

### Taux d'intérêt/Marchés obligataires

Les taux à des niveaux très bas

#### Etats-Unis

- Alors que la bonne tenue des données macro a apaisé les craintes d'une récession, les rendements ont encore augmenté
- L'Opération Twist de la Fed va maintenir les taux à long terme à des niveaux bas, ce qui devrait permettre au secteur immobilier de se redresser

#### Zone euro

- Les rendements de la dette souveraine française ont progressé, contraignant d'autant plus les hommes politiques à trouver une solution claire à la crise de la dette et à la recapitalisation des banques
- Alors que les pressions inflationnistes devraient s'atténuer, la BCE pourrait bien baisser son taux après deux hausses en 2011
- Une décision claire sur la Grèce et les banques permettra de fixer un niveau plancher pour les taux

#### Japon

- Les investisseurs, craignant un scénario combinant gonflement de la dette publique et déflation, analysent les 20 dernières années de l'histoire nipponne
- Les rendements souverains à 10 ans japonais sont demeurés dans un intervalle compris entre 1 % et 2 % ces 8 dernières années

#### Royaume-Uni

- Malgré une forte hausse surprise de l'inflation, les rendements britanniques à 10 ans n'ont que peu progressé
- Les membres de la BoE ont décidé à l'unanimité de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif

#### Suisse

- La politique de taux d'intérêt zéro devrait se poursuivre sur la majeure partie de 2012
- Les tendances déflationnistes seront plus prononcées l'année prochaine, du fait, en partie, des effets tardifs de l'appréciation de la devise – qui va entraver le potentiel de forte hausse des rendements

### La France attaquée



La volonté des banques centrales de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux bas sur l'ensemble de la courbe des taux et la nécessité pour les gouvernements de prendre des mesures d'austérité sont les deux principales raisons plaidant en faveur de taux bas sur une période prolongée. Les niveaux actuels nous semblent cependant très faibles, en raison de l'incapacité politique à trouver une solution durable à la crise de la dette et de l'éventuelle recapitalisation des banques. Ainsi, même en l'absence de pressions sous-jacentes inflationnistes, nous estimons que les niveaux des taux actuels des titres souverains sont trop bas, notamment aux Etats-Unis, en Allemagne et en Suisse. Le marché devrait continuer de tenir compte des craintes, infondées, d'une récession dans les semaines ou mois à venir. Depuis le brutal élargissement des spreads amorcé en août, le calme est quelque peu revenu pour la 1<sup>re</sup> fois sur le marché du crédit, ces dernières semaines. Cette relative accalmie s'explique par un certain optimisme quant aux progrès (très lents) du règlement de la crise de la dette en Europe. Les prévisions et la performance sont liées, dans une large mesure, à ce thème. Après l'échec de Dexia SA, la mesure la plus urgente et la plus pertinente, concernant les marchés du crédit, consistera à stabiliser et recapitaliser les banques. Il semble finalement qu'un large consensus se dégage parmi les responsables politiques quant à la nécessité d'une recapitalisation en vue de se prémunir contre une nouvelle contagion, après la nouvelle décote de la Grèce. En l'absence d'une solution complète et définitive lors du sommet de l'Union européenne, les marchés du crédit et financiers de manière générale devaient rester très volatiles.

### Marchés des actions

Dans l'attente de mesures convaincantes

#### Etats-Unis

- Les bonnes données macroéconomiques ont surpris et expliquent en partie le récent rebond des cours des actions
- Malgré cette hausse, les volumes se sont négociés à des niveaux inférieurs à la moyenne, ce qui prouve que de nombreux investisseurs préfèrent, pour l'instant, demeurer en retrait
- En outre, une bonne saison de publication des résultats, avec des perspectives favorables pour les entreprises, permettrait un retour de l'appétit pour le risque des investisseurs

#### Zone euro

- Une baisse éventuelle de taux par la BCE est pleinement prise en compte par les marchés
- L'état d'esprit des entreprises, des consommateurs et des investisseurs a fortement souffert des dernières vicissitudes de la crise
- La recapitalisation des banques permettra de rétablir la confiance dans ce secteur

#### Japon

- La demande de reconstruction d'après séisme permet au Japon d'enregistrer, fait plutôt rare, une performance économique plus stable que les autres pays développés
- Les entreprises tournées vers l'exportation sont pénalisées par un yen fort

#### Royaume-Uni

- Bien que les emprunts publics restent en deçà des prévisions, la détérioration des perspectives économiques ne devrait pas permettre d'accroître les recettes fiscales
- Notre modèle d'allocation quantitative recommande de sous-pondérer les actions britanniques

#### Suisse

- L'évolution des actions suisse dépend en grande partie des décisions qui seront prises au sommet de l'UE et des réactions au niveau des devises
- Les conditions financières demeurent plutôt difficiles à cause de la devise helvétique et le marché suisse a perdu de son attrait

