

### Taux d'intérêt/Marchés obligataires

Tous les regards sont rivés sur Jackson Hole

#### Etats-Unis

- Plusieurs membres du Comité de politique monétaire de la Fed ont adopté récemment un ton plutôt ferme – peut-être une première indication du biais de Madame J. Yellen lors de son discours à Jackson Hole
- Nous tablons sur une reprise d'un cycle prudent de relèvements des taux en décembre 2016 – les intervenants sur les marchés partagent de plus en plus cette opinion
- Depuis début juillet, les rendements à 10 ans ont remonté de 20 points de base

#### Zone euro

- Le programme de rachats d'obligations *corporate* de la BCE a une fois de plus considérablement réduit le coût de financement des sociétés
- Le poids de la BCE au sein du marché contribuera au maintien de taux faibles – nous n'entrevoions pas de raison fondée justifiant une hausse des rendements au cours des quatre prochaines semaines

#### Japon

- La portée des mesures d'assouplissement lancées par la Banque du Japon ayant été inférieure aux prévisions fin juillet, les taux à long terme ont sensiblement progressé
- Immédiatement dès cette annonce, les taux à 10 ans ont augmenté de près de 20 pb et se sont stabilisés

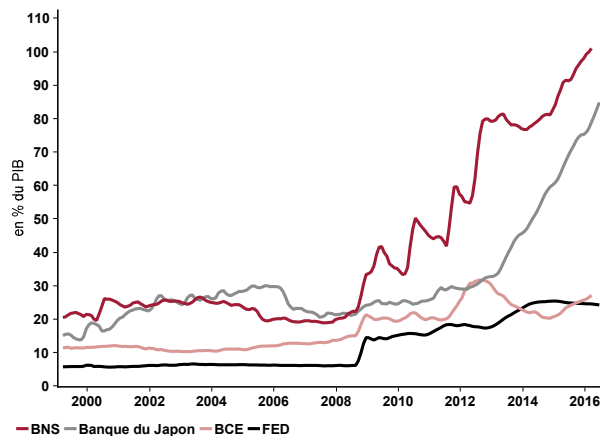
#### Royaume-Uni

- Les *Gilts* britanniques à 10 ans demeurent de 80 points de base inférieurs à ceux observés avant le vote Brexit
- Les données provenant d'enquêtes conjoncturelles confirment un important recul de la croissance
- Les conditions financières se sont considérablement assouplies, réalisant ainsi en partie la mission dévolue à la Banque d'Angleterre – un tel constat conduit à s'interroger quant à un nouvel assouplissement de la politique monétaire cette année

#### Suisse

- La BNS devrait, selon nos prévisions, laisser la fourchette cible pour le Libor à 3 mois inchangée pendant une longue période
- Compte tenu des interventions constantes sur le marché des changes, le bilan de la BNS dépasse 100% du PIB (cf. tableau)

Classement des bilans des banques centrales : la BNS est largement en tête



Source: [Macrobond](#)

Au moment même où nous rédigeons le présent commentaire, les représentants des banques centrales mondiales sont réunis à Jackson Hole dans l'état du Wyoming pour discuter des enjeux les plus pertinents caractérisant la conception du cadre de politique monétaire et économique. Le discours de la présidente de la Fed suscitera notamment une grande attention, notamment des investisseurs. La faible croissance de la productivité au sein des pays développés et son incidence sur les taux d'intérêt neutres figurent parmi les premiers points inscrits à l'ordre du jour. Plus récemment, quelques représentants de la Fed ont adopté un ton plutôt sévère à l'égard de la nécessité d'une nouvelle normalisation des taux d'intérêt. Il reste à voir si Janet Yellen suivra cette initiative. Nous maintenons notre prévision tablant sur un second relèvement des taux en décembre 2016, suivi d'une normalisation très modérée. La prochaine réunion de la BCE début septembre, dont les services apporteront toute une série de nouvelles projections, pourrait justifier une extension de son programme de rachats d'actifs au-delà de mars 2017. Nous tablons quant à nous sur cette extension que nous avons par conséquent intégrée dans nos scénarios économiques à long terme. Par ailleurs, l'analyse approfondie de la politique par la Banque du Japon en septembre devrait susciter un certain scepticisme quant aux options restant à disposition pour relancer l'économie. Sur le plan de l'inflation, l'effet de base souvent cité devrait se manifester au cours des prochains mois, rapprochant ainsi l'inflation globale des objectifs des banques centrales d'ici la fin de cette année. A notre avis, les marchés ne seront guère impressionnés. Les prévisions inflationnistes flirtent toutefois avec des niveaux extrêmement bas. Compte tenu des rachats par les banques centrales de montants considérables d'obligations à long terme, les rendements demeureront faibles, sans guère de chances de progresser à court terme.

