est réel et le franc s'est sensiblement apprécié face à l'euro ces dernières semaines.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 0,7%	2019 : 0,6%
2020 : 0,8%	2020 : 0,8%

L'indice des prix à la consommation a augmenté de 0,7% en avril en glissement annuel, comme nous nous y attendions. L'inflation devrait rester dans la moitié basse de la fourchette de 0-2% visée par la Banque nationale suisse, qui n'est donc nullement pressée d'abandonner sa politique de taux d'intérêt négatifs. Les prix de l'énergie semblent avoir atteint un pic et ne devraient plus alimenter l'inflation, tandis que la remontée récente du franc suppose une moindre pression des prix des importations. En parité des pouvoirs d'achat, le franc suisse est de nouveau surévalué de plus de 10% par rapport à l'euro.

Japon

Fiscalité : c'est l'heure de trancher

Le gouvernement japonais compte relever la taxe sur la consommation de 8% à 10% en octobre 2019, ce qui entraînera un cycle d'expansion-récession de la consommation des ménages et une hausse de l'inflation l'an prochain, deux éléments intégrés à nos prévisions. Or, le Premier ministre envisagerait de reporter encore cette mesure pour empêcher l'activité de sombrer. La conjoncture envoie de fait des signaux contradictoires : les résultats des enquêtes sur l'économie intérieure restent positifs et la croissance du PIB a surpris à la hausse au premier trimestre, mais la demande extérieure est ralentie et la menace de guerre commerciale monte. La qualité de la croissance du premier trimestre n'était en outre pas très bonne, puisqu'elle procédait d'une chute des importations, précurseur habituel d'un tassement de la consommation. A ce titre, il faut surveiller la divergence récente (peut-être temporaire) entre le repli des salaires et l'accélération de la hausse des prix à la consommation, qui pèse sur le pouvoir d'achat.

Chine

Retour des tensions commerciales

Après une longue phase de détente des tensions commerciales avec les Etats-Unis, qui laissait espérer la conclusion d'un accord entre les deux puissances, le conflit commercial s'est rallumé en mai. Les Etats-Unis ont relevé leurs droits de douane de 10% à 25% sur 200 milliards de dollars de biens chinois et menacent de s'attaquer aux importations chinoises épargnées jusqu'ici. La Chine a riposté en taxant davantage 60 milliards de dollars d'importations américaines. Même si l'impact direct des droits de douane sur l'économie chinoise est mince selon nous, l'effet indirect (montée de l'incertitude, altération de la confiance des entreprises et donc frein à l'investissement) pourrait être plus marqué. Pire encore, la reprise des tensions n'est plus limitée au commerce mais s'étend à une « guerre technologique », avec le durcissement des sanctions visant des entreprises chinoises, parmi lesquelles le géant national de la technologie Huawei, étouffant tout espoir de conclusion d'un accord commercial dans l'avenir proche.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
@MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
@f_boucard

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, Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **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.

Juin 2019

Taux d'intérêt & obligations

Qui bougera le premier ?

Etats-Unis

- Face à la rupture brutale des négociations commerciales sino-américaines en mai, les marchés évitent de nouveau le risque. Les taux d'intérêt ont chuté et les écarts de rendement se sont creusés.
- Vu les risques politiques élevés et l'absence de surchauffe économique, nous n'attendons pas de nouvelle hausse de taux de la part de la Réserve fédérale.

Zone euro

- Si les résultats des enquêtes restent relativement modérés, les statistiques d'activité économique ont bien mieux résisté.
- Les actions et les obligations d'entreprises de la zone euro ont sous-performé le mois dernier, et les rendements des *Bunds* frôlent leurs plus-bas historiques.

Royaume-Uni

- La victoire du Parti du Brexit aux élections européennes incitera sans doute le parti conservateur à nommer à sa tête un profil plus offensif que Theresa May. La probabilité de Brexit sans accord s'en trouve donc accrue selon nous.
- Tant que le Brexit ne sera pas réglé, la Banque d'Angleterre devrait selon nous rester attentiste.

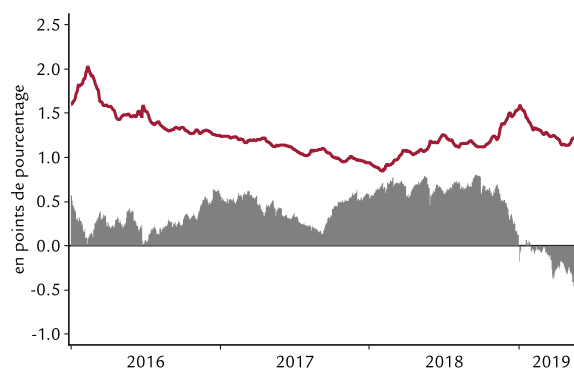
Suisse

- Comme dans la zone euro, les bons chiffres de l'activité ont fait mentir des indices de confiance médiocres.
- Le rendement des emprunts de la Confédération a encore chuté, les taux d'intérêt jusqu'à cinq ans n'atteignant même pas le niveau de rémunération des dépôts de -0,75%.

