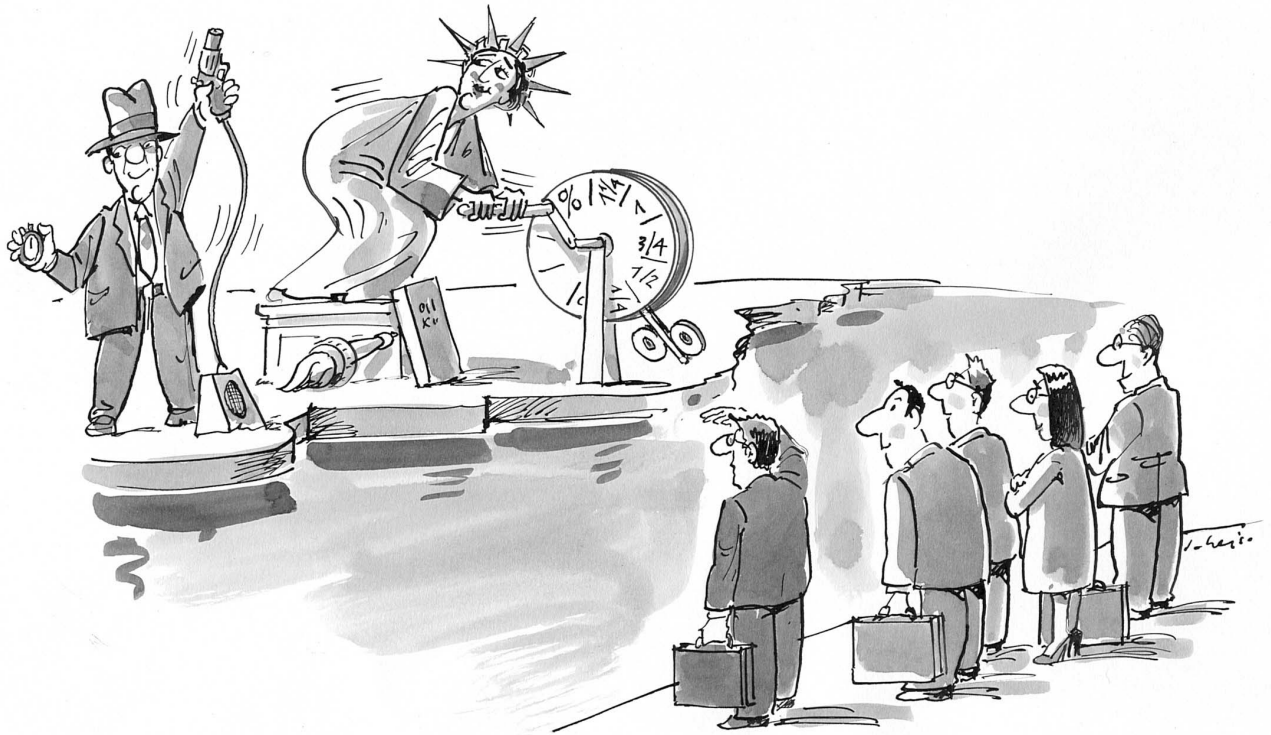


Billet de l'investisseur

**Marchés financiers
et recommandations d'achat**

26 avril 2010 – No 8



Politique monétaire US et marchés financiers

Les USA vont petit à petit céder leur hégémonie en matière d'économie réelle et de politique monétaire, mais sur les marchés financiers internationaux, ils occupent toujours une position dominante. Cette constellation ne devrait guère changer ces prochaines années. Dans le cadre de la présente publication, nous examinons dans quelle mesure la politique monétaire US influence la performance de diverses classes de placement non seulement aux USA, mais aussi en Suisse.

Politique monétaire US et marchés financiers.

La politique monétaire US marque de son empreinte les marchés financiers

Les USA vont petit à petit céder leur hégémonie en matière d'économie réelle et de politique monétaire, mais sur les marchés financiers internationaux, ils occupent toujours une position dominante. Les évolutions sur les bourses de New York sont la plupart du temps reproduites par les autres bourses du monde. Cette constellation ne devrait guère changer ces prochaines années. En ce qui concerne la taille et l'innovation de leur place financière, les USA resteront probablement à la pointe pour quelque temps encore. La forte imbrication des marchés financiers internationaux, comme l'ont montré les événements pendant la récente crise financière, débouche sur un transfert des évolutions de l'économie réelle US vers le reste du monde. A ce titre, l'aménagement de la politique monétaire US n'est pas seulement déterminant pour la conjoncture et les marchés financiers US, mais cette politique marque aussi de son empreinte les marchés financiers internationaux. Dans le cadre de la présente publication, nous examinons dans quelle mesure la politique monétaire US influence la performance des diverses classes de placement.