## Marchés d'actions

Volatilité extrêmement faible des marchés d'actions

### Etats-Unis

- L'air semble se raréfier pour l'indice S&P500 après avoir atteint un nouveau point haut historique à la mi-août
- Au regard de ses homologues internationaux, le marché d'action américain résiste bien, les conditions financières demeurant extrêmement favorables
- Nous tablons sur une évolution des indices de volatilité du marché d'actions qui se situent actuellement à des niveaux extrêmement faibles

### Zone euro

- L'indice EuroStoxx 50 en cette période de redressement post-Brexit reste à la traîne de ses homologues
- Les indices européens sont confrontés à l'obstacle des tensions qui caractérisent actuellement le secteur bancaire
- Les risques politiques continuent également de peser sur les performances des actions européennes ; les élections en France et en Allemagne l'année prochaine commencent à faire la une des journaux

### Japon

- Tous les regards sont tournés vers les décideurs qui sont réputés élaborer une enveloppe de mesures budgétaires et monétaires
- Les marchés anticipent un nombre de nouvelles mesures - que doit annoncer la Banque du Japon en septembre - plus important que nous ne l'anticipons
- Sur une note positive, nous constatons une amélioration modérée des indicateurs économiques cycliques

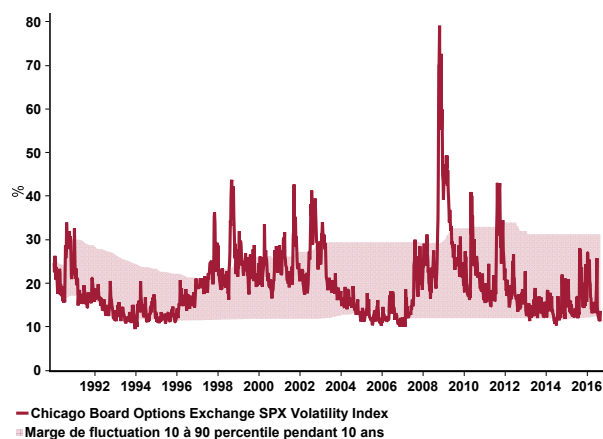
### Royaume-Uni

- L'indice FTSE 100 continue de surperformer ses pairs - l'indice a gagné près de 11% depuis le vote du Brexit
- Aussi longtemps que la livre sterling ne s'apprécie pas, les conditions financières sont suffisamment accommodantes pour les entreprises britanniques
- Le lancement de mesures de politique budgétaire serait probablement plus bénéfique aux sociétés britanniques que de nouvelles mesures de relance monétaire

### Suisse

- Le ratio cours-bénéfices a clairement dépassé sa moyenne sur 20 ans - les actions sont chères
- Compte tenu d'une hausse de la volatilité en raison de l'intérêt que portent les investisseurs aux taux d'inflation et aux mesures de politique monétaire aux Etats-Unis, nous tablons sur une légère correction du marché d'actions suisse d'ici la fin de l'année

### Une volatilité à des niveaux extrêmement bas



Source: **Macrobond**

A l'image du mois dernier, notre analyse des fondamentaux, de même que les modèles quantitatifs que nous utilisons comme paramètres pour formuler nos décisions sur des allocations d'actifs à court terme, nous envoient des signaux contradictoires. Du point de vue des fondamentaux, nous pensons que les marchés financiers sous-évaluent l'évolution haussière des taux d'inflation globale, ainsi que la probabilité d'une normalisation de la politique monétaire par la Fed. Compte tenu de ces évolutions qui devraient à notre avis faire la une de l'actualité d'ici la fin de l'année, la faible volatilité actuellement observée sur les marchés d'actions ne nous semble pas durable. Contrastant avec les anticipations de marché implicites, nous continuons de tabler sur un relèvement des taux par la Fed dès le début du mois de décembre de cette année. Quant au soutien supplémentaire apporté aux marchés par les autres banques centrales, la BCE et la Banque du Japon risquent à notre avis de décevoir les attentes des marchés. Des valorisations tendues font également encourir un risque aux marchés d'actions, s'il advenait que les résultats des entreprises publiés au troisième trimestre déçoivent les investisseurs : alors que les actions sont attrayantes au regard des obligations dans un contexte de taux d'intérêt négatifs, les ratios cours-bénéfices suggèrent que les actions sont chères en comparaison historique. Parmi les facteurs de risques supplémentaires qui pèsent sur les perspectives à court terme, figurent l'accroissement des tensions politiques avant les élections présidentielles aux Etats-Unis et les évolutions saisonnières de l'automne qui ont tendance à être négatives sur les marchés d'actions. Notre future évaluation des fondamentaux repose sur les probabilités attribuées à l'un quelconque des risques susmentionnés dans un avenir proche. A l'inverse de notre appel à la prudence à l'égard du potentiel des marchés d'actions, nos modèles quantitatifs reposant sur des données économiques et des tendances de marché historiques sont actuellement plus optimistes. Ce constat est vrai s'agissant des modèles basés sur de récentes évolutions macro-économiques, ainsi que sur des indicateurs de tendances et des modèles en parité de risques.

