

### Taux / marchés obligataires

Les écarts de rendement stimulent les carry trades

#### Etats-Unis

- Contrairement à nos prévisions, les rendements à long terme restent inhabituellement bas
- La Fed va étendre les achats de MBS et d'obligations d'agences gouvernementales jusqu'à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre 2010 pour réduire les perturbations du marché
- Etant donné la forte émission de bons du Trésor et la baisse des achats par la Fed, l'offre devrait être excédentaire et les rendements supérieurs

#### Zone euro

- Misant sur une inflation générale plus élevée fin 2009 et une hausse du PIB, nous pensons que le resserrement annoncé devrait bientôt commencer
- Nous n'envisageons pas d'inflation structurelle à moyen terme
- Selon nous, les niveaux de rendement actuels ont atteint le plancher du rectangle de négoce

#### Japon

- Le nouveau ministre des finances a opté pour un yen fort, d'où le plongeon des rendements
- Une devise forte aide à supprimer la déflation

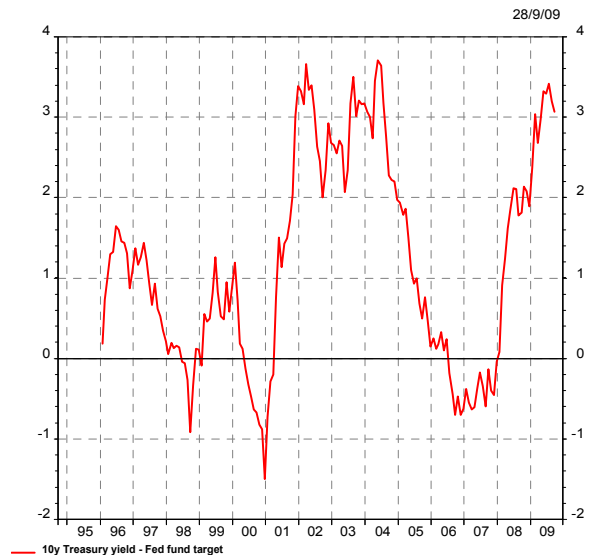
#### Royaume-Uni

- Les prévisions d'inflation stable ont été confirmées par la rigidité des chiffres de l'inflation, reflétant la hausse du prix des importations grâce à la livre faible
- L'annonce de la Banque d'Angleterre d'étendre l'achat de gilts ainsi que la perspective temporelle empêchent la hausse des rendements

#### Suisse

- La Banque nationale suisse a revu à la hausse ses prévisions de croissance pour 2009 et 2010
- Le gouvernement suisse n'a qu'un besoin modéré d'émissions, les recettes fiscales restant élevées
- Comme ailleurs, les rendements pourraient augmenter

### Rendements US: une courbe abrupte



Source: Thomson Datastream

Contrairement à nos prévisions, l'envolée des marchés de titres à revenu fixe a continué le mois dernier malgré les réallocations vers des actifs plus risqués. Avec environ 25 milliards de USD de fuites des fonds du marché monétaire le mois dernier, il est probable qu'une grosse partie des liquidités ait été investie dans des actifs à revenu fixe (essentiellement des produits de spread) mais aussi, dans une certaine mesure, dans des bons du gouvernement à plus long terme. Ces «carry trades» ont fait chuter les rendements mais ont aussi laissé des traces sur les marchés des changes, le USD servant de plus en plus de monnaie de financement. La demande excédentaire en obligations du gouvernement à plus long terme cependant est aussi due au programme d'assouplissement quantitatif de la Fed et à l'achat de bons du Trésor qui en a résulté. Selon les estimations, environ 20% des nouvelles émissions de titres du gouvernement sont achetées par la Banque centrale. Ces achats toutefois s'achèveront fin octobre, ce qui fera peut-être du marché à revenu fixe un marché d'offre excédentaire, les émissions devant rester élevées. L'écart du taux d'inflation générale en fin d'année plus les facteurs identifiables nous permettent de déclarer que le niveau actuel des rendements a atteint le plancher du rectangle de négoce.