### Des valorisations attractives



L'avenir des actifs risqués demeure subordonné aux décisions quant à l'élaboration d'une feuille de route pour la résolution de la crise de la dette qui soit durable, crédible et claire. Une approche fragmentaire ne saurait être tolérée. En l'absence d'un plan compréhensible, on court le risque de voir les actifs risqués subir une nouvelle correction. Le regain d'espoir dans une solution complète a constitué le principal catalyseur du fort rebond observé ces dernières semaines. Par ailleurs, les données macro ont également tiré les marchés des actions, le spectre d'une récession imminente aux Etats-Unis s'étant estompé. La bonne tenue des données sur le marché du travail, des PMI supérieurs au seuil critique et le haut niveau des ventes de détail sont autant d'éléments qui ont permis d'apaiser les craintes sur la croissance. Ce récent mouvement haussier place une nouvelle fois le marché dans la fourchette haute de prix (trading range). La volatilité devrait se maintenir à des niveaux supérieurs à la moyenne à court terme, la crise de la dette en Europe étant à son paroxysme. Néanmoins, de nouveaux progrès pour aboutir à une résolution crédible de la crise de la dette souveraine pourraient conduire les investisseurs à réinvestir sur le marché des actions, et les actifs risqués de manière générale. En outre, les publications des résultats aux Etats-Unis pour le 3<sup>e</sup> trimestre, bien que plus mitigées que pour les trimestres précédents, ont largement répondu aux attentes. La valorisation des fondamentaux est attrayante par rapport aux actifs à taux fixe. Les marchés devraient donc s'inscrire en hausse le mois prochain.

### Devises

La politique au centre des préoccupations

#### Etats-Unis

- Les différentiels de taux et la surperformance attendue de l'économie US par rapport à la zone euro soutiennent le dollar
- Le retour de l'appétit pour le risque devrait entraîner une dépréciation du dollar face à l'euro

#### Zone euro

- La BCE va probablement abaisser son taux d'intérêt avant la fin de l'année
- Des mesures d'envergure en faveur d'une résolution de la crise de la dette devraient doper l'euro face à toutes les principales devises

#### Japon

- Les investisseurs mondiaux devraient prendre plus de risques en cas d'avancée dans la résolution de la crise de la dette européenne et alors qu'il apparaît de plus en plus claire que l'économie mondiale a échappé à la récession
- Selon ce scénario, le yen devrait baisser face aux devises européennes

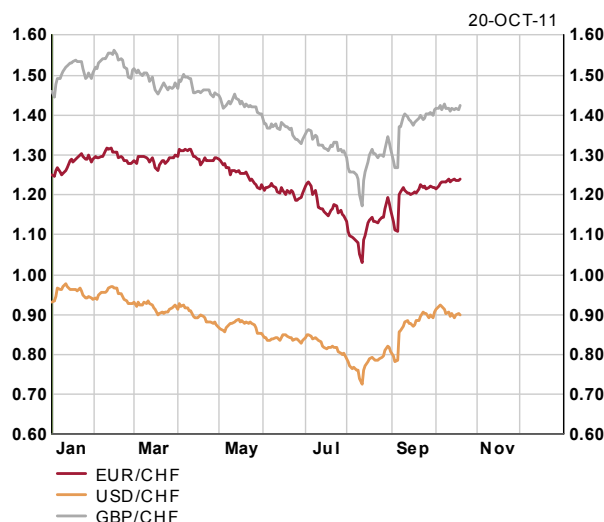
#### Royaume-Uni

- Le renforcement de la politique d'assouplissement quantitatif de la BoE devrait théoriquement affaiblir la livre sterling
- Les mesures en faveur d'une recapitalisation du système bancaire devraient cependant fournir un solide soutien à la livre sterling face au dollar US et au franc suisse

#### Suisse

- Le consensus demeure quant à la capacité de la BNS à défendre le cours de 1,20 face à l'euro
- Les débats sur un nouvel abaissement de ce plancher par la SNB ne nous semblent pas crédibles
- Les données économiques subjectives de la Suisse vont encore affaiblir le franc dans les prochains mois

Le franc par rapport aux autres principales devises



Nous pensons que le marché ne se fait aucune illusion sur l'issue des prochains sommets de l'UE et du G20 quant à la résolution de la crise de dette de la zone euro. Nous prévoyons cependant la mise en place de mesures d'envergure pour résoudre cette crise de manière durable, notamment la recapitalisation des banques. Des avancées convaincantes pourraient doper la parité EUR/CHF, ainsi que la livre sterling en dépit de la décision de la BoE de renforcer sa politique d'assouplissement quantitatif. Si la situation dans la zone euro ne s'aggrave pas, les différentiels de taux et l'appétit pour le risque devraient soutenir le taux de change EUR/CHF. Le retour de l'appétit pour le risque pourrait atténuer les pressions à la hausse sur le yen japonais. En Suisse, les médias et les investisseurs discutent de la possibilité que la BNS abaisse une nouvelle fois le taux de change plancher de la parité EUR/CHF. Nous estimons ces discussions prématurées, car une telle décision exposerait davantage encore la BNS aux pressions des spéculateurs. Si nos prévisions d'une détérioration de l'économie suisse et d'une avancée décisive dans la résolution de la crise bancaire qui se profile en Europe se confirment, il semble très probable que le franc suisse continuera de se déprécier sans qu'il soit besoin d'intervenir une nouvelle fois.

#### 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)**