

### Taux d'intérêt/Marchés obligataires

Bons accords à Bruxelles et à Washington ?

#### États-Unis

- Les accords conclus à Bruxelles et à Washington pour résoudre – au moins temporairement – les problèmes d'endettement devraient entraîner une poursuite de la remontée des rendements
- L'économie sortira selon nous de son accès de faiblesse au cours du trimestre actuel et cette remontée des rendements devrait aussi être soutenue par les statistiques macroéconomiques

#### Zone euro

- En Europe, la situation de la crise de la dette souveraine évoluant d'heure en heure actuellement, l'orientation que les rendements des *bunds* allemands pourraient prendre à court terme est presque exclusivement tributaire des décisions politiques
- Selon nous, la réaction immédiate à l'accord conclu le 21 juillet devrait se confirmer – avec une poursuite de la remontée des rendements des *bunds* allemands parallèlement à un resserrement progressif des *spreads* des obligations souveraines des pays périphériques

#### Japon

- Alors que les pouvoirs publics américains et européens sont contraints de s'attaquer à leurs problèmes de déficit – au moins en partie, le Japon continue de repousser ce type de mesures

#### Royaume-Uni

- Après trois mois, les besoins d'emprunt de l'État pour l'année fiscale 2011 sont inférieurs de 4 % aux prévisions budgétaires
- Les principales statistiques économiques (tendance de l'inflation et croissance trimestrielle du PIB) devraient être catastrophiques ce trimestre, mais nous tablons sur une amélioration progressive en 2012 et au-delà

#### Suisse

- Il semble peu probable que la Banque nationale suisse durcira sa politique monétaire avant la mi-2012, les risques déflationnistes s'étant beaucoup renforcés depuis mai
- Le bas niveau des taux d'intérêt tout le long de la courbe devrait continuer d'apporter un soutien aux secteurs de l'économie sensible aux taux, mais cela ne suffira sans doute pas pour compenser la faiblesse générale due à la fermeté du franc suisse

Les accords incitent à sortir des actifs « refuge »



Les obligations d'État américaines, allemandes et suisses ont à nouveau servi d'actifs « refuge » au cours des dernières semaines, les investisseurs cherchant à se protéger des crises de la dette en Europe. Cette situation nous indique aussi que les craintes suscitées par des pouvoirs publics américains lourdement endettés sont beaucoup moins généralisées que dans les économies européennes. Cependant, le sommet d'urgence de l'UEM a approuvé des réformes ambitieuses du Fonds européen de stabilité financière (EFSF), essentiellement dans le but de limiter la contagion qui avait menacé de se propager à des pays centraux d'Europe, en particulier et de façon significative à l'Espagne et l'Italie, au cours des deux dernières semaines. La réaction initiale des marchés a été positive, avec un raffermissement de l'euro, une hausse d'autres actifs à risque et une remontée des rendements des obligations d'État – à l'exception, bien évidemment, de ceux des émissions des pays périphériques. Nous restons optimistes et persuadés que les mesures du nouveau plan de sauvetage s'étendront au-delà de la résolution du problème grec et devraient donc pouvoir arrêter la contagion, auront un effet durable sur le marché des obligations souveraines et permettront aux rendements des émissions longues de remonter légèrement. Le marché des obligations d'entreprises profite toujours du soutien des statistiques macro et microéconomiques. La croissance des bénéficiaires reste globalement soutenue – si l'on en juge par les résultats déjà publiés pour le deuxième trimestre, et comme les bilans sont solides, les volumes d'obligations émises par les entreprises sont extrêmement faibles. Il semble que cette catégorie d'actifs bénéficie d'une demande croissante – idée confortée par l'absorption rapide par le marché des nouvelles émissions. Nous n'anticipons pas d'évolution de cette dynamique car les obligations d'entreprises resteront sans doute une catégorie d'actifs attractive.

