

Taux d'intérêt/Marchés obligataires

La baisse des rendements devrait s'arrêter

Etats-Unis

- La Fed ne devrait pas relever ses taux avant début 2012
- Jusque-là, l'arrêt des mesures d'assouplissement quantitatif devrait conduire à une normalisation de la politique monétaire
- Les enquêtes sur les émissions nettes attendues en 2011 révèlent une insuffisance de l'offre des entreprises, ce qui explique le resserrement possible des spreads de l'ensemble du segment

Zone euro

- Alors que l'UE poursuit sa politique des petits pas pour sortir de la crise de la dette souveraine, les craintes d'une contagion devraient s'apaiser dans les semaines à venir
- Ceci devrait entraîner une normalisation des taux, accompagnée d'une hausse des rendements allemands sans risque et d'un léger resserrement des spreads de crédit des pays tels que l'Espagne
- La BCE va poursuivre son cycle de durcissement et devrait relever ses taux de 25 pbs à deux reprises cette année

Japon

- La reconstruction des infrastructures liée au séisme va nécessiter d'investissements, c'est pourquoi la politique monétaire devrait rester aussi accommodante que possible
- Le ratio Dette/PIB nippon devrait être supérieur à 200 % en raison des besoins de financement

Royaume-Uni

- Les marchés ont bien accueilli les efforts du gouvernement britannique pour assainir ses finances publiques et affichent des spreads bas face aux obligations d'Etat allemandes
- L'inflation devrait refluer rapidement car l'austérité budgétaire a toujours des effets désinflationnistes

Suisse

- Alors que la BCE et les banques centrales suédoise et norvégienne ont commencé à resserrer leur politique monétaire, le débat autour de la date à laquelle la BNS amorcera son propre cycle s'intensifie
- La BNS préférerait attendre que le franc suisse se soit fortement déprécié, notamment face à l'euro, avant de relever ses taux d'intérêt

Croissance modérée des agrégats monétaires



Le mois dernier, nous avons tablé à tort sur une légère hausse des taux. Les rendements des obligations d'Etat suisses à 10 ans ont perdu 25 pbs depuis fin Avril. Nous estimons que la baisse des rendements des titres sans risque est exagérée et que la situation devrait se normaliser en temps utile. Il est donc important d'identifier l'élément susceptible d'entraîner une hausse graduelle des rendements au cours des prochaines semaines. Nous estimons que les craintes d'inflation, réapparues récemment, sont exagérées. Les taux de l'inflation globale annuelle devraient culminer aux alentours de 3,8 % en milieu d'année aux Etats-Unis. Alors que les cours des matières premières reculent, nous pensons que la majorité des acteurs du marché partage désormais notre point de vue concernant les perspectives d'inflation à court terme. Les risques d'inflation à long terme demeurent également contenus. Différentes raisons nous conduisent à penser que ces risques d'inflation sont limités, notamment le fait que les agrégats monétaires au sens large, comme le M3 dans la zone euro, continuent pour l'instant de progresser à un rythme inférieur à leur moyenne à long terme. Excluant l'inflation comme facteur déclencheur, la hausse des rendements obligataires dans des pays comme les Etats-Unis, l'Allemagne ou la Suisse dépend de la normalisation de la politique monétaire à moyen terme et de l'apaisement des craintes d'une contagion de la crise de la dette souveraine en Europe. Les obligations d'entreprises demeurent attractives au regard des obligations d'Etat qui offrent des rendements extrêmement faibles. Alors que les taux de défaut vont continuer de diminuer, la tendance d'un resserrement des spreads de crédit demeure intacte.

Marchés des actions

Trop d'obstacles à ce jour

Etats-Unis

- Les statistiques sur l'activité manufacturière et du logement renforcent les inquiétudes quant à un ralentissement de l'économie plus marqué que prévu
- La hausse passée des cours des matières premières a mis sous pression les marges des entreprises, mais la dynamique des bénéfices demeure intacte et les résultats du 1-T ont généralement été meilleurs que prévu

Zone euro

- Les déclarations contradictoires sur une éventuelle restructuration de la dette grecque ont perturbé les marchés
- Sur fond de résurgence des craintes de contagion et de rétrogradation de la dette souveraine italienne, les marchés actions espagnols et italiens ont sous-performé, à l'instar du mois dernier
- La rigueur monétaire devrait se poursuivre, sans affaiblir pour autant le soutien apporté par des conditions financières accommodantes et la solidité des bilans des entreprises

Japon

- Les données de Mars et Avril en provenance du Japon ont été plus défavorables que prévu – mais le rebond pourrait être tout aussi vigoureux et rapide

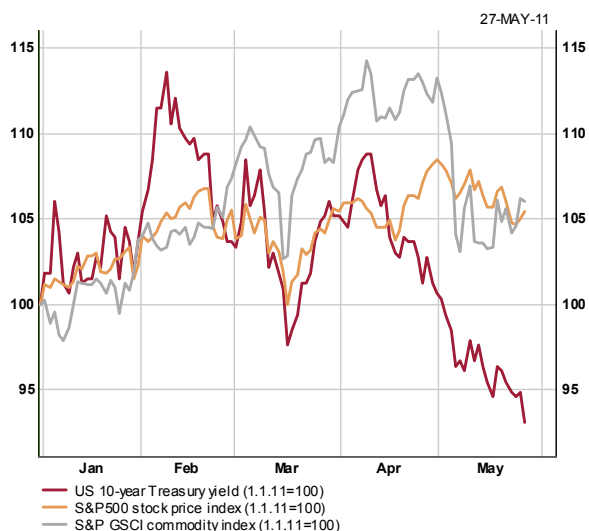
Royaume-Uni

- L'analyse de la composition de la croissance du PIB s'avère préoccupante, la consommation semblant de nouveau en recul – la consommation nationale n'a pas contribué aux performances des entreprises
- L'abaissement en Mars du taux d'imposition des entreprises de 28 % à 26 % a cependant apporté une bouffée d'air frais. Ce taux devrait être ramené à 23 % au cours des trois prochaines années

Suisse

- L'indice des conditions financières a atteint de nouveaux pics chaque semaine, le franc continuant de s'apprécier face aux devises de ses principaux partenaires commerciaux – des conditions financières trop sévères nuisent à la croissance globale, et donc à la performance des entreprises
- Les secteurs de l'économie sensibles au taux de change montrent des signes d'essoufflement marqués

Une correction des actions relativement faible



L'aversion au risque a fait un retour en force sur les marchés des revenus fixes, des devises et des matières premières, tandis que la réaction des marchés actions a été moins marquée, le MSCI World reculant de seulement 3,5 % (à 23,5 à la clôture) par rapport à son plus haut niveau de l'année atteint début Mai. En outre, les vacances d'été se profilant, nous approchons de la période la moins favorable aux marchés actions. Les investisseurs cherchent à maintenir les risques à un niveau bas durant leurs congés. A cet effet saisonnier s'ajoutent différents écueils qui pénalisent les marchés et devraient continuer de peser sur la performance des actions à court terme : fléchissement des PMI du monde entier, attestant d'un prochain tassement de la croissance, baisse-surprise des statistiques économiques réelles, fin prochaine de la politique monétaire ultra accommodante de la Fed, craintes d'un resserrement excessif de la politique en Chine et de ses effets préjudiciables sur la croissance mondiale, craintes actuelles entourant la crise de la dette souveraine et risque de hausse des primes des obligations des PIGS. Ces différents éléments nous incitent à la prudence à très court terme, mais nous tenons à souligner que nous demeurons optimistes quant aux perspectives à long terme des actions. Les valorisations restent attractives et la solidité des bilans est de bon augure pour la dynamique des bénéfices. Par conséquent, les baisses à court terme des marchés nous offrent la possibilité d'accroître notre exposition.

Devises

Le franc suisse est surévalué

Etats-Unis

- Les positions courtes spéculatives en USD agrégées ont baissé de manière significative par rapport à leur plus haut de 41 milliards USD début Mai
- Les marchés estiment que le prochain relèvement de taux par la Fed ne devrait pas intervenir avant le 1^{er} trimestre 2012

Zone euro

- Le marché prévoit désormais deux nouvelles hausses de taux par la BCE d'ici la fin de l'année
- Les différentiels de taux d'intérêt et les perspectives de croissance relativement favorables devraient permettre à l'euro de se raffermir face au dollar et au franc suisse
- Pour l'instant cependant, la crise de la dette continue de dominer le marché des devises

Japon

- Etant donné le fléchissement prononcé de la dynamique de croissance après le séisme de Mars, le yen devrait continuer de se déprécier

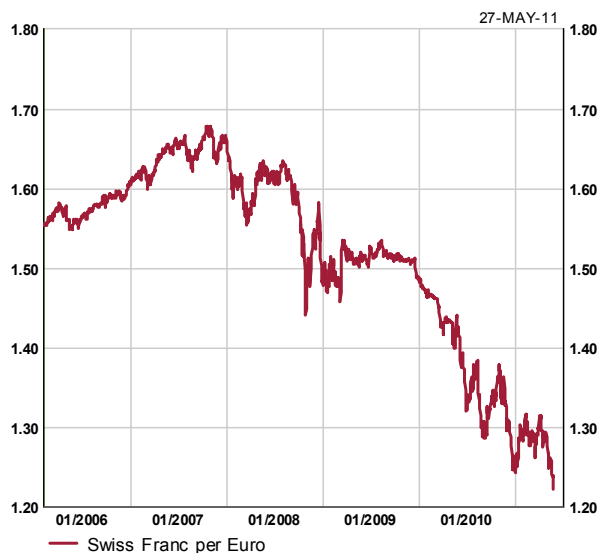
Royaume-Uni

- Notre prévision de croissance pour le R.U. jusqu'à la fin de l'année est plus prudente que les hypothèses publiées par la BoE
- Si nos craintes concernant la croissance et notre opinion selon laquelle l'inflation au R.U. va bientôt culminer se confirment, la livre sterling pourrait se déprécier face aux autres devises européennes

Suisse

- Alors que la crise de la dette en Europe fait de nouveau les gros titres, l'euro a une fois encore atteint un plus bas historique face au franc suisse
- Notre évaluation pessimiste de la croissance en Suisse par rapport à celle de ses voisins européens devrait entraîner un affaiblissement du franc dans le courant de l'année

La crise de la dette affaiblit de nouveau l'euro



Le mois dernier, nous prévoyions, à juste titre, que le retour des craintes concernant la question non résolue de la dette en Europe entraînerait un raffermissement du franc suisse par rapport à l'euro. L'ampleur de la correction a considérablement dépassé nos prévisions. Au regard de nos prévisions concernant les principaux fondamentaux, comme l'inflation et la croissance, le franc suisse est actuellement nettement surévalué. Il devrait demeurer fort jusqu'à ce que les acteurs du marché aient la preuve indubitable de l'impact défavorable du taux de change sur l'économie suisse. L'euro a faibli face à pratiquement toutes les devises majeures. Notre modèle de régression, qui explique les fluctuations de l'euro face au dollar, identifie les risques de contagion accrus au sein des principaux pays européens de la périphérie comme étant la cause principale de la dernière correction. Ces craintes ne devraient pas s'estomper dans l'immédiat, et nous maintenons donc notre avis défavorable à court terme sur l'euro. Alors que le gouvernement va devoir apporter un soutien budgétaire et monétaire massif pour relancer l'économie du pays suite au séisme, le yen devrait marquer le pas. Si nos prévisions de tassement de l'économie britannique se confirment, la livre sterling pourrait s'affaiblir face aux autres devises européennes.

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. Pour de plus amples informations, veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante : www.sl-am.com**