1 MOIS EN 10 IMAGES

Mars 2017

Sommaire

1. Le regain de confiance aux Etats-Unis ne se traduit pas encore dans les faits
2. Une réforme fiscale s'impose pour inverser la relation entre croissance et déficit commercial aux Etats-Unis
3. Marché immobilier – Les ventes de logements au plus haut depuis 10 ans aux Etats-Unis
4. L'Europe serait en bonne place (économiquement) sans les incertitudes politiques
5. L'éclatement de la monnaie unique serait néfaste pour tous les pays de la zone euro

6. La vigueur du CHF explique la faiblesse de la croissance en Suisse
7. La banque centrale brésilienne peut enfin assouplir sa politique
8. Chine – d'un excédent à un déficit commercial
9. Actions – surperformance du NASDAQ aux Etats-Unis
10. Devises – la hausse du dollar est-elle réellement salutaire?



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager



Maude Mata
Senior Portfolio Manager

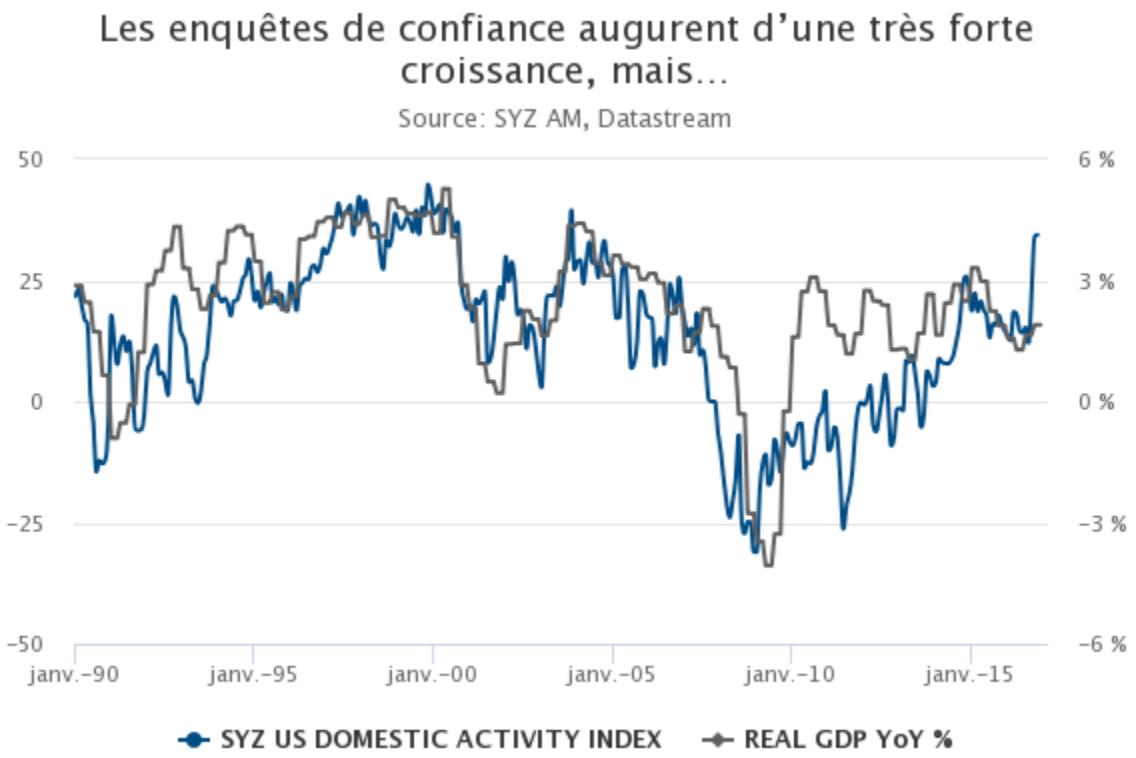
01

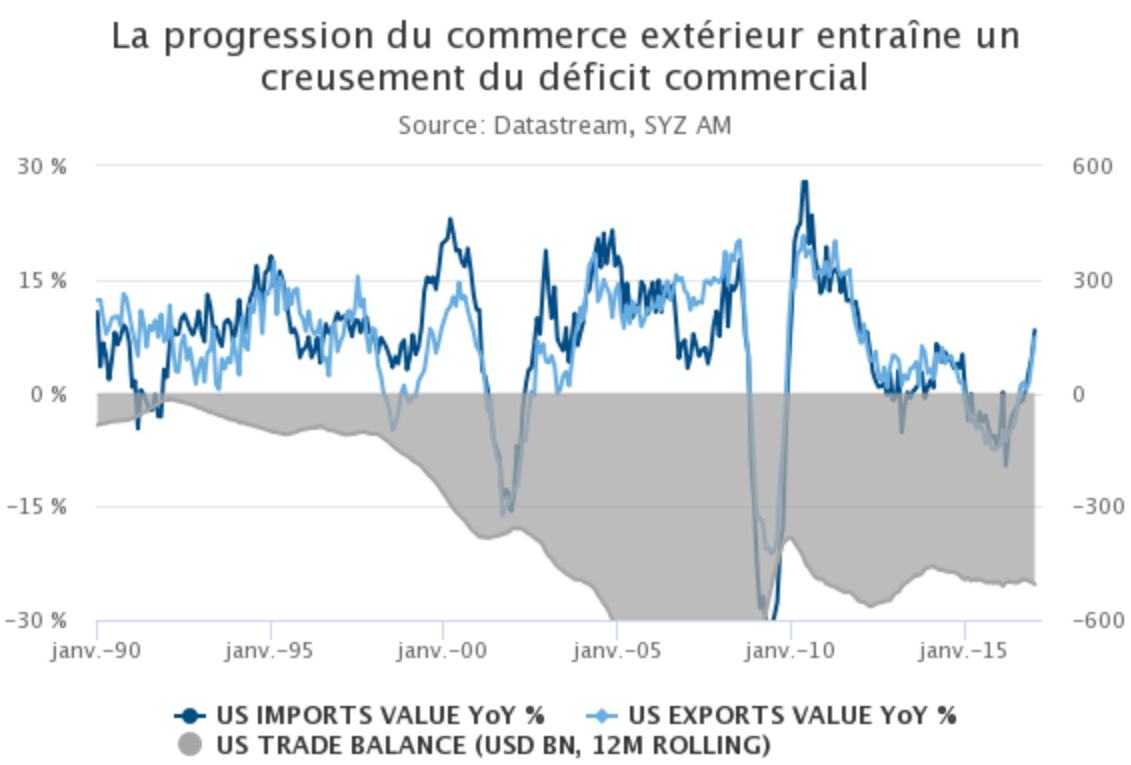
Le regain de confiance aux Etats-Unis ne se traduit pas encore dans les faits

Les enquêtes de conjoncture aux Etats-Unis ont pour la plupart poursuivi leur amélioration en février et augurent d'une accélération prononcée de la croissance américaine au premier trimestre. Notre indice interne sur l'activité nationale aux Etats-Unis, fondé sur la confiance des consommateurs et des petites entreprises, a atteint un niveau compatible avec une croissance d'environ 4% du PIB...

Ce tableau prometteur doit cependant être mis en balance avec l'absence d'embellie sensible des données objectives, telles que les données effectives sur les dépenses des ménages, l'investissement des entreprises, la production industrielle, etc. En effet, l'estimation actuelle de la croissance du PIB au premier trimestre s'établit à 1,2% selon le modèle de la Réserve fédérale d'Atlanta, un rythme de croissance modéré sans commune mesure avec le «tapage» actuel autour des perspectives de l'économie américaine.

