

### Taux d'intérêt/Marchés obligataires

Les taux d'intérêt suisses en forte hausse

#### Etats-Unis

- La Fed, davantage optimiste quant aux perspectives de croissance, s'inquiète cependant de la montée des pressions inflationnistes
- La publication d'un PIB décevant au 1-trimestre pourrait temporairement perturber les marchés et faire douter de la pérennité de la dynamique de croissance
- Le mois dernier, les spreads du marché des entreprises se sont nettement resserrés, notamment sur le marché des hauts rendements

#### Zone euro

- La BCE s'est engagée dans un cycle de hausse des taux, justifiant sa décision par des chiffres d'inflation globale et sous-jacente plus élevés que prévu au mois de mars
- LA BCE devrait relever ses taux encore deux fois cette année tandis que le marché en anticipe trois
- Les effets désinflationnistes de l'austérité budgétaire dans la région devraient se faire pleinement sentir l'année prochaine

#### Japon

- Le niveau d'endettement du gouvernement japonais, déjà élevé, pourrait dépasser les 200 % du PIB, en raison de l'importance des investissements destinés à reconstruire les infrastructures après la catastrophe

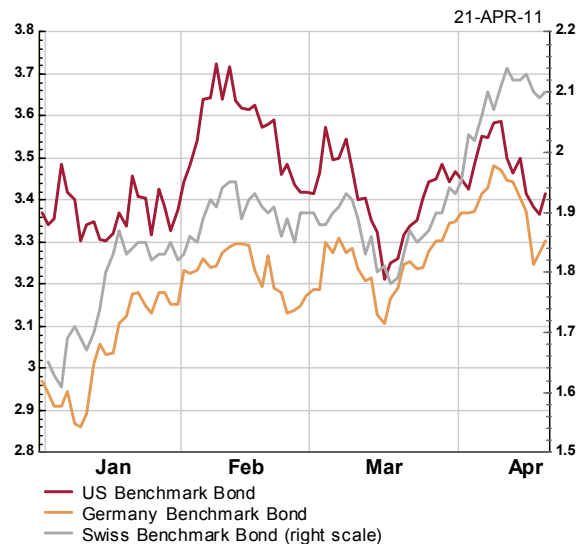
#### Royaume-Uni

- Au vu du compte-rendu de la réunion de la BoE, le comité semble peu disposé à durcir sa politique pour le moment, car il craint que la demande soit encore trop fragile
- Même si l'inflation devrait rester à des niveaux élevés, les marchés semblent anticiper trop tôt des hausses de taux

#### Suisse

- Sur fond de surprise créée par le fort taux d'inflation en mars, les rendements des obligations suisses ont enregistré la plus forte progression parmi les marchés étudiés dans ce document
- La BNS préférera attendre que le franc suisse se soit fortement déprécié, notamment face à l'euro, avant de relever ses taux d'intérêt

### Rendements à 10 ans : le marché suisse en plein essor



Les rendements de la dette souveraine devraient légèrement augmenter le mois prochain. Les investisseurs mondiaux devraient se recentrer sur la dynamique d'inflation, qui est tirée par les prix des matières premières depuis plusieurs mois et ne devrait pas culminer avant l'été. Sur le marché des bons du Trésor américain, l'arrêt progressif de QE2 à la fin du mois de juin n'aura probablement qu'un impact limité sur les taux dans la mesure où la Fed devrait poursuivre ses réinvestissements après la fin du programme afin de prévenir tout déséquilibre. Conjugué à d'éventuelles mesures d'austérité budgétaire, l'abandon de la politique monétaire ultra accommodante présente néanmoins un risque de baisse des rendements à long terme. En Europe, la BCE a relevé ses taux d'intérêt de 25 pbs. La persistance de la reprise et les éventuels effets secondaires d'un euro faible semblent suffisamment solides pour resserrer la vis des taux. Les obligations d'entreprises se sont rapidement redressées après un passage à vide, affichant d'excellents résultats sur les 4 dernières semaines. Cette performance est davantage à mettre au compte d'un tarissement du flux de mauvaises nouvelles (Libye, Japon, etc.) que d'un changement de l'environnement des fondamentaux des entreprises. Nous demeurons optimistes quant aux obligations d'entreprises à l'approche du 2<sup>e</sup> trimestre, car les tendances sous-jacentes sont pour l'instant durables et la confiance dans les crédits se maintient. Le facteur de risque le plus pressant est une fois encore l'accélération de la crise souveraine en Europe, alors que la restructuration de la dette de la Grèce est en cours de négociation. Ceci devrait se traduire par une certaine volatilité, qui nous semble constituer une bonne opportunité pour ajouter des titres défensifs au portefeuille.

