

Taux d'intérêt/Marchés obligataires

Les banques centrales à l'origine de la récente reprise

Etats-Unis

- Les rendements en net recul, la Fed ayant déclaré que le rythme de la reprise sera moins élevé que prévu
- Principale conséquence des récentes mesures de la Fed : les taux hypothécaires à 30 ans sont tombés en dessous des plus bas de fin 2008, permettant une nouvelle vague de re-financement
- Les investisseurs estiment que les rendements des obligations d'entreprise sont peu attrayants

Zone euro

- Les exigences de solvabilité ont conduit les compagnies d'assurance à acheter des obligations d'Etat à long terme
- Les conditions financières de l'Allemagne, en plein essor, se sont encore assouplies depuis notre dernier processus d'investissement
- Données économiques en Irlande et en Grèce ont provoqué un nouvel élargissement des spreads périphériques

Japon

- Les rendements des obligations d'Etat japonaises à 10 ans sont passés sous la barre de 1 % pour la 1^{ère} fois depuis Août 2003
- A l'époque, une seule remarque de la Banque du Japon a suffi à déclencher une vente massive d'obligations

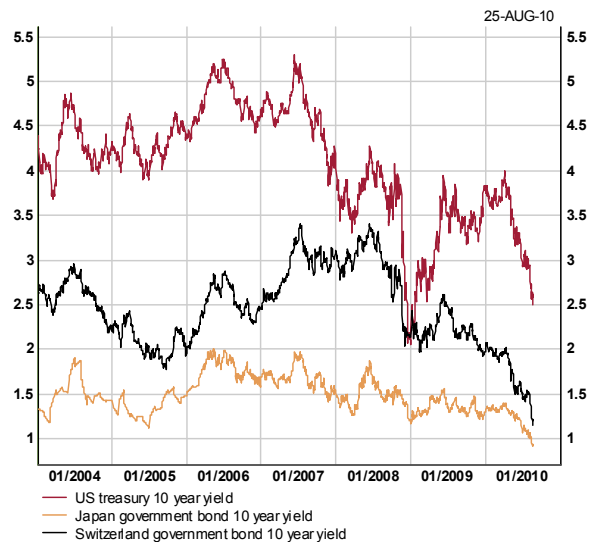
Royaume-Uni

- La BoE, désireuse d'observer l'impact des mesures d'austérité sur l'activité économique, ne prévoit pas de normalisation rapide des taux d'intérêt
- Alors que le nouvel emprunt public net est inférieur aux prévisions, l'offre d'obligations d'Etat est moins importante que redouté en début d'année

Suisse

- Les déclarations de la SNB manquent de plus en plus de clarté : craint-elle oui ou non la déflation ?
- En parallèle, la SNB prévient les propriétaires que les taux ne resteront pas indéfiniment à zéro
- Une fois revenus à des classes d'actifs risqués, les investisseurs mondiaux devraient se désengager des obligations d'Etat suisses

Vers un taux proche du plancher à zéro ?



Les rendements obligataires tendent à indiquer que les investisseurs tablent désormais à long terme sur une croissance de 2 % ou inférieure à la tendance aux Etats-Unis. Nous ne sommes pas d'accord : nous maintenons notre prévision de croissance du PIB dans ce pays de 2,5 % en 2011 depuis Novembre 2009. Les banques centrales ont renforcé ces craintes : à l'issue de la réunion du 10 Août, la Fed a déclaré que « ...le rythme de la reprise économique devrait être moins élevé que prévu à court terme. » Jusqu'ici elle prévoyait une croissance de 3,9 % pour 2010. Les marchés financiers ont vivement réagi à cette nouvelle mise en garde. Le rapide déclin des rendements des obligations d'Etat à long terme s'explique dans une certaine mesure par les exigences réglementaires qui imposent aux compagnies d'assurance d'harmoniser les durées à des fins de solvabilité. Il est donc difficile de trouver des arguments en faveur d'une hausse prononcée des taux sur le mois prochain, qui est l'horizon temporel normal de cette analyse. A plus long terme, nous devons nous demander si les récentes tendances des marchés des obligations d'Etat des Etats-Unis, du Japon, de l'Allemagne ou de la Suisse réunissent les conditions d'une bulle. Les investisseurs les plus prudents devraient se pencher sur ce qui s'est passé au Japon en 2003 et aux Etats-Unis au printemps 1994, lorsqu'un changement de ton des banques centrales s'était soldé par des ventes massives sur les marchés obligataires

Marchés des actions

La reprise est-elle durable ?

Etats-Unis

- Le marché est en forte chute. L'indice AAI de l'état d'esprit des investisseurs a atteint des niveaux propices aux mouvements d'achats
- Les gains estimés pour 2011 ont été revus à la hausse depuis le mois dernier et les marchés actions sont à la peine
- Nous considérons donc que les valorisations devraient fortement soutenir les marchés à terme

Zone euro

- Les valorisations sont satisfaisantes, notamment au regard des actifs à revenu fixe
- La prime de risque actions affiche des écarts types de 1,8, supérieurs à sa moyenne sur 15 ans
- Les conditions financières soutiennent fortement les économies européennes, comme en témoignent les enquêtes auprès des chefs d'entreprise

Japon

- Le marché actions japonais sous-performe nettement les principales autres régions depuis le milieu de l'année
- L'appréciation du yen et l'échec politique des élections sénatoriales pèsent sur l'état d'esprit des entreprises

Royaume-Uni

- La dynamique de croissance et l'amélioration des perspectives du secteur bancaire soutiennent le marché actions britannique
- Nous privilégions une surpondération des actions britanniques dans un portefeuille modèle mondial