Cycles d'augmentation des taux directeurs ces 40 dernières années

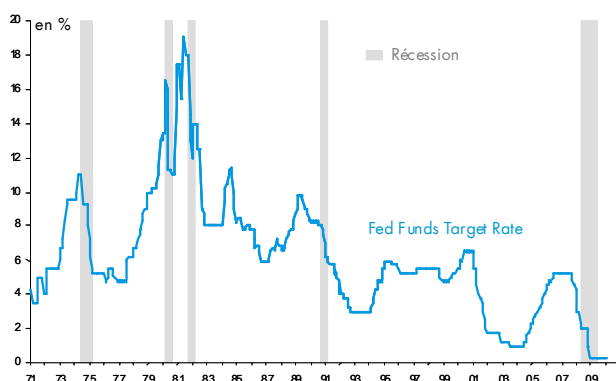
Ces quarante dernières années, les USA ont connu neuf phases de resserrement monétaire (graphique 1). Les années 1970 ont été caractérisées par des taux d'inflation élevés suite aux deux chocs pétroliers précédents. Ceci a incité la banque centrale US (Fed) à augmenter les taux directeurs au début des années 1980 à un pic historique de 18%. La politique monétaire très restrictive à cette époque, appuyée par une politique économique orientée sur l'offre de l'administration Reagan, a dé-

bouché sur un recul prononcé des taux d'inflation. En conséquence, les taux directeurs ont continuellement baissé dans les années 1980. Malgré cela, on a assisté à 3 cycles d'augmentation des taux directeurs, partant tous d'un bas niveau, au courant de cette décennie. Le 2^e s'est terminé abruptement suite au crash boursier de 1987, le 3^e a démarré déjà 6 mois plus tard. Les années 90 ont été caractérisées par une récession au début de la décennie, relayée par une phase d'essor avec des taux directeurs plus élevés. L'éclatement de la bulle des actions et les attentats terroristes du 11 septembre 2001 ont débouché sur une baisse dramatique du taux directeur US qui est resté à très bas niveau pendant une longue période, ce qui a favorisé la formation d'une bulle sur le marché immobilier US. La récente récession a été beaucoup plus prononcée et a duré plus longtemps que les récessions des 40 dernières années. Dans la mesure où la conjoncture US croît à nouveau depuis l'été 2009, nous anticipons une amélioration de la situation du marché du travail au courant de cette année. Ceci permettra à la banque centrale US d'augmenter son taux directeur début 2011.

Les marchés obligataires réagissent

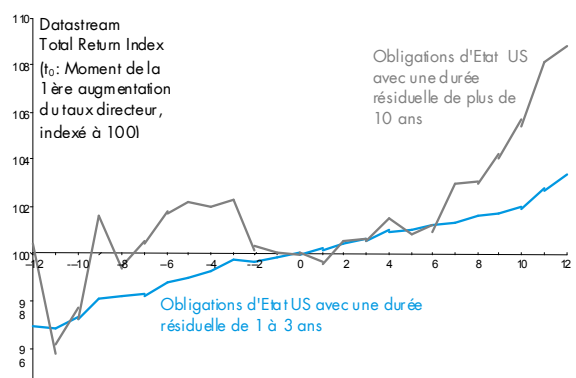
La hausse des intérêts longs avant le lancement d'une politique monétaire plus restrictive fait que les obligations avec une longue durée résiduelle ne sont pas attractives dans cette phase. Environ 6 mois après la première augmentation des intérêts, elles ont commencé à surperformer les obligations à brève maturité. Comme l'illustre le graphique 2, on a enregistré par le passé des corrections plutôt modestes d'environ 2.5% en moyenne dans le cas des obligations d'Etat US les trois derniers mois avant la première augmentation du taux directeur. Les obligations de courte durée (1 à 3 ans) dégagent par contre des gains de cours