### Marchés des actions

Les marchés résistent contre vents et marées

#### Etats-Unis

- Selon le rapport publié le 28 avril, la balance commerciale pour le 1- trimestre devrait être déficitaire – les craintes concernant la croissance pourraient donc ressurgir et pénaliser temporairement les actifs risqués
- Etant donné la pression exercée sur le gouvernement pour réduire la charge de la dette, la Fed pourrait décider de maintenir ses taux directeurs à des niveaux bas plus longtemps que prévu pour éviter de pénaliser doublement les marchés

#### Zone euro

- Les bilans des entreprises et les carnets de commandes sont suffisamment solides pour que la BCE resserre progressivement sa politique monétaire
- Bien que la situation de certains pays périphériques continue de susciter des inquiétudes, les investisseurs misent toujours sur les valeurs en repli et les corrections sont temporaires
- Certains pays périphériques réussissent à tirer parti de la faiblesse de l'euro et la dynamique des exportations s'intensifie

#### Japon

- Entre le 15 Mars et le 21 Avril, l'indice Topix 100 a gagné près de 10 %, mais demeure bien en dessous du niveau atteint avant le séisme
- Les ruptures d'approvisionnement ont été limitées, mais les pertes de production et les coûts de reconstruction vont peser sur les bénéfices de certaines entreprises

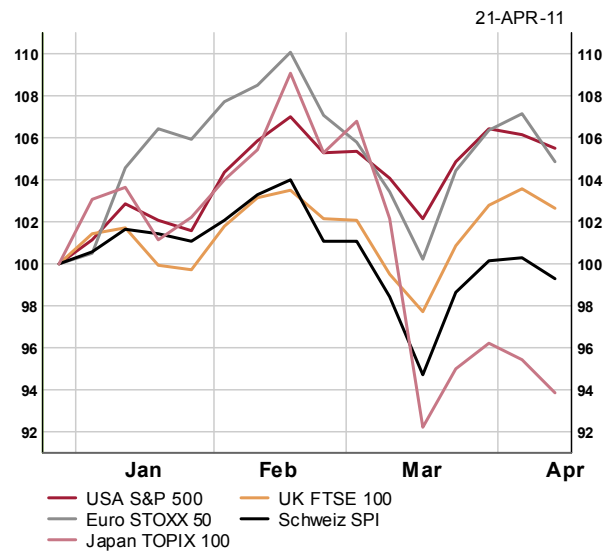
#### Royaume-Uni

- Le gouvernement a réaffirmé sa volonté de poursuivre son plan de réduction du déficit
- Après les décisions du gouvernement d'abaisser le taux de l'impôt sur les sociétés et d'attirer les entreprises sur son territoire, certaines entreprises rapatrient des emplois au Royaume-Uni

#### Suisse

- La dynamique des ventes de détail se ralentit nettement et le secteur du tourisme se ressent de l'appréciation du franc suisse, ce qui explique la forte sous-performance des indices actions suisses comparés aux autres principaux indices

### Les deux plus grands perdants



Jusqu'à début Avril, les marchés des actions sont repartis à la hausse après la correction due au triple désastre intervenu au Japon le 11 Mars. Les investisseurs ont repris confiance dans la pérennité de la croissance économique mondiale, malgré la gravité des événements au Moyen-Orient et au Japon. Au vu de tous les obstacles auxquels ont été confrontés les actifs risqués depuis le début de l'année, le dernier étant la décision de S&P de placer la dette souveraine américaine sous perspective négative, il est d'autant plus surprenant que la majorité des principaux indices ait enregistré des gains en ce début d'année 2011. L'annonce, devenue réalité, du relèvement des taux par la BCE n'a pas perturbé les marchés : les bilans des entreprises devraient tirer la croissance et l'activité de fusions-acquisitions est simplement le reflet du fort niveau de liquidités des entreprises qu'il convient d'utiliser à bon escient. Les rachats d'actions et la hausse des dividendes confirment également la bonne santé des entreprises. Bien que la croissance des bénéfices semble avoir atteint un pic, en raison essentiellement du fait que la hausse des prix des matières premières pourrait prochainement peser sur les marges, nous ne craignons pas que la révision à la baisse des bénéfices commence à pénaliser fortement les actions à cette phase du cycle. Soulignons cependant qu'il existe certains risques à court terme, liés à l'environnement macroéconomique - ainsi, les PMI pourraient redescendre depuis leurs plus hauts et le rapport sur le PIB américain qui sera bientôt publié pourrait décevoir certains investisseurs et raviver les craintes concernant la croissance.

