

Taux d'intérêt/Marchés obligataires

Report de la normalisation de la politique

Etats-Unis

- Bien que nous n'escomptions qu'un impact mineur du vote en faveur du Brexit sur l'économie américaine, la Fed entend faire preuve d'encore plus de prudence en matière de relèvements des taux d'intérêt
- Nous tablons sur un relèvement en 2016, suivi de deux nouvelles hausses en 2017
- Les rendements des *US Treasuries* à 10 ans ont chuté en-deçà de 1,40%

Zone euro

- Nous tablons sur le maintien d'une politique très accommodante de la BCE et une extension de son programme de rachat d'actifs
- La BCE surveillera étroitement les spreads des pays situés en périphérie de la Zone euro par rapport à ceux de l'Allemagne, et aura, si nécessaire, recours à son programme de rachat d'actifs pour les garder sous contrôle

Japon

- Dans un contexte de politique monétaire plus accommodante de la Fed et de la BCE, la Banque du Japon pourrait également étendre son programme de rachat d'actifs afin de maintenir sa position relative inchangée
- Les rendements des emprunts d'Etat à 10 ans ont moins chuté que ceux des autres pays

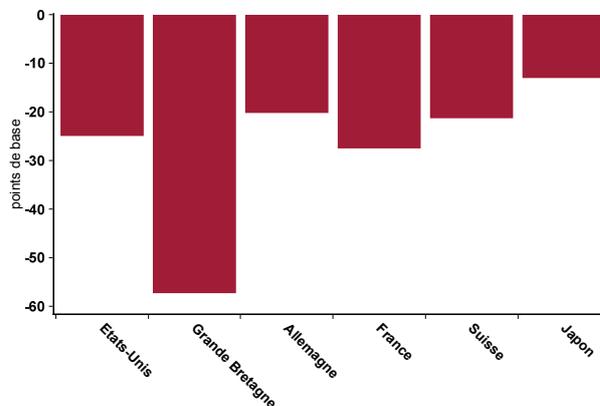
Royaume-Uni

- La forte baisse des rendements des bons du trésor *Gilts* britanniques a été surprenante ; en effet, en raison de la hausse de la prime de risque, on pouvait s'attendre à une augmentation des rendements au Royaume-Uni
- Anticipant des mesures de politique monétaire claires et rapides aux fins de soutenir l'économie et le secteur bancaire, les taux d'intérêt ont considérablement chuté
- La Banque d'Angleterre ne devrait pas trop se préoccuper d'une hausse de l'inflation malgré la forte dépréciation de la livre sterling

Suisse

- La BNS devrait, à notre avis, continuer de contrer l'appréciation du CHF en privilégiant des interventions sur les marchés de change plutôt que des baisses de taux
- L'ensemble des obligations d'Etat suisses se caractérise par un rendement négatif

Des taux d'intérêt en chute libre après le vote en faveur du Brexit



■ Changement du rendement des bons du Trésor de dix ans entre 23 juin et 7 juillet

Source: [Macrobond](#)

Le vote en faveur du « *Leave* » du Royaume-Uni a pris de court les intervenants sur les marchés financiers. On a ainsi assisté en réaction à de fortes variations des taux d'intérêt dans les jours qui ont suivi. La demande en valeurs-refuge telles que des emprunts d'Etat américains, allemands ou suisse, a bondi et leurs rendements se sont par conséquent effondrés. Aux Etats-Unis, le rendement des *Treasuries* à 10 ans a reculé de près de 40 points de base depuis le vote. Les rendements des Bunds allemands à 10 ans sont retrouvés pour la première fois en territoire négatif à la mi-juin, ressortant à -0,18% à la date de rédaction du présent commentaire. Depuis le 23 juin, les rendements des emprunts d'Etat à 10 ans ont chuté entre 25 et 30 points de base en Allemagne, en France et en Suisse. Au Royaume-Uni, les taux d'intérêt ont enregistré la plus forte correction : ils ont chuté de près de 60 points de base. Ce repli reflète les anticipations tablant sur une politique plus accommodante de la Banque d'Angleterre après le vote du Brexit. Il est probable qu'elle procède à une extension de son programme de rachat d'actifs, afin d'injecter plus de liquidités au secteur financier. Une baisse du taux directeur, s'élevant actuellement à 0,50%, est également envisageable. Ce fort repli des taux d'intérêt britanniques est à première vue paradoxal, car il ne reflète pas la hausse des primes de risque. L'intensification des incertitudes au Royaume-Uni et en Europe conduira à différer toute normalisation de la politique. Concernant le cycle de relèvement des taux de la Fed, nous ne tablons que sur un relèvement en 2016 – en décembre – et deux en 2017. Il est très probable que la BCE procède à une extension de son programme de rachat d'actifs. Dans ce contexte actuellement incertain, nous pensons que les taux à long terme demeureront faibles. Ils pourraient même se replier légèrement. Nous n'anticipons toutefois pas de nouvelle baisse notable sauf émergence de circonstances fortement défavorables.