Ce décalage est peu susceptible de durer très longtemps. Il se pourrait bien que les données objectives finissent par converger avec les indicateurs du sentiment, aidées en cela par la mise en œuvre des baisses d'impôts promises. A l'inverse cependant, tout retard ou toute déception concernant les réformes fiscales pourrait au contraire miner le regain d'optimisme constaté ces derniers mois…





02

Une réforme fiscale s'impose pour inverser la relation entre croissance et déficit commercial aux Etats-Unis

Le déficit commercial américain a été au cœur de la dernière campagne présidentielle, Donald Trump s'engageant à en corriger le déséquilibre en taxant les importations. Paradoxalement, depuis l'élection de ce dernier, le déficit n'a cessé de … se creuser!

En effet, après avoir atteint leur niveau le plus bas depuis cinq ans en mars 2016, les importations américaines ont régulièrement augmenté en parallèle au rebond de l'activité économique. Elles ont même progressé plus rapidement que les exportations, conduisant au creusement du déficit commercial (le mois de janvier a marqué le déficit mensuel le plus important depuis 2012).

Cette tendance met en lumière la relation actuelle entre la croissance économique et le déficit commercial des Etats-Unis: lorsque la croissance s'accélère, le déficit se détériore. Donald Trump a été élu sur la promesse de changer cette relation, mais cela suppose qu'il parvienne à mettre en œuvre sa fameuse taxe aux frontières – la «Border Adjustment tax». Là encore, l'aptitude de la nouvelle administration à mener à bien son ambitieux programme fiscal sera un enjeu clé à l'horizon des prochains mois.

03

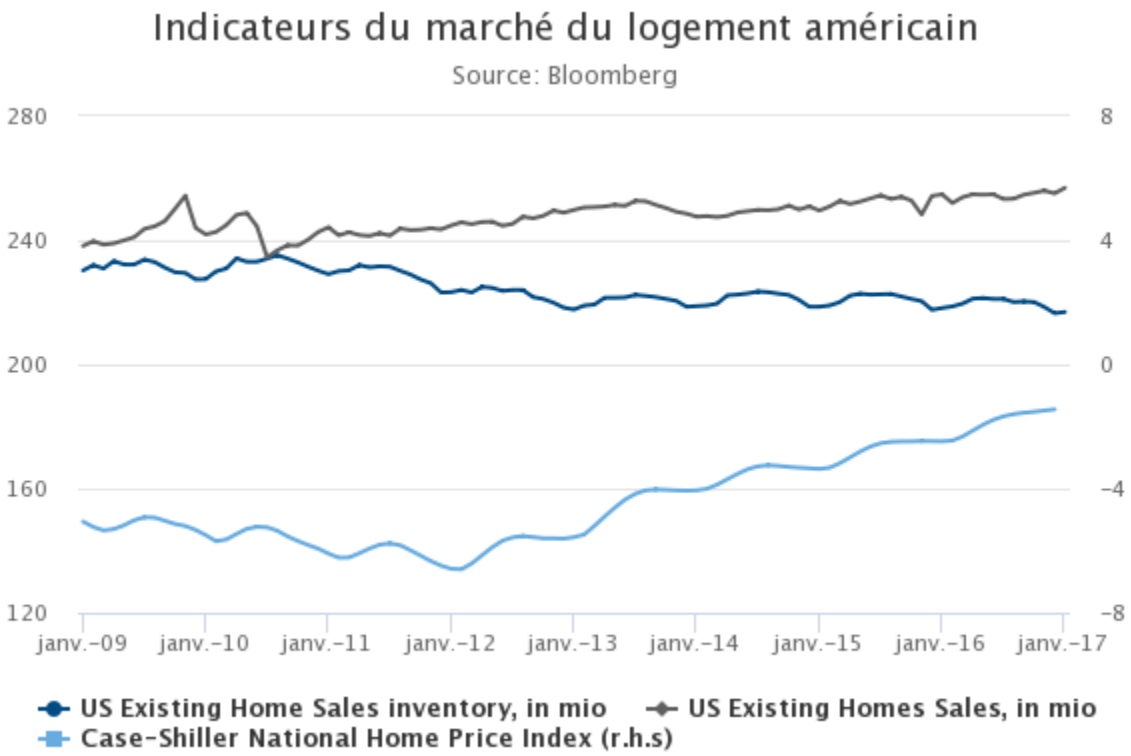
Marché immobilier – Les ventes de logements au plus haut depuis 10 ans aux Etats-Unis