G 1: Evolution du taux directeur aux USA



Source: Datastream

G 2: Revenu total des US-Treasuries selon maturités



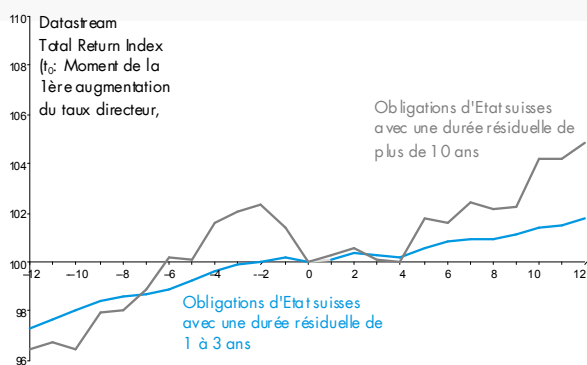
Source: Datastream, propres calculs

relativement stables, indépendamment de l'évolution de la politique monétaire. Ce segment obligataire est peu sensible aux intérêts, de sorte que les paiements de coupons sont le facteur le plus important qui caractérise la performance. 12 mois après la première augmentation du taux directeur, la performance du marché obligataire US n'était que de 3% en moyenne sur toutes les maturités. Dans le cas des obligations à 10 ans d'échéance, le revenu total pendant cette période se chiffrait à presque 10%, ceci surtout parce que les rendements n'ont plus guère haussé après la première augmentation des intérêts. En Suisse, même tableau. Le produit total des obligations suisses avec une durée résiduelle de un à trois ans se chiffrait à 3% au courant des 12 mois avant la première augmentation du taux directeur US et à 2% au courant des 12 mois suivants (graphique 3). Les obligations de la Confédération d'une durée de plus de dix ans ont dégagé un revenu de 5% 12 mois après la première augmentation du taux directeur US, soit plus du double que les obligation de la Confédération à brève maturité.

Les marchés d'actions corrigent au moment de la première augmentation des intérêts

Le passé nous a montré que de belles opportunités se présentaient vers la fin d'une récession pour s'engager sur le marché des actions. La catégorie "actions" profite au début d'une reprise conjoncturelle non seulement d'intérêts à bas niveau, mais aussi de faibles valorisations. Des attentes bénéficiaires pessimistes sont révisées à la hausse dans cette phase, ce qui dope les marchés d'actions. Si, dans une phase ultérieure d'essor conjoncturel, les intérêts sont relevés, les cours des actions souffrent doublement. D'une

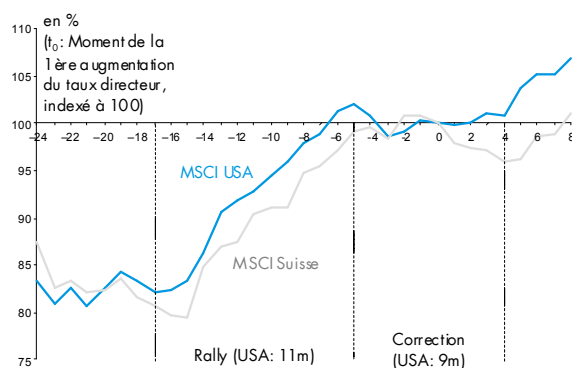
G 3: Revenu total des obligations de la Confédération selon les maturités



Source: Datastream, propres calculs

Cette page n'a pas été rédigée par le service Research de la ZKB, mais par l'unité organisationnelle Investment Solutions, et n'est donc pas soumise aux directives concernant la garantie d'indépendance de l'analyse financière de l'Association suisse des banquiers.

G 4: Politique monétaire US et marchés des actions



Source: Datastream, propres calculs

part, les coûts de refinancement des entreprises augmentent et réduisent leurs marges bénéficiaires et, d'autre part, de nombreux investisseurs fuient vers des classes de placement moins sensibles aux intérêts, ce qui entraîne un recul de la valorisation des actions.

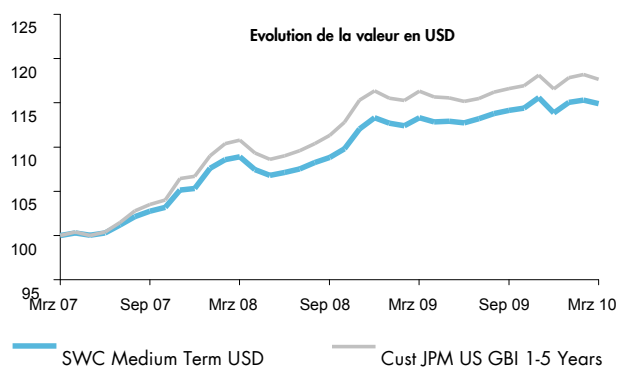
Dans le graphique 4, toutes les augmentations de taux directeurs, à l'exception de celle de 1999, sont résumées¹. Les phases de durcissement monétaire ont été précédées par des avancées de cours prononcées. Aux USA, les cours ont haussé en moyenne pendant 11 mois de presque de 25%. Ensuite, déjà 5 mois avant la première augmentation des intérêts, une phase de correction a vu le jour qui a duré environ 9 mois aux USA. Mais la correction était la plupart du temps modeste, avec une perte de quelque 3%. Ceci vaut également pour le marché d'actions suisse qui a corrigé tendanciellement un plus tard, mais aussi plus fortement avec un recul de 5%. Déjà 4 mois après la première augmentation du taux directeur, les marchés d'actions ont à nouveau continué leur progression. La reprise conjoncturelle était entre-temps assez solide, de sorte que la hausse des chiffres d'affaires a relativement rapidement surpassé les coûts de refinancement plus élevés. Dans certains cas, les marchés d'actions n'ont toutefois pas pu se redresser aussi rapidement. Citons à titre d'exemple l'année 1981 où l'économie US est retombée en récession après une courte phase de redressement ("double dip").

