

### Taux d'intérêt/Marchés obligataires

Renversement des anticipations de politique monétaire

#### États-Unis

- La Fed a changé de ton et semble clairement opter pour une plus grande fermeté contrairement à quelques semaines auparavant
- D'après plusieurs membres du Comité de Politique Monétaire de la Fed FOMC, deux relèvements de taux pourraient intervenir d'ici la fin de l'année
- Les taux à dix ans ont progressé d'un point bas de 1,70 % à près de 1,85 % fin mai

#### Zone Euro

- La publication des nouvelles prévisions de croissance et d'inflation par les responsables de la BCE captera l'attention des intervenants sur les marchés
- Les rendements au sein de la Zone Euro n'ont pas emboité le pas aux taux américains, en légère hausse au cours de la seconde quinzaine de mai

#### Japon

- La politique monétaire de la Banque du Japon n'a plus guère d'effet sur sa devise – en dépit de nouvelles mesures d'assouplissement, le yen, pondéré en fonction des échanges commerciaux, s'est apprécié de près de 8 % depuis le début de l'année
- Les taux nippons à long terme ont marqué le pas au cours du mois de mai et oscillé aux environs de - 0,1 %

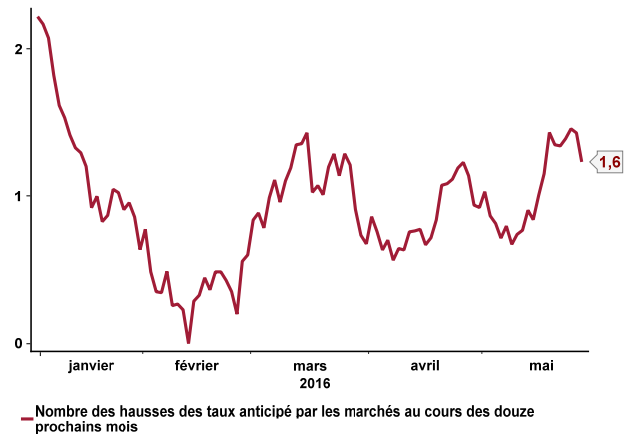
#### Royaume-Uni

- La Banque d'Angleterre suivra avec grande attention le dépouillement des votes lors du référendum le 23 juin
- Nous tablons sur un maintien du Royaume-Uni au sein de l'Union Européenne
- En cas de maintien du Royaume-Uni au sein de l'Union Européenne, la Banque d'Angleterre devrait préparer la voie à une politique de resserrement monétaire au cours des prochains trimestres, afin de contrôler les pressions inflationnistes, notamment les pressions salariales

#### Suisse

- Nous n'entrevoions pas de changement de politique monétaire de la BNS le 16 juin
- Nous tablons au cours des prochaines semaines sur une évolution baissière des taux suisses conformément à celle des *Bunds* allemands

La Fed envisage un nouveau relèvement des taux cet été



Source: **Macrobond**

Les investisseurs s'interrogent toujours sur un éventuel relèvement des taux par la Fed en juin. Depuis plusieurs semaines, il est manifeste que l'économie américaine fait preuve d'une solidité suffisante pour envisager une prochaine hausse des taux ; par ailleurs, les conditions financières se sont suffisamment assouplies pour passer à la prochaine étape du cycle. La plupart des analystes, y compris nous-mêmes, n'escomptions plus de relèvement cet été en raison de l'absence de communiqué en ce sens de la Fed. Or, ce point a changé en mai. Les propos rapportés dans le procès-verbal de la réunion d'avril du FOMC étaient plus fermes que ne l'escomptaient les prévisions. En outre, plusieurs membres du FOMC ont déclaré qu'un relèvement des taux en été était encore d'actualité. Nous tablons pour notre part sur deux hausses des taux par la Fed d'ici la fin de l'année. Le timing est délicat. Les réunions en juin, septembre et décembre sont les plus susceptibles d'apporter leurs lots de changements en matière de politique monétaire. Elles sont en effet suivies d'une conférence de presse et offrent ainsi une tribune à la Fed lui permettant d'expliquer ce changement et de préciser la nouvelle trajectoire de politique monétaire. La réunion en juin n'intervient pas sous des auspices favorables, car elle a lieu une semaine avant le référendum sur le maintien du Royaume-Uni au sein de l'U.E. Les récents résultats des sondages constituent un motif supplémentaire, justifiant la préparation des marchés financiers à de nouvelles hausses de taux. Nous tablons sur une hausse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis au cours des prochaines semaines. En revanche, nous entrevoyons une pression baissière sur les rendements au sein de la Zone Euro. Le programme de rachats d'actifs lancé par la BCE continue de se traduire par un repli des taux d'intérêt. Par ailleurs, les incertitudes politiques en Grèce, en Espagne, et au Royaume-Uni peuvent conduire à des flux de capitaux vers des valeurs-refuge.