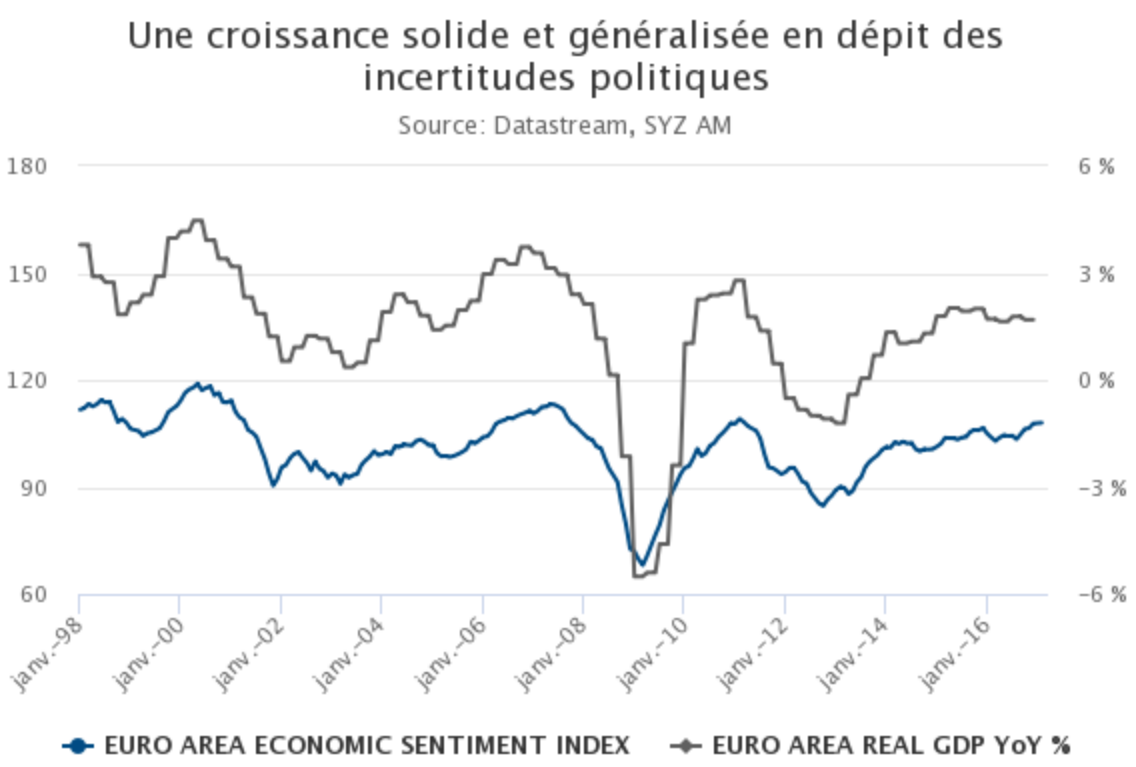
En janvier, les ventes de logements existants ont atteint leur niveau le plus élevé depuis 2007, dépassant les attentes du marché.

Malgré la hausse des taux des crédits immobiliers et des prix des logements, le maintien de la demande dénote la confiance grandissante vis-à-vis de l'économie. La solidité de la demande pourrait également s'expliquer par l'inclination des acheteurs à s'assurer un taux bas dans un contexte où la perspective d'un relèvement des taux d'intérêt supérieur à 25 points de base (pb) s'accroît.

Le dernier rapport fait état d'une augmentation de 3,3% des reventes de logements par rapport au mois précédent et de 3,8% en glissement annuel. Alliée au nombre encore très faible de logements existants mis en vente, cette tendance contribue à alimenter la hausse des prix immobiliers, comme en témoigne l'indice Case-Shiller (+5,8% en glissement annuel).