### Marchés des actions

Perspectives positives pour les gains au T3

#### Etats-Unis

- Durant cette période de préparation de la publication des comptes trimestriels pour T3, les indices des stocks sont soutenus par les données économiques
- Les conditions financières restent extrêmement souples en raison de la dévaluation du dollar
- L'essor continu du crédit aux sociétés permet à ces dernières des prêts à taux raisonnables

#### Zone euro

- La victoire de la coalition des conservateurs et des libéraux allemands a stimulé l'imagination des investisseurs
- Toutes les données relatives à la confiance rapportées à ce jour indiquent une croissance positive du PIB trimestriel à partir de maintenant

#### Japon

- Après avoir surperformé une grande partie de l'année, le Nikkei a rechuté après les élections
- Le Japon est la seule grande économie à inflation structurelle négative qui est menacée de déflation

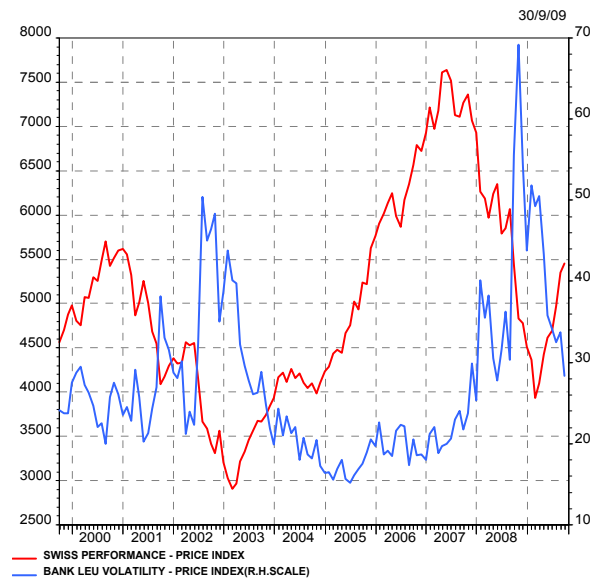
#### Royaume-Uni

- Les prix immobiliers continuent leur remontée et les prêts sur hypothèque ont été positifs en août
- La forte dépréciation de la livre devrait stimuler les sociétés d'export et les marges de profit
- Les enquêtes de conjoncture ont continué à pointer une amélioration de l'environnement économique et de la demande

#### Suisse

- Les sociétés d'export suisses ont déjà ressenti les bienfaits de l'embellie du commerce mondial
- La Banque nationale suisse a changé de rhétorique: elle pourrait opter pour une politique d'intervention moins agressive suite à sa révision à la hausse de la croissance du PIB

La volatilité n'a pas retrouvé son niveau d'avant-crise



Nous maintenons nos prévisions constructives à court terme pour les actions. Malgré le regain massif des indices à travers le monde, la confiance des investisseurs dans les actions n'est pas encore au beau fixe. Bon nombre ignorent l'embellie des indicateurs économiques ; ils doutent de la durabilité de la reprise économique et implicitement de l'essor du marché des valeurs. Les investisseurs n'ont donc pas totalement pris part à la reprise depuis mars bien que leur capacité à assumer des risques ait augmenté. D'un autre côté, les coûts d'opportunité sont en difficulté, un argument de poids en faveur d'une hausse de la demande en fin d'année, la règle du jeu devenant alors le camouflage. La période de reporting du 3 trimestre sera déterminante pour la performance des titres. Nous sommes à un stade du cycle où les recettes devraient être définies par la croissance générale plutôt que par des réductions de coûts comme cela a été le cas ces derniers trimestres. Les prévisions des bénéfices par action pour le T3 étant égales aux chiffres du T2, des surprises à la hausse pourraient avoir lieu. Les cash flows des sociétés étant sains, les rêves de fusion/acquisition pourraient diriger les marchés.