Alex Stauffacher, Anastassios Frangulidis

¹ La bulle des actions à la fin des années 90 fausserait l'image d'ensemble.

Propositions de placement

Swisscanto (LU) Bond Invest Medium Term USD



Source: Lipper

Ratios

Numéro valeur 1 544 308(T) TER 0.8 %

Ratios de rendement au 31.03.2010 en USD

en %	1M	YTD	2009	2008	2007	2006
Fonds	-0.3	0.9	0.5	7.6	6.7	3.2
Indice	-0.5	0.9	0.2	9.1	8.3	3.8

Ratios statistiques (3 ans)

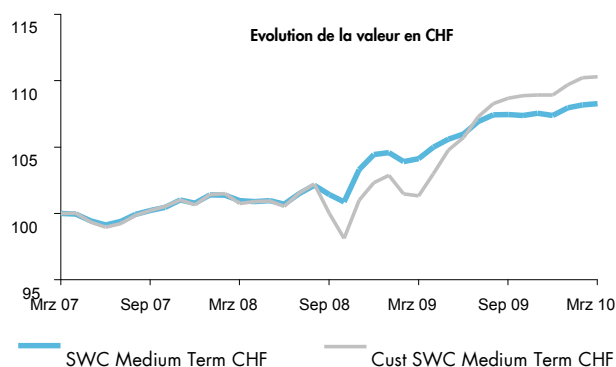
Rendement moyen p.a.	4.6 %
Rendement excédentaire (Alpha) p.a.	-0.9 %
Volatilité du fonds	2.7 %
Volatilité benchmark	3.0 %
Benchmark	Cust. JPM US GBI 1-5 a.

Source: Lipper

Le fonds investit surtout dans des obligations de brève à moyenne échéance libellées en USD. Le risque de variation des intérêts est relativement faible avec une durée de 2.7 ans, de sorte que le fonds dégage des revenus relativement stables même dans un environnement d'intérêts à la hausse. Seules des obligations avec un rating de Aaa (80 %) ou de AA (20 %) se trouvent dans le portefeuille. Environ 2 tiers de la fortune du fonds sont émis par des débiteurs nord-américains et 1 tiers par des émetteurs européens. Les emprunts d'Etat totalisent 70% de la fortune du fonds les 30% restants sont investis dans des obligations d'entreprises de première qualité. C'est l'indice JPM US Government Bond 1-5 ans qui sert de benchmark. Le fonds est géré de sorte à être proche de l'indice. Alors qu'en comparaison avec le benchmark les coûts grignotent la performance, le fonds performe bien par rapport au Peer-Group, en particulier en raison du bon comportement du fonds en temps de crise. Avec un TER relativement faible de 0.8 %, le produit compte parmi les moins chers dans son Peer-Group.

Alex Stauffacher

Swisscanto (LU) Bond Invest Medium Term CHF



Source: Lipper

Ratios

Numéro valeur 1 544 318(T) TER 0.8 %

Ratios de rendement au 31.03.2010 en CHF

en %	1M	YTD	2009	2008	2007	2006
Fonds	0.1	0.8	2.8	3.7	1.1	-0.3
Indice	0.1	1.3	6.5	1.6	1.2	0.5

Ratios statistiques (3 ans)

Rendement moyen p.a.	2.7 %
Rendement excédentaire (Alpha) p.a.	-0.6 %
Volatilité fonds	2.0 %
Volatilité benchmark	3.4 %
Benchmark	Cust. Swiss Bond Index Foreign (50 % 1-3 a./50 % 3-5 a.)

Source: Lipper

Le fonds Swisscanto Bond Invest Medium Term CHF investit dans des obligations en CHF de débiteurs étrangers de très haute qualité et de courte à moyenne échéance. Avec une durée de 2.7 ans, sa sensibilité face aux intérêts est relativement modeste. Le fonds investit surtout dans des obligations d'entreprises et à raison d'un tiers dans des emprunts d'Etat. Environ 60% des emprunts sont notés Aaa et presque 30% ont un rating de Aa1. Actuellement, le fonds tient environ 90 obligations dans son portefeuille. Comme benchmark, le management du fonds utilise le Swiss Bond Index Foreign (50 % 1-3 ans/50 % 3-5 ans). En comparaison avec celui-ci, on retiendra une performance plus stable, en particulier pendant la crise financière. Mais en général, les écarts par rapport au benchmark sont faibles. Le Fixed-Income-Team de quatre personnes à Londres, très expérimenté et conservateur, se focalise sur le placement efficace et proche de l'indice des patrimoines sous gestion. Des paris actifs ne sont opérés que si le team en est très convaincu. Le point fort du management actif est le positionnement sur la courbe des intérêts.

Alex Stauffacher