Le marché du logement américain devrait rester bien orienté en 2017, mais pourrait également subir des pressions baissières, notamment en cas d'aggravation de la pénurie de biens mis sur le marché. Une augmentation du nombre de biens mis en vente est indispensable pour atteindre un bon équilibre entre l'offre et la demande.





04

L’Europe serait en bonne place (économiquement) sans les incertitudes politiques

Si ce n’était les incertitudes politiques liées aux échéances électorales, la zone euro serait actuellement l’un des motifs de satisfaction dans l’économie mondiale. Dans la mesure où son cycle de croissance actuel a démarré en retard par rapport au reste du monde développé, l’Europe bénéficie encore du soutien issu de la baisse du chômage, de la demande latente au niveau des investissements des entreprises et du maintien d’une politique monétaire ultra-accommodante.

La comparaison avec les Etats-Unis est frappante. Alors qu’outre Atlantique, les enquêtes économiques sont stimulées PAR la perspective d’une nouvelle donne politique, elles se redressent progressivement en Europe MALGRÉ un contexte politique très incertain. Toutes augurent d’une croissance du PIB supérieure à 2% en rythme annualisé au premier trimestre.

Les principales économies de la zone euro affichent toutes une croissance supérieure au taux potentiel à l’heure actuelle et il semble que seul un choc de confiance négatif résultant de l’issue fâcheuse d’élections soit susceptible d’enrayer la tendance en cours.