## Devises

La divergence des politiques monétaires

### Etats-Unis

- La faiblesse du PIB au second trimestre a provoqué des pressions à la vente sur l'USD – le billet vert s'est déprécié face à l'ensemble des principales devises (à l'exception de la GBP) au cours des quatre dernières semaines
- La future trajectoire de la politique de la Fed est contestée – Jackson Hole pourrait clarifier sa position
- Nos prévisions tablant sur un relèvement des taux en décembre devrait raffermir le billet vert

### Zone euro

- Les indicateurs de surprises des données économiques relatives ont récemment été favorables à l'EUR au détriment du USD – le marché ne montre toutefois guère de disposition à parier sur un raffermissement de l'euro
- Les craintes d'un éclatement de l'UE se sont dissipées, permettant à l'euro de s'apprécier depuis le 23 juin

### Japon

- Après une nouvelle forte progression du yen fin juillet, le taux de change effectif de cette devise a quasiment marqué le pas en août
- Les données économiques continuent à décevoir, exhortant ainsi la Banque du Japon à agir

### Royaume-Uni

- Bien que la hausse de certaines données économiques chiffrées ait surpris après le référendum, la Banque centrale devrait maintenir sa politique accommodante
- La livre sterling est effectivement parvenue à s'apprécier légèrement depuis le point bas atteint le 15 août
- La faiblesse structurelle qui caractérise l'ampleur du déficit de la balance des opérations courantes, conjuguée à un recul de la dynamique de croissance, devraient se traduire par une nouvelle dépréciation de la GBP

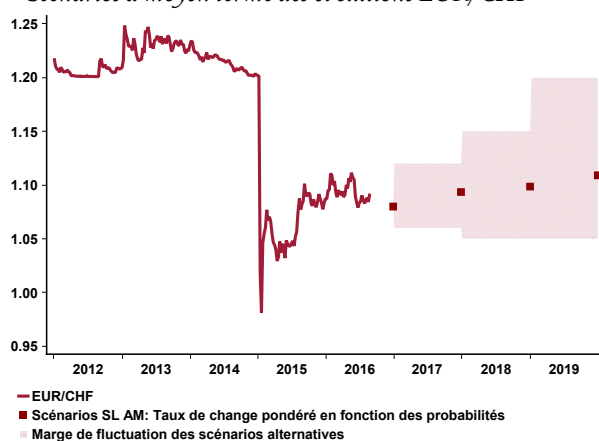
### Suisse

- L'apaisement des craintes de contagion et le regain du goût du risque devraient soutenir la paire de devises EUR/CHF aux niveaux actuels
- Malgré les interventions de la BNS sur le marché de change, nous n'entrevoions guère un repli du franc suisse sans une évolution du contexte macro-économique

**Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Management AG, Zurich**

Swiss Life Asset Managers 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 sommes nullement tenus d'actualiser ou de réviser toutes prévisions. 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](mailto:info@swisslife-am.com). Pour de plus amples informations, veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante : [www.swisslife-am.com](http://www.swisslife-am.com).**

Scénarios à moyen terme des évolutions EUR/CHF



Source: **Macrobond**

L'apaisement des craintes de contagion d'un éclatement de l'UE après le vote en faveur du *Brexit*, conjugué à une amélioration du sentiment de confiance parmi les investisseurs internationaux, soutiennent le taux de change EUR/CHF aux niveaux actuels. Cependant, les interventions constantes de la Banque Nationale Suisse sur le marché ne laissent guère de possibilités à un fléchissement du franc suisse à moyen terme. Le tableau susvisé illustre nos autres scénarios d'évolution de l'euro au regard du franc suisse au cours des trois prochaines années et de la trajectoire en résultant pondérée en fonction des probabilités. Plus généralement, nous tablons sur un rebond du USD au cours des prochains mois. Les représentants de la Fed ont plus récemment adopté un ton plus ferme, laissant entrevoir une hausse des probabilités tablant sur un relèvement des taux dès le mois de décembre. Les marchés financiers doivent encore refléter cette approche. La divergence des politiques monétaires est le principal facteur qui nous conduit à escompter une appréciation du dollar face à l'euro, au yen nippon et à la livre sterling. Compte tenu de nos prévisions tablant sur une amélioration de la dynamique de croissance du PIB aux Etats-Unis au cours du second semestre de cette année, le différentiel de croissance observé entre les Etats-Unis et la zone euro devrait être l'un des moteurs favorisant un renforcement du billet vert face à la devise européenne. La nouvelle enveloppe de mesures incitatives sur un plan monétaire et budgétaire, annoncée par les autorités nipponnes au cours du mois prochain, devrait se traduire par un fléchissement du yen. La Banque d'Angleterre dispose quant à elle de toutes les incitations pour tolérer un recul de sa devise et même un dépassement temporaire de son objectif inflationniste. La faiblesse structurelle qui caractérise le déficit de la balance des opérations courantes du Royaume-Uni et sa dépendance à l'égard du financement externe devraient peser sur la livre sterling.