Japon

- Le litige commercial en cours et le projet de relèvement de la taxe sur la consommation en octobre assombrissent l'horizon économique au Japon.
- La Banque du Japon devrait conserver sa politique monétaire très accommodante dans l'avenir proche.

Le marché des taux plus prudent que celui du crédit



■ Variation des taux directeurs américains sur un an (estimation du marché)
■ Ecart de rendement des obligations d'entreprises (monde)

MACROBOND

Les marchés attendaient depuis des mois la conclusion des négociations entre les Etats-Unis et la Chine, et le président américain a anéanti leurs espoirs en un tweet. Les résultats médiocres des enquêtes des pays développés rappellent aussi que la croissance étonnamment soutenue du premier trimestre provenait de facteurs temporaires. Or, les marchés ne semblent pas s'inquiéter outre mesure. Si les écarts de rendement des obligations d'entreprise européennes et américaines se sont creusés de respectivement 18 et 11 pb en mai, nous sommes loin des niveaux d'il y a encore cinq mois. Le tableau est toutefois différent pour les actifs refuges. Les taux des bons du Trésor américains à 10 ans sont passés en dessous de 2,3%, et ceux des *Bunds* allemands sont à -15 pb, à un cheveu de leur plus-bas historique. Certes, les énormes volumes de liquidités déforment les prix des actifs dans une certaine mesure, mais une partie du marché doit se tromper. Soit les détenteurs d'emprunts d'Etat sont trop pessimistes, soit les écarts de rendement ne reflètent pas correctement les risques. Cette deuxième hypothèse semble être la bonne, surtout que nous n'attendons pas de règlement prochain du litige commercial. Les *spreads* devraient donc encore se creuser, et il faudra se positionner en conséquence. Nous restons neutres en termes de durée. Déjà très bas, les taux d'intérêt peuvent encore reculer si les investisseurs continuent de fuir les risques.

Actions

Investir sur des « marchés politiques »

Etats-Unis

- Conséquence de l'escalade des tensions commerciales en mai, le S&P 500 a annulé la totalité de ses gains d'avril, tandis que les statistiques économiques américaines restaient plutôt solides.
- Dans l'ensemble, nous restons favorables aux actions américaines, y compris parce que la position accommodante de la Réserve fédérale a réduit le risque de récession.

Zone euro

- Le paysage des partis politiques est plus fragmenté depuis les élections européennes, ce qui pourrait compliquer encore davantage la conciliation des intérêts des pays membres. Pourtant, les marchés d'actions n'ont pas spécialement réagi aux résultats du scrutin.
- Depuis le début de l'année, les actions de la zone euro suivent, voire dépassent légèrement, les actions internationales, profitant également de statistiques d'activité meilleures qu'attendu.

Royaume-Uni

- L'incertitude est probablement l'aspect le plus problématique des négociations autour du Brexit, en réduisant les intentions d'investissement des entreprises.
- Il est donc plus probable que le marché britannique sous-performe à l'avenir, même si ce risque concerne moins les grandes capitalisations que les autres.

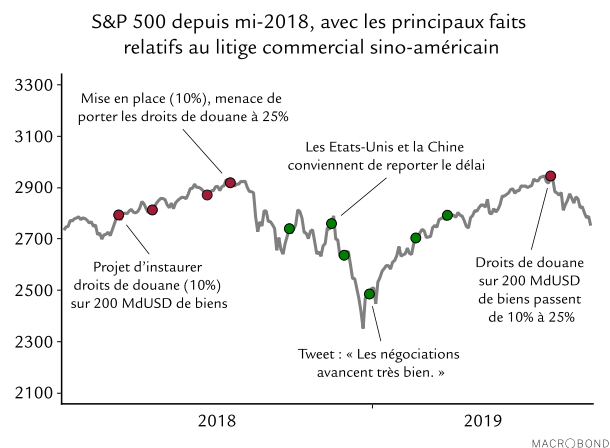
Suisse

- Sans surprise pour nous, le marché suisse a bien résisté dans le contexte actuel de hausse de la volatilité, grâce à sa nature défensive.
- Comme nous pensons que la volatilité va perdurer, nous restons favorables aux actions suisses.

Japon

- La Bourse japonaise est loin derrière tous les autres grands marchés d'actions depuis le début de l'année.
- Comme nous l'avons souligné dans nos éditions précédentes, nous ne distinguons actuellement aucun facteur susceptible d'inverser la tendance de cette sous-performance.