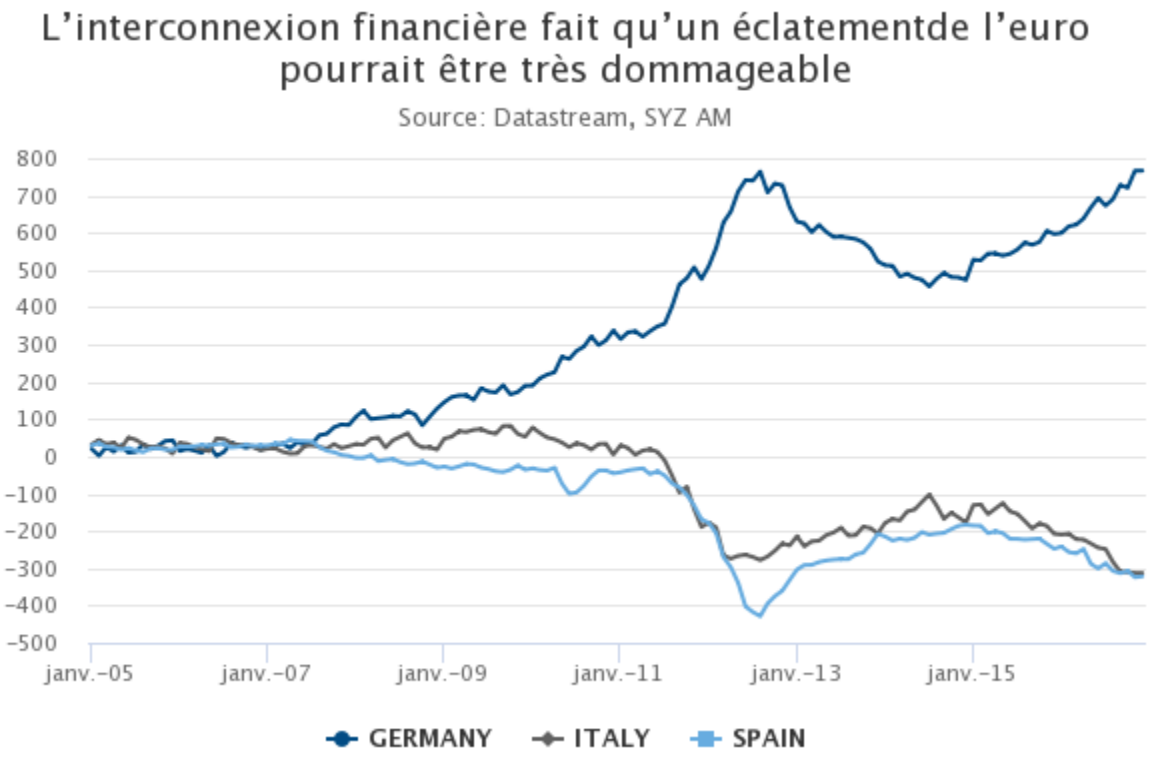
05

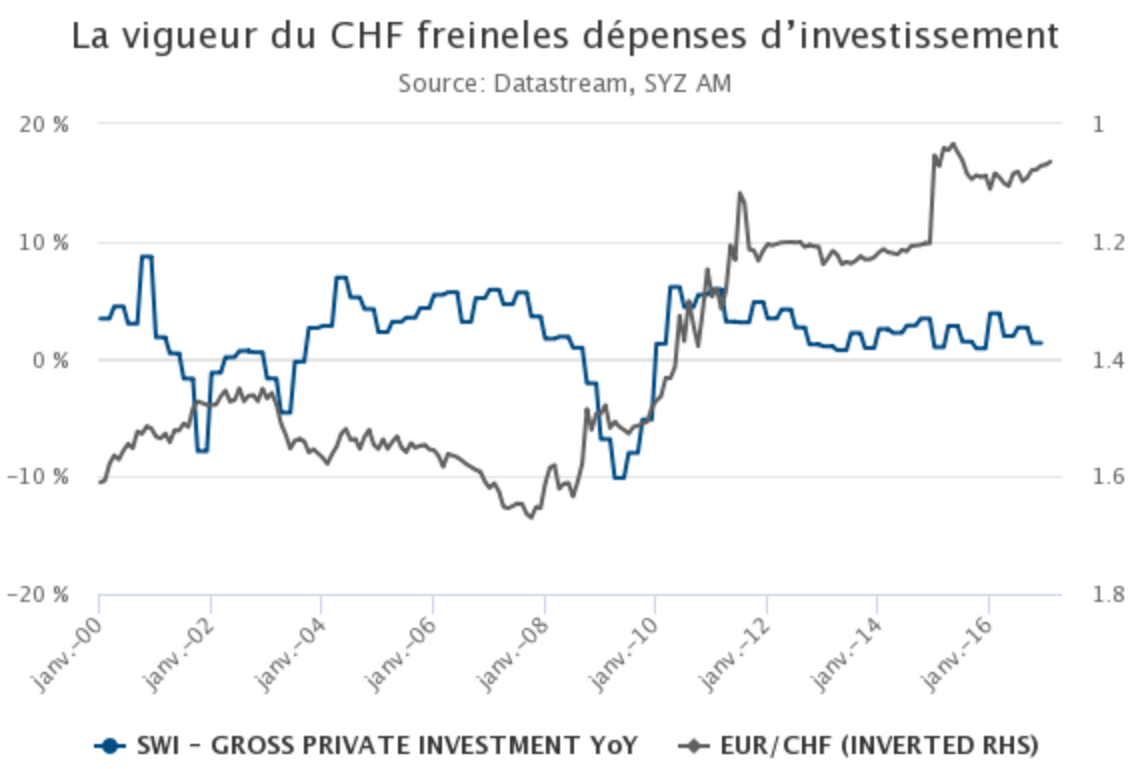
L’éclatement de la monnaie unique serait néfaste pour tous les pays de la zone euro

Les élections à venir aux Pays-Bas, en France et en Allemagne alimentent l'incertitude sur les perspectives à court terme de la zone euro, compte tenu de la bonne position des partis anti-européens dans les sondages et de l'expérience tirée des votes contraires aux pouvoirs en place au Royaume-Uni et aux Etats-Unis en 2016.