## Marchés d'actions

La Fed a confirmé le resserrement monétaire

### États-Unis

- Les membres de la Fed ont clairement souligné la poursuite de la normalisation de la politique monétaire
- A notre avis, les marchés d'actions n'ont pas pleinement intégré les effets d'un nouveau resserrement de la politique monétaire
- Les ratios Cours / Bénéfices ont atteint leurs plus hauts niveaux depuis ces trois dernières années
- Or, les multiples de valorisation se contractent généralement lors des cycles de resserrement monétaire de la Fed

### Zone Euro

- Les données macro-économiques sont inchangées et devraient soutenir les marchés des actifs à risques
- Les marchés financiers reflètent de plus en plus les probabilités d'un maintien du Royaume-Uni au sein de l'Union Européenne
- Les variations saisonnières et l'évolution des anticipations des marchés quant à la future politique de la Fed devraient peser sur les marchés jusqu'au milieu de l'été

### Japon

- Nous tablons sur une enveloppe conjointe de mesures budgétaires et monétaires pour dynamiser la demande intérieure
- Un éventuel report du relèvement de la taxe sur la consommation devrait soutenir les producteurs de biens de consommation

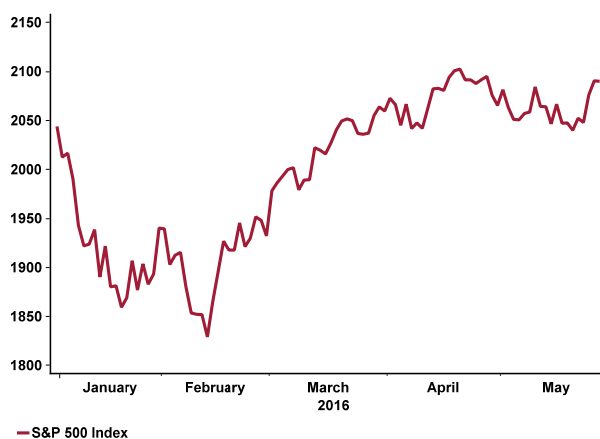
### Royaume-Uni

- Le potentiel d'un rallye de soulagement après la décision probable des électeurs de rester au sein de l'Union Européenne est limité, le "*Bremain*" se traduisant par un raffermissement de la livre Sterling
- Par ailleurs, moins la victoire des partisans du "*Leave*" semble probable, plus les marchés doivent se préparer à une normalisation de la politique monétaire par la Banque d'Angleterre au cours des douze prochains mois

### Suisse

- Le marché d'actions suisse a surperformé ceux des autres pays analysés dans le présent commentaire
- Une reprise de l'activité industrielle au premier trimestre et un fléchissement du franc suggèrent que le pire du choc monétaire intervenu l'année dernière appartient désormais au passé

L'indice S&P 500 se rapproche d'un niveau record en 2016



Source: **Macrobond**

Après une correction enregistrée début mai, les marchés d'actions des pays développés se sont légèrement redressés et testent actuellement de nouveaux points hauts pour l'année sous revue. Indépendamment de cette récente reprise, nous maintenons notre opinion prudente quant au potentiel des marchés d'actions internationaux à court terme. Ces dernières semaines, les représentants de la Banque Centrale américaine ont clairement souligné que la poursuite de la normalisation de la politique monétaire demeure le scénario de base de la Fed. Nous continuons par conséquent à tabler sur deux nouvelles hausses des taux par la Réserve Fédérale d'ici la fin de cette année. A notre avis, les valorisations des marchés d'actions ne reflètent pas la réalité ne serait-ce qu'un léger ralentissement monétaire. Comme on le constate généralement en fin de cycle économique, les bénéfices des entreprises sont sous pression. Afin d'obtenir une normalisation des ratios cours/bénéfices au regard de leurs points hauts actuels et refléter l'imminence d'un resserrement progressif de la politique monétaire, l'ajustement devra probablement passer par une baisse des cours. En attendant, au vu des sondages d'opinion et des cotes des parieurs, il semble de plus en plus probable qu'une majorité des électeurs britanniques se prononce en faveur d'un maintien au sein de l'U.E. La perspective d'un rallye de soulagement après l'annonce des résultats de ce référendum nous semble dès lors limitée. Au Royaume-Uni, le "*Bremain*" (tenants du maintien du Royaume-Uni au sein de l'U.E.) signifierait une appréciation de la devise, pénalisant ainsi les exportateurs. Au sein de la Zone Euro, les classes d'actifs à risques sont soutenues par les effets conjugués d'une politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) menée par la Banque Centrale Européenne et l'atténuation des craintes d'une désintégration de l'Europe. L'évolution saisonnière des marchés d'actions, notamment la faiblesse de leurs performances au cours des mois d'été, constitue un facteur globalement défavorable pour l'ensemble des pays.