### Devises

La hausse des taux par la BCE temporairement éclipsée

#### Etats-Unis

- Le mois dernier, le dollar s'est fortement déprécié, plus particulièrement face au franc suisse
- Les différentiels de taux ont joué en défaveur du dollar : la BCE a amorcé un cycle de hausse des taux et les autres banques centrales devraient faire de même avant que la Fed ne durcisse le ton

#### Zone euro

- La BCE a relevé son taux de 25 pbs, et la courbe à terme prend en compte trois nouvelles hausses sur l'année
- Concernant le positionnement spéculatif, l'augmentation des positions acheteuses reflète l'optimisme ambiant quant à l'appréciation de l'euro
- L'euro s'est apprécié temporairement sur fond de regain d'appétit au risque, mais s'est de nouveau déprécié en raison des craintes de restructuration de la dette grecque

#### Japon

- Après le séisme, le rapatriement des capitaux a entraîné une nette appréciation du yen
- Suite à cette appréciation quelque peu exagérée, le dollar s'est réévalué face au yen, effaçant la moitié des gains de la devise nipponne

#### Royaume-Uni

- L'impact positif de l'inflation sur la livre sterling et l'optimisme des entreprises ont été neutralisés par le risque imminent de stagflation

#### Suisse

- Le sentiment baissier dû la situation au Moyen-Orient et aux rumeurs de restructuration de la dette de la périphérie de l'UME ainsi que l'austérité budgétaire ont conduit à une intensification des flux vers le franc suisse, valeur refuge
- A court terme, la nervosité persistante des investisseurs devrait se traduire par une pression haussière sur le franc suisse face aux autres principales devises

#### Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Management AG, Zurich

Swiss Life Asset Management est susceptible de suivre ou d'exploiter les recommandations issues de la recherche avant leur publication. Bien que le contenu du présent document se fonde sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Le présent document est susceptible de contenir des prévisions fondées sur nos opinions, prévisions et projections actuelles. Nous ne nous engageons pas à les actualiser ou à les réviser. Les résultats réels peuvent différer de manière significative des résultats anticipés par nos prévisions. **Pour toute question supplémentaire ou pour commander nos rapports, veuillez envoyer un e-mail à [info@sl-am.com](mailto:info@sl-am.com). Pour de plus amples informations, veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante : [www.sl-am.com](http://www.sl-am.com)**

### Montagnes russes pour le yen



Dernièrement, le sentiment baissier des investisseurs s'est encore accentué, en raison des événements au Moyen-Orient, des perspectives de croissance aux Etats-Unis que pourrait compromettre la publication d'un PIB décevant au 1<sup>er</sup> trimestre 2011, de l'éventuelle restructuration de la dette en Grèce ainsi que de l'abaissement de la dette souveraine des Etats-Unis placés sous perspective négative. Comme souvent en période d'incertitudes accrues, le franc suisse, qui joue le rôle de valeur refuge, s'est encore apprécié face à l'euro et au dollar. Avant cela, l'euro avait regagné du terrain, principalement en raison des différentiels de taux qui ont joué en faveur de la monnaie unique après le relèvement de ses taux par la BCE et du retour de l'appétit au risque des investisseurs. L'élargissement des spreads de la dette souveraine des pays de la périphérie de la zone euro a toutefois contenu l'appréciation de l'euro. Cette tendance devrait perdurer aussi longtemps que les rumeurs concernant une éventuelle restructuration de la dette et la défaillance d'emprunteurs souverains continueront de circuler sur les marchés financiers. Depuis le plus bas atteint par la paire EUR/CHF le 18 Avril, jour de la dégradation de la note par S&P, au taux de 1,276, l'euro s'est de nouveau légèrement apprécié, dans le sillage des actifs risqués. Après s'en être détournés le mois prochain, les investisseurs devraient revenir vers la devise américaine jusqu'à la fin de l'année.