## Devises

Sous l'influence des carry trades

### Etats-Unis

- La parité USD/EUR est repassée sous le niveau atteint avant la faillite de Lehman
- Les écarts de taux à 2 ans avec l'euro (indicateur généralement fiable du taux de change) ont été trompeurs
- Le sentiment par rapport au risque est le facteur dominant de la parité ; nous misons sur un affaiblissement du USD avec l'essor des actions

### Zone euro

- La BCE est restée muette sur l'appréciation de l'euro contre le USD
- L'euro est la 2<sup>e</sup> monnaie de financement après le USD grâce à son faible report et à ses liquidités supérieures à celles du CHF

### Japon

- Les fortes pressions déflationnistes ont fait chuter l'inflation structurelle sous la ligne des 0% ; la Banque du Japon est contrainte de maintenir un taux de référence bas
- Le yen semble avoir perdu son statut de monnaie de financement

### Royaume-Uni

- L'extension du programme d'assouplissement quantitatif de la BoE a été un coup dur pour la livre
- La monnaie faible devrait tirer parti de la récession

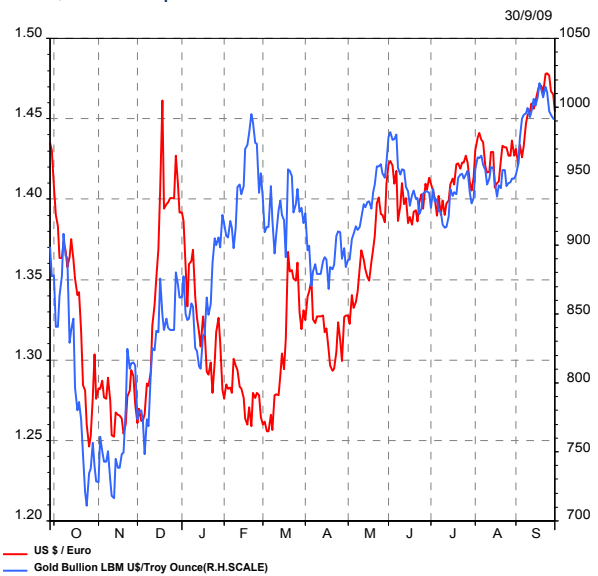
### Suisse

- La parité EUR/CHF n'a pas profité de l'essor EUR/USD, signe d'une plus grande tolérance envers l'appréciation du CHF par la BNS
- Comme le yen, le franc suisse n'est plus une monnaie de financement

### Publié et approuvé par le Département économique

Swiss Life Asset Management est susceptible d'exploiter les recommandations précédemment exposées avant la publication de ces données. Bien que le contenu du présent document soit basé sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être fournie quant à leur pertinence et à leur caractère complet. Le présent document contient des prévisions fondées sur nos opinions, suppositions et projections actuelles. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les résultats effectifs sur les marchés peuvent fortement différer de ceux anticipés dans 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, visitez notre site Internet à l'adresse suivante: [www.sl-am.com](http://www.sl-am.com)**

## USD/EUR et prix de l'or: étroite corrélation



La parité EUR/USD est finalement sortie de la fourchette indiquée par les écarts de taux à 2 ans, faisant ainsi du sentiment par rapport au risque son facteur dominant. Nous pensons que cet état de fait perdurera tant que la Fed campera sur sa position concernant son taux directeur; le risque d'assouplissement quantitatif continu ne peut être écarté. La diversification des réserves de change pourrait aussi jouer un rôle. L'or semble être le refuge préféré contre l'appréciation des réserves de change, avec 65% détenus en USD. Etant donné que nous maintenons notre vue positive pour la performance des actifs à risque, nous pensons que le billet vert va subir des pressions baissières. La parité EUR/CHF n'a pas profité de l'essor EUR/USD qui pourrait indiquer une meilleure tolérance de l'appréciation du CHF par la BNS. L'amélioration des données économiques pourrait permettre à la banque d'accepter que le CHF reprenne de la valeur. Ainsi, avec la reprise des actifs à risqué, EUR/CHF et USD/CHF pourraient chuter à court terme.