Marchés d'actions

Le choc du Brexit a été rapidement digéré

Etats-Unis

- Le Brexit ne devrait guère porter préjudice aux perspectives de croissance aux Etats-Unis
- Les investisseurs en actions parient sur une politique encore plus accommodante de la Fed et ont ainsi rapidement tenu compte d'un effet modérateur moindre de la politique monétaire
- Les prévisions de croissance des Bénéfices par Actions (BPA) pourraient susciter un sentiment de déception ; les marges des sociétés se contractent en raison principalement d'une hausse des salaires

Zone euro

- La plupart des indices d'actions des pays situés en périphérie de la Zone euro ont immédiatement enregistré une forte correction après le vote en faveur du Brexit
- L'indice EuroStoxx a été le plus affecté par des transactions reflétant une aversion au risque suite au résultat du référendum
- Exception faite de la problématique du Brexit, les actions italiennes ont souffert des craintes d'une crise bancaire – les banques italiennes sont pénalisées par des crédits irrécouvrables de près de 360 milliards d'euros

Japon

- L'économie ainsi que le marché d'actions ressentent le poids d'un yen qui s'est encore déprécié et fait office de valeur-refuge
- Le Nikkei est toujours l'indice affichant les plus mauvaises performances parmi les principaux indicateurs, ayant cédé près de 20% depuis le début de l'année

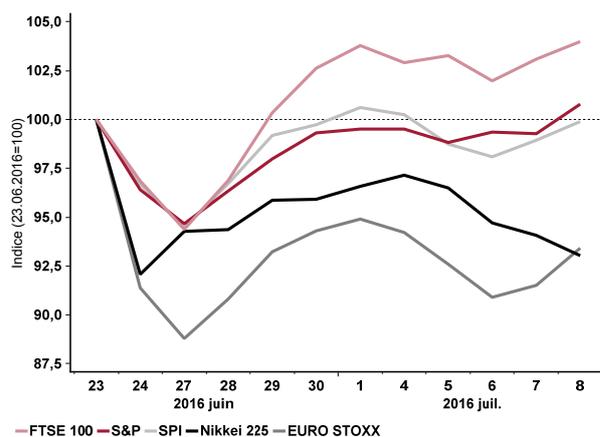
Royaume-Uni

- Le vote en faveur du Brexit a immédiatement provoqué un plongeon considérable de la livre sterling – un contexte qui a fait du FTSE 100 le seul principal indice européen à évoluer en territoire positif en cumul annuel (cf. tableau)
- Si le Royaume-Uni entrait en récession, ce qui constitue notre scénario de base, nous doutons que cette surperformance soit pérenne

Suisse

- Après le Brexit, les investisseurs en actions suisses ont dû être soulagés de constater que l'appréciation du franc suisse était nettement inférieure aux prévisions – la BNS a levé certaines pressions
- La croissance des BPA est toujours faible et les révisions sont plutôt baissières

Performances post-Brexit : quel est l'indice le moins impacté ?



Source: Macrobond

Le vote en faveur du Brexit a pris les marchés à contre-pied, contrastant ainsi avec le rallye en amont du référendum. Après avoir dans un premier temps plongé le 24 juin et les jours qui ont suivi, nombre de marchés se sont redressés relativement rapidement, réconfortés par la politique que devraient adopter les banques centrales, les mesures d'incitation budgétaire envisagées et un éventuel assouplissement des exigences en capitaux propres des banques. Faisant fi du total désarroi des politiques britanniques, l'indice FTSE 100 a effectivement surperformé ses homologues en raison du recul d'environ 11% de la valeur externe de la livre sterling face à l'ensemble des autres principales devises, ce dès que le résultat du référendum n'a plus fait aucun doute. Nous nous rallions à l'opinion des marchés, selon laquelle les grandes banques centrales devraient adopter une politique encore plus accommodante, dans la mesure où il est très difficile d'évaluer les retombées du Brexit sur les perspectives économiques. Par ailleurs, la Banque d'Angleterre a déjà pris des mesures destinées à soulager les banques commerciales en réduisant les exigences en matière de fonds propres. Nous sommes toutefois d'avis que les marchés d'actions, à la différence des marchés obligataires, pourraient démontrer un excès de confiance face aux risques émanant du Brexit. Les indices de volatilité ne se sont que temporairement envolés, pour rechuter ensuite en-deçà de leur niveau moyen sur 25 ans. Concernant les actions américaines, qui n'ont à juste titre enregistré qu'une faible correction dans le sillage du référendum, d'autres obstacles à un nouveau rallye s'annoncent. Les prévisions de croissance des bénéfices sont exagérées et pourraient susciter un sentiment de déception. Les marges des entreprises fléchissent aux Etats-Unis qui sont confrontés à une baisse des bénéfices depuis le dernier trimestre 2015. Les valorisations ne semblent pas justifiées dans un tel environnement, même si la valorisation relative comparée à celle des obligations demeure toujours attractive. Compte tenu des éventuels bouleversements politiques et des incertitudes pesant sur les négociations d'après Brexit, nous demeurons prudents vis-à-vis des placements en actions.