Suisse

- Les mesures des valorisations demeurent favorables, la plupart de ces indicateurs affichant des niveaux nettement en dessous de leurs moyennes historiques
- Le tassement de la dynamique de la croissance mondiale et la vigueur de la devise sont autant de facteurs de risque majeurs pour les entreprises suisses

Soutien significatif des valorisations



Sur fond de forte chute des rendements obligataires ces dernières semaines, la question se pose de savoir si les cours des actions sont trop optimistes au regard des craintes des investisseurs obligataires. Nous pensons que les valorisations actuelles des marchés actions sont suffisamment prudentes, même dans l'hypothèse d'une croissance économique américaine sous son taux tendanciel à long terme. Une fois affranchis de la médiocrité des données du marché du travail américain, les investisseurs réaliseront que les entreprises enregistrent de bons résultats. La reprise de l'activité de fusions-acquisitions est un signe positif, les entreprises acquéreuses estimant apparemment que le cours des actions est porteur de valeur. Le rachat de leurs actions semble également constituer une option pour les entreprises qui soutiennent les marchés actions. Bien que la banque centrale fasse preuve de davantage de prudence quant aux perspectives économiques, nous pensons qu'un des objectifs de ses actions et de ses engagements actuels pour maintenir des rendements bas est d'obliger les investisseurs à réinvestir leurs liquidités dans des classes d'actifs plus risquées. Finalement, cette rotation d'allocation d'actifs a servi de catalyseur à la reprise du marché actions en Mars 2009. Nous estimons que les valorisations constituent le meilleur argument pour rester investis en actions : si les gains attendus sur les 12 prochains mois se concrétisent, une comparaison historique montre que les cours actuels sont attrayants.

Devises

Hausse généralisée de l'aversion au risque

Etats-Unis

- Le risque d'une reprise des débats sur une guerre commerciale s'accroît avant les élections américaines
- La principale menace pesant sur notre choix de favoriser les actifs risqués et devises associées réside dans la nécessité de réévaluer la croissance du PIB américain à partir du 2^e semestre 2010

Zone euro

- La politique de la banque centrale prend position en faveur de l'euro face au dollar et à la livre sterling
- La faiblesse persistante de l'euro s'est accompagnée d'un élargissement des spreads des CDS sur la dette souveraine périphérique européenne
- Alors que les bonnes nouvelles économiques en provenance d'Europe devraient se vérifier, nous continuons de tabler sur une appréciation de l'euro face au dollar US, au yen et au franc suisse jusqu'à la fin de l'année

Japon

- Le yen progresse dans le sillage de la baisse continue des rendements des obligations du Trésor américaines
- Sur base pondérée des échanges, le yen a atteint son plus haut niveau depuis le 2^e trimestre 1995

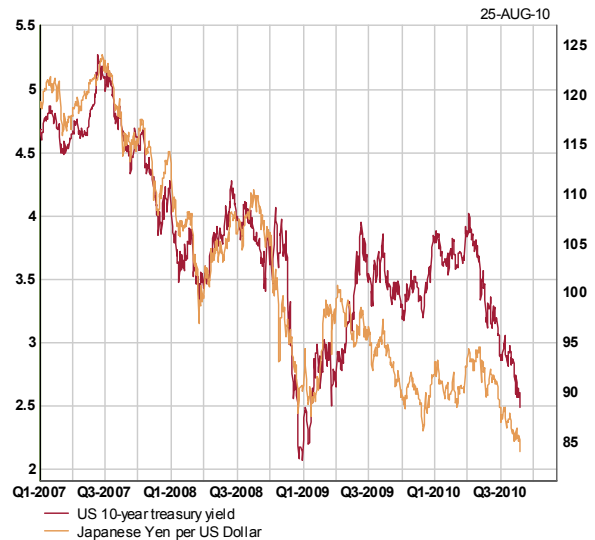
Royaume-Uni

- La livre sterling est tiraillée entre des données économiques britanniques d'assez bonne tenue et l'attitude, en comparaison, conciliante de la BoE
- Nous tablons sur la persistance des bonnes nouvelles économiques, et donc sur une appréciation de la livre sterling dans les prochains mois

Suisse

- Alors que la banque centrale japonaise a évoqué la possibilité d'enrayer davantage l'appréciation du yen, le franc suisse, valeur refuge, retrouve de son attrait
- Etant donné nos prévisions de croissance mondiale au, les flux vers les valeurs refuge devraient décliner

Chute des taux américains, appréciation du yen



Les marchés des devises ont fortement réagi aux commentaires de la banque centrale américaine sur la détérioration des perspectives économiques. Fait surprenant, la bonne tenue des données économiques en Europe n'a pas permis de soutenir l'euro, car la décision de la Fed de réinvestir les produits des crédits hypothécaires dans les obligations du Trésor américaines a ravivé les inquiétudes sur la dette souveraine européenne. Les entreprises japonaises et le gouvernement ayant exhorté la banque du Japon à enrayer une nouvelle appréciation du yen, les représentants de la banque centrale ont commencé à évoquer la possibilité d'une intervention. Ces déclarations ont donné lieu à une nouvelle ruée sur le franc suisse, qui s'apprécie désormais non seulement face à l'euro, mais aussi face à la livre sterling et au dollar US. Sur une base pondérée des échanges, le franc suisse a atteint de nouveaux sommets sur la seconde moitié d'août. Ce qui signifie que le franc suisse est revenu à des niveaux qui avaient conduit la BNS à mettre fin à ses interventions il y a quelques semaines. L'amélioration des données du marché du travail américain est une condition sine qua non de notre souhait d'un renforcement de l'euro. Notre scénario de base continue de prévoir un redressement de l'euro à environ 1,40 face au franc suisse jusqu'à la fin de l'année.

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**