Dès lors, les indicateurs qui avaient dénoté un accroissement du risque d'éclatement de l'euro lors de la crise de la dette souveraine en 2011-2012 font l'objet de la plus grande attention. Parmi eux figure le creusement des déséquilibres des soldes Target 2, c'est-à-dire les créances ou les passifs que chaque pays détient à l'égard des autres pays membres de l'Eurosystème. Les créances de l'Allemagne sur les autres pays de la zone euro se rapprochent à nouveau de leur sommet de 2012, tandis que les passifs de l'Espagne et de l'Italie ont augmenté.

Même si la tendance récente est en partie liée au programme en cours d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne (BCE) et ne reflète pas nécessairement les flux de capitaux en quête de refuge au sein de la zone euro, elle est néanmoins révélatrice du risque potentiel lié à la sortie d'un pays majeur de la zone euro. Si un tel événement venait à se produire, les liens financiers entre les pays de la zone euro sont désormais si importants qu'il aurait nécessairement un impact considérable, y compris sur les pays restant dans l'Eurosystème. Bien que la probabilité d'un tel scénario soit faible, ses conséquences potentielles ne sauraient être sous-estimées.





06

La vigueur du CHF explique la faiblesse de la croissance en Suisse

Le franc suisse demeure une épée de Damoclès qui pèse sur les perspectives économiques du pays. C'est là l'enseignement majeur issu des données sur le PIB du quatrième trimestre. L'activité économique en Suisse a en effet été morose au quatrième trimestre 2016 (+0,1%). La vigueur du franc suisse semble être responsable de cette faiblesse.

Le CHF affiche une tendance haussière par rapport à l'euro depuis 2008, soutenu par le moindre recyclage de l'excédent du compte courant et les flux de capitaux en quête de refuge face aux craintes de désintégration de l'euro. La Banque nationale suisse (BNS) s'est efforcée de combattre cette tendance par le biais d'interventions musclées, mais la réapparition de la prime de risque politique en Europe suite au vote en faveur du Brexit a conduit le CHF à repartir à la hausse au second semestre 2016.

Au quatrième trimestre, la contraction des investissements des entreprises et des exportations a quasiment effacé la forte croissance de la consommation. C'est la réaction typique à laquelle il faut s'attendre avec un CHF fort, qui soutient la consommation en réduisant le prix des biens importés, mais qui a clairement pesé sur la croissance des investissements ces dernières années.