Devises

Le Brexit provoque de nouveaux flux vers des valeurs-refuge

Etats-Unis

- Le Billet Vert compte parmi les devises recherchées dans un contexte d'aversion au risque ; il s'est par conséquent apprécié face aux autres principales monnaies après le vote en faveur du Brexit, à l'exception du yen nippon
- Après le référendum au Royaume-Uni, la courbe des taux du marché monétaire aux Etats-Unis a exclu tout relèvement des taux jusqu'à l'année prochaine
- Après une phase d'appréciation prononcée depuis 2014, le dollar est désormais plus faible qu'en début d'année

Zone euro

- L'euro s'est apprécié après le vote Brexit, mais se négocie à un niveau inférieur face au USD et au CHF
- La persistance d'un excédent de la balance des opérations courantes dans la zone euro soutient la devise unique
- L'euro devrait à notre avis se déprécier face au dollar et au franc suisse au cours des semaines à venir

Japon

- Le yen s'est apprécié de près de 20% face aux autres principales devises depuis le début de l'année
- La politique monétaire semble totalement inefficace
- Aussi longtemps que prévaut le sentiment d'aversion au risque, le yen pourrait continuer de s'apprécier

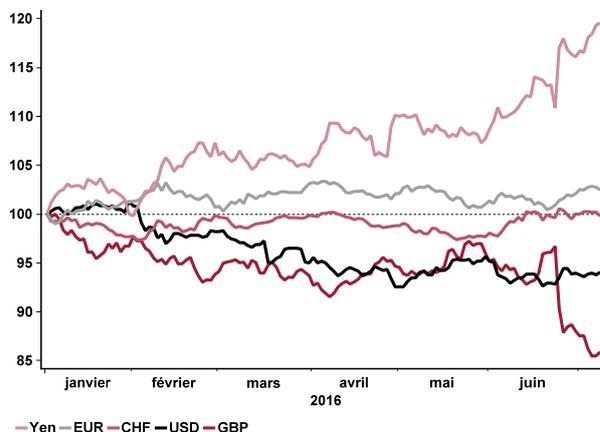
Royaume-Uni

- La livre sterling a subi de plein fouet les conséquences du vote surprenant des électeurs britanniques
- La faiblesse des perspectives de croissance post-Brexit, la poursuite d'une politique accommodante de la Banque d'Angleterre, l'instabilité politique et un important déficit de la balance des opérations courantes sont autant de facteurs qui soulignent une nouvelle dépréciation de GBP

Suisse

- La parité EUR/CHF n'a pas fortement chuté après le référendum en raison des interventions notables de la BNS sur le marché des changes
- La BNS sera tenue de prendre de nouvelles mesures, les interventions sur les marchés de change constituant son principal instrument de politique

Devises pondérées en fonction des échanges commerciaux (01.01.2016 = 100)



Source: Macrobond

Le vote surprise du Royaume-Uni lors du référendum a dominé les événements depuis le 24 juin. Immédiatement après ce vote, le sentiment d'aversion au risque s'est traduit par des variations notables sur les marchés de change. L'orientation prise par les différentes devises et l'ampleur des variations étaient toutefois conformes à nos prévisions en cas de vote en faveur du « Leave ». Inutile de dire que nous étions convaincus que le peuple britannique aurait préféré le statu quo. Comme le dépeint le graphique ci-dessus, le yen a clairement surperformé ses homologues cette année et a de nouveau été dynamisé après le vote, faisant office de traditionnelle valeur-refuge. « Miroir inversé » du yen, la valeur externe de la livre sterling a quant à elle subi de plein fouet les turbulences. Les investisseurs doutent de la capacité du Royaume-Uni après le Brexit à attirer les capitaux requis pour financer le considérable déficit de sa balance des opérations courantes. Par ailleurs, le contexte politique et économique maintiendra la livre sous pression. Pour le meilleur ou pour le pire, nous tablons sur la poursuite d'une politique accommodante par les grandes banques centrales afin de soutenir la croissance et apaiser les marchés financiers. Bien que moins touchée par la tourmente qui a balayé l'Europe, la Réserve Fédérale américaine devrait à notre avis s'abstenir de relever ses taux jusqu'en décembre. Compte tenu de la poursuite d'une politique d'assouplissement monétaire par la BCE, la BNS demeure sous pression pour intervenir sur les marchés de change et empêcher le franc de continuer de s'apprécier face à l'euro. Bien que la BNS continue par conséquent de consolider son bilan, le montant qu'elle a dû investir pour maintenir une parité proche de 1,08 entre EUR et CHF au cours de la semaine qui a suivi le référendum, s'est en fait avéré inférieur à nos prévisions eu égard aux circonstances.

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