## Devises

La Fed au pied du mur

### États-Unis

- Les évolutions des écarts de rendements devraient soutenir une légère appréciation du USD – les divergences de politique sont toujours d'actualité
- La fermeté des propos des procès-verbaux du FOMC et les déclarations des représentants de la Banque Fédérale se sont traduites par un renversement des anticipations en matière de politique monétaire
- Les données macro-économiques soulignent une nette accélération de la dynamique économique au cours du trimestre actuel

### Zone Euro

- L'euro s'est apprécié face au CHF, sur fond de reprise de l'appétit au risque et de la publication de données économiques au sein de la Zone Euro supérieures aux prévisions
- Le PIB de l'union monétaire a progressé à un rythme rapide au premier trimestre, une dynamique soutenue qui ne pourra s'inscrire dans la durée
- L'Euro devrait également se déprécier face au Billet Vert compte tenu des anticipations tablant sur un élargissement des écarts de rendements

### Japon

- Le JPY s'est de nouveau nettement apprécié le mois dernier en dépit d'une politique monétaire accommodante
- Portages et corrélation implicites soulignent un fléchissement du yen nippon face au USD
- Les perspectives d'une poursuite de la politique d'assouplissement monétaire par la BoJ se multiplient

### Royaume-Uni

- Les craintes de Brexit s'étant clairement apaisées, la livre Sterling s'est de nouveau récemment appréciée
- La marge d'appréciation demeure limitée sur fond de ralentissement de l'économie

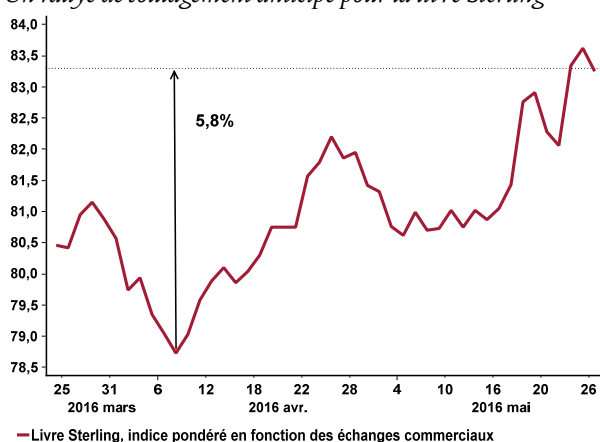
### Suisse

- La BNS alignant étroitement sa politique sur celle de la BCE, la parité EUR/CHF ne connaît guère d'évolution
- La BNS continue d'intervenir sur les marchés de change et les dépôts à vue ne cessent d'augmenter

**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](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)**

### Un rallye de soulagement anticipé pour la livre Sterling



Source: **Macrobond**

La Fed continue de marcher sur une corde raide, la difficulté étant de poursuivre le cycle de resserrement monétaire débuté en décembre dernier, sans provoquer une nouvelle phase d'appréciation prononcée du dollar US. En effet, la hausse du Billet Vert viendrait peser sur les conditions financières et plaiderait en principe pour un allègement de la politique de resserrement monétaire à l'avenir. La banque centrale intervient par conséquent directement sur ces variables, qui influent sur ses décisions de politique monétaire. Elle tient également à éviter toute rechute d'une aversion au risque qui provoquerait un resserrement plutôt généralisé des conditions financières. Nous tablons toutefois qu'elle osera effectuer deux nouvelles hausses de taux cette année, la première devant intervenir cet été. Il convient toutefois de tenir compte d'un obstacle, celui du référendum sur le maintien ou non du Royaume-Uni au sein de l'U.E. le 23 juin, bien que les probabilités d'une sortie du Royaume-Uni aient considérablement diminué ces dernières semaines. Cette évolution se reflète également dans l'appréciation de la livre Sterling, qui s'est redressée de près de 6 % face aux devises de ses partenaires commerciaux depuis début avril. En ce sens, le rallye de soulagement de la livre Sterling est en partie intervenu plus tôt que nous ne l'anticipions. Nous considérons qu'il existe encore une marge d'appréciation de la devise britannique, toutefois compte tenu du recul de la dynamique économique actuellement observé principalement dans le secteur corporate, ce potentiel haussier semble légèrement limité. L'économie de la Zone Euro a enregistré au premier trimestre un taux de croissance du PIB beaucoup plus soutenu que beaucoup ne l'escomptait. Cette progression est imputable à un hiver anormalement doux. Mais cette dynamique de croissance n'est pas durable. Les divergences de politique monétaire entre les États-Unis et l'Europe demeurent un enjeu majeur au cœur de nos perspectives d'évolution des devises.