La politique, un moteur majeur du marché à court terme



Les va-et-vient du litige commercial entre les Etats-Unis et la Chine ont accentué la volatilité des marchés d'actions ces derniers mois (voir graphique). Il est arrivé, comme en mai 2019, qu'un seul tweet du président Trump à ce sujet suffise à faire évoluer sensiblement les marchés. Si cette situation suppose de nombreuses occasions à saisir pour les opérateurs boursiers *long-short*, elle engendre une forte volatilité indésirable pour les investisseurs de long terme.

Ce fonctionnement du marché a quelques implications importantes. Tout d'abord, nous sommes convaincus que, à long terme, les marchés d'actions ne peuvent se dissocier des fondamentaux économiques sous-jacents (qui apparaissent toujours favorables). Dans le contexte actuel, toutefois, nous pensons que les investisseurs seraient bien avisés de se préoccuper plutôt des rendements ajustés du risque que des seuls gains absolus. Nous préconisons donc des stratégies de protection au moyen d'options de vente ou de volatilité minimum, qui visent à réduire le risque de forte baisse et devraient surperformer dans la phase tardive du cycle économique. Deuxièmement, la volatilité d'origine politique se cantonne souvent à certains secteurs, voire à certaines valeurs individuelles, d'où la pertinence de rester aussi diversifié que possible, davantage en tout cas que les indices pondérés des capitalisations boursières, qui sont particulièrement concentrés.

Devises

La politique préside à l'orientation des marchés

Etats-Unis

- Suite à l'escalade du conflit commercial, l'USD s'est apprécié face à l'EUR et aux monnaies des pays émergents, mais il a reculé par rapport aux monnaies refuges que sont le JPY et le CHF.
- Nous restons neutres sur l'USD face à l'EUR mais pensons que le billet vert va encore se déprécier par rapport au JPY en raison du risque d'accroissement des tensions commerciales.

Zone euro

- Malgré des statistiques d'activité meilleures qu'attendu, les résultats des enquêtes prospectives restent décevants, ce qui a pesé sur l'EUR en mai.
- Nous n'attendons pour l'EUR aucun catalyseur, ni positif ni négatif, de la part des indicateurs de croissance ni des risques politiques à court terme, et restons donc neutres face à l'USD et au CHF.

Royaume-Uni

- Un flux constant de mauvaises nouvelles sur le Brexit a entraîné une correction brutale de la GBP en mai.
- Bien que les risques d'un Brexit sans accord aient fortement augmenté, nous pensons qu'une large part des éléments négatifs est déjà dans le cours de la GBP, ce qui nous incite à nous positionner tactiquement à la hausse sur la monnaie britannique, compte tenu de son bas niveau actuel.

Suisse

- L'hostilité au risque a dominé les marchés en mai, au profit des monnaies refuges comme le CHF.
- Nous conservons une vision neutre du CHF face à l'USD et à l'EUR.

Japon

- A l'instar du CHF, le taux de change effectif du JPY s'est apprécié.
- Nous restons haussiers sur le JPY, qui est nettement sous-évalué et semble prêt à tirer parti d'une éventuelle intensification des risques politiques.

La livre a presque renoué avec son plus-bas de décembre



— Taux de change au comptant GBP/USD

MACROBOND

Une fois encore, ce sont les événements politiques qui ont décidé de l'orientation des marchés des changes au mois de mai. Les tensions commerciales se sont exacerbées, ce qui a réveillé l'hostilité au risque des participants au marché. En conséquence, le JPY et, dans une moindre mesure, le CHF (tous deux considérés comme des monnaies refuges) ont vu leur taux de change effectif progresser, tandis que les monnaies des pays émergents étaient en difficulté. La résolution du litige commercial semble aujourd'hui bien lointaine – la situation devrait plutôt s'envenimer encore à court terme. Nous gardons donc notre position favorable au JPY face à l'USD, tout en restant neutres sur le CHF face à l'USD et à l'EUR. En effet, contrairement au JPY, très sous-évalué, le CHF est toujours jugé surévalué, ce qui devrait limiter sa marge d'appréciation. L'autre événement politique notable venait du Royaume-Uni. La GBP s'est effondrée en mai, les marchés tablant de plus en plus sur un Brexit sans accord suite à l'échec des pourparlers entre les partis, à la démission du Premier ministre Theresa May et à la large victoire du Parti du Brexit aux élections européennes. Certes, la probabilité d'un Brexit sans accord a sensiblement augmenté (elle serait aujourd'hui d'environ 30%) puisque le prochain Premier ministre fera sans doute partie des « Brexiteurs » radicaux du parti conservateur. Un Brexit ordonné, éventuellement assorti d'un nouveau sursis après l'échéance du 31 octobre, reste toutefois le scénario le plus probable selon nous. La volatilité devrait rester forte mais une large part des éléments négatifs sont déjà intégrés dans le taux de change GBP/USD actuel, ce qui nous incite à davantage d'optimisme pour la monnaie britannique aux niveaux actuels.

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.