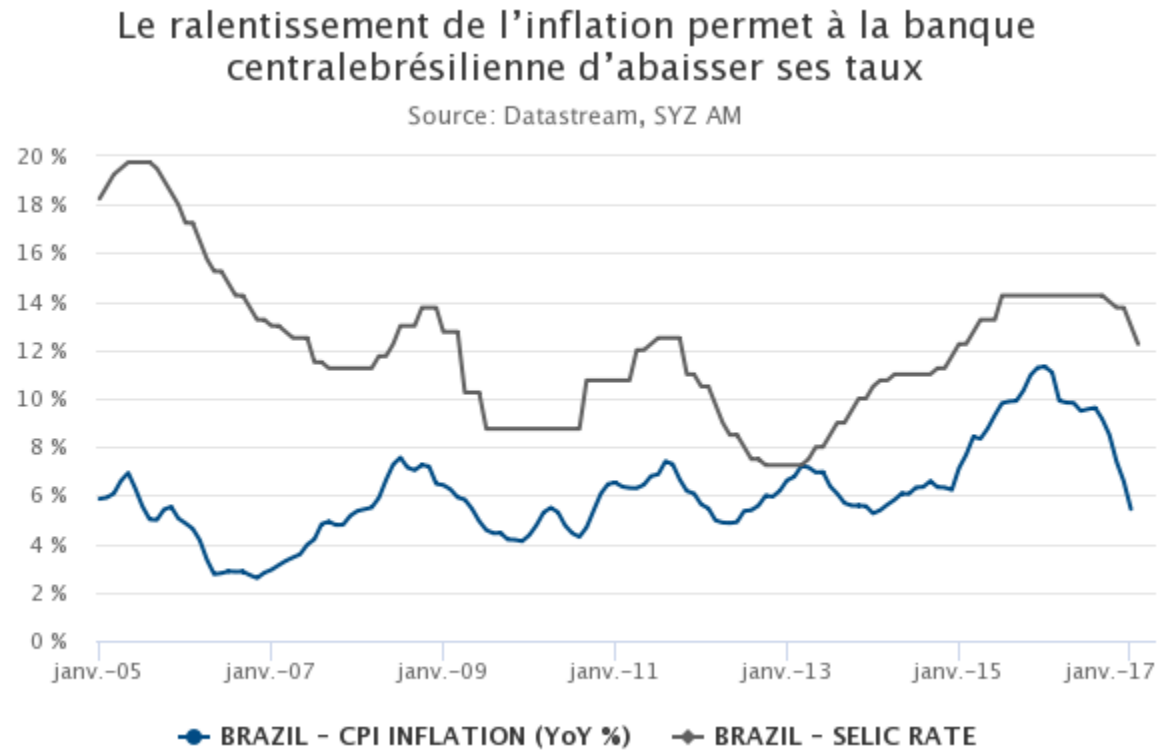
07

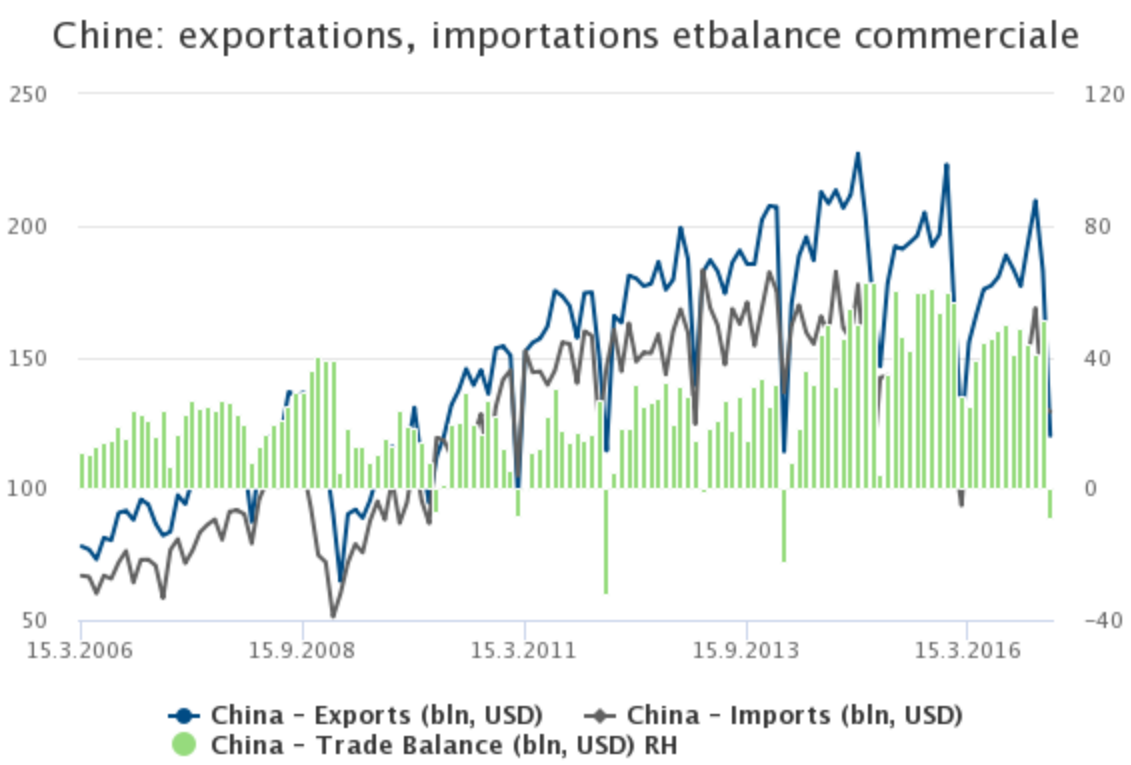
La banque centrale brésilienne peut enfin assouplir sa politique

Presque un an après