### Marchés des actions

L'appétit pour le risque est extrêmement faible

#### États-Unis

- Le caractère accommodant des conditions financières a un impact positif sur les marchés américains des actions
- Les publications de résultats du deuxième trimestre ont débuté par un nombre de bonnes surprises supérieur à la moyenne des 20 dernières années.
- Lorsque les incertitudes concernant le plafond de la dette seront apaisées, l'appétit pour le risque devrait se raffermir de nouveau

#### Zone euro

- Au cours des dernières semaines, les indices européens d'actions ont nettement sous-performé car la crise de la dette souveraine est apparue plus importante aux yeux des observateurs que des statistiques macroéconomiques raisonnablement satisfaisantes
- L'appétit pour le risque inhérent à des investissements en actions est aussi faible qu'après l'effondrement de Lehman en 2008
- Selon nous, les risques actuels pour l'économie mondiale, les entreprises et le secteur bancaire ne sont pas aussi importants qu'ils l'étaient à l'automne 2008

#### Japon

- Dans un contexte mondial morose, la reprise de la croissance économique au Japon constitue un point positif
- Le marché japonais des actions se comporte mieux que les autres marchés des pays développés, ce qui laisse prévoir une reprise en forme de V de l'économie japonaise

#### Royaume-Uni

- Le marché britannique des actions semble de plus en plus attractif pour des étrangers désireux d'investir
- D'un point de vue concurrentiel, le secteur bancaire britannique pourrait profiter du fait que les banques de l'UEM sont engagées dans la résolution de la crise de la dette

#### Suisse

- Les publications de bénéfices révèlent que les entreprises suisses ont de bons résultats en devises locales, mais que la fermeté du franc suisse est de plus en plus souvent considérée comme problématique
- Les coûts de financement des entreprises suisses resteront sans doute à de très bas niveaux car la Banque nationale ne devrait pas relever ses taux avant la mi-2012

Moins inquiétude qu'au printemps 2010



Après le rally soutenu de la fin juin et du début juillet, les marchés ont de nouveau enregistré une correction massive. Les problèmes restent inchangés. En conséquence, les indices très axés sur les financières, tels que l'Euro Stoxx 50 et le SMI, se situent actuellement à leur plus bas de l'année, enfonçant les niveaux auxquels ils étaient tombés en mars à la suite du séisme japonais, alors qu'aux États-Unis, le S&P 500 a réussi à se comporter considérablement mieux que les autres. Les arguments sous-tendant nos prévisions positives pour les actions n'ont pas changé depuis le mois dernier : nous assistons à un ralentissement de milieu de cycle et anticipons de ce fait une amélioration des statistiques macroéconomiques actuellement médiocres. La surperformance du marché japonais des actions au cours des dernières semaines conforte notre idée selon laquelle les chiffres macroéconomiques devraient se redresser à travers le monde au troisième trimestre après les interruptions de la chaîne des approvisionnements imputables à la triple catastrophe de mars. Les données microéconomiques devraient aussi apporter un soutien dans la mesure où les premières publications de résultats ont pour l'instant été rassurantes outre-Atlantique. S'agissant du calendrier, nous sommes sans doute proches du plancher car les investisseurs ont pratiquement perdu tout appétit pour le risque inhérent aux investissements en actions – ce qui est un contre-indicateur permettant d'anticiper une inversion du marché. Notre graphique ci-dessus soulève une observation intéressante – qui conforte notre optimisme à l'égard des marchés des actions : contrairement à l'automne 2008, au moment où Lehman Brothers a fait faillite, ou au printemps 2012, pendant la première phase de la crise de la dette souveraine en Europe, la récente vague d'aversion pour le risque n'a pas entraîné de remontée significative de la volatilité implicite du marché américain des actions.

### Devises

L'euro bénéficie enfin d'un soutien (durable ?)

#### États-Unis

- L'USD a encore perdu du terrain face au CHF car une éventuelle dégradation de la notation de la dette américaine a déclenché un afflux massif de capitaux en quête de sécurité sur le franc suisse
- Nous pensons qu'un accord sera trouvé au Congrès pour relever à temps le plafond de la dette afin d'éviter une dégradation de la note américaine

#### Zone euro

- L'EUR s'est même affaibli vis-à-vis de l'USD car la crise actuelle de la dette et les craintes relatives à une contagion à l'Italie ont incité les investisseurs à fuir la monnaie unique
- Les marchés restent solidement positionnés contre l'EUR – des volumes considérables de *puts* sur l'EUR ont été achetés, ce qui indique que le pessimisme pourrait être exagéré

#### Japon

- Les positions spéculatives pariant sur un raffermissement du yen se sont multipliées au cours des quatre derniers mois. Grâce notamment au redressement significatif des statistiques macroéconomiques, le yen a pu remonter face à l'EUR et à l'USD, mais pas face au CHF

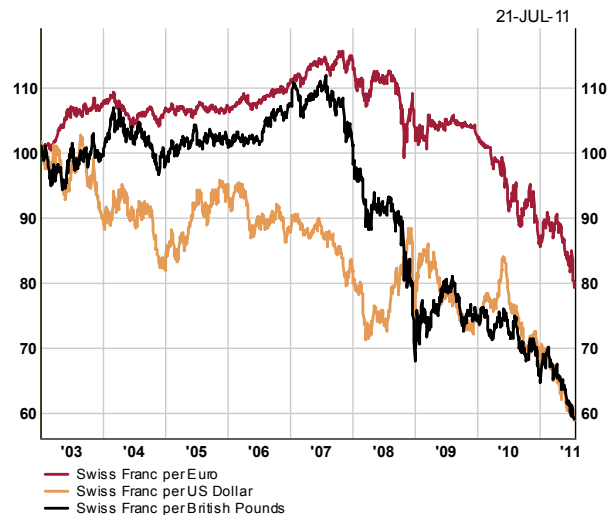
#### Royaume-Uni

- Le sterling a été l'un des grands perdants le mois dernier, cédant 4,5 % environ vis-à-vis du CHF
- Nous tablons seulement sur une légère remontée du GBP au second semestre de cette année

#### Suisse

- La BNS a abaissé ses taux sur les opérations à court terme du marché monétaire afin d'apaiser les tensions qui tirent le CHF à la hausse.
- Le CHF a continué de se raffermir face à la plupart des autres devises, à l'exception du NZD qui s'est apprécié de 0,7 % vis-à-vis de la monnaie suisse

Le GBP a changé d'orientation en 2007



La monnaie unique a continué de perdre de sa valeur car les inquiétudes autour d'une éventuelle propagation de la crise de la dette aux pays centraux d'Europe ont incité les investisseurs à éviter les engagements en EUR. De son côté, l'USD s'est affaibli sous le coup des statistiques décevantes du marché américain du travail et du franchissement imminent du plafond de la dette publique alors que les négociations s'éternisent entre les partis politiques au Congrès. Les agences d'évaluation financière font planer une menace de dégradation de la notation de la dette américaine, ce qui préoccupe les acteurs du marché. Les effets préjudiciables des fluctuations considérables enregistrées sur les marchés des changes mondiaux pèsent pour la plupart sur les entreprises suisses qui n'ont pas vraiment de marge de manœuvre pour échapper aux torts que le raffermissement significatif du franc suisse cause de plus en plus à leur compétitivité. Les marchés n'ont plus confiance dans les politiciens européens et leur capacité à apporter une solution crédible à la crise actuelle. Cela est visible dans le fait que la demande d'options de vente sur l'EUR est très élevée par rapport à la demande d'options d'achat. Le plan – tel que globalement décrit après la réunion d'urgence des leaders européens – a satisfait les marchés et devrait avoir un effet durable sur la monnaie unique. Nous restons prudemment optimistes à l'égard de la valeur future de l'EUR et des actifs à risque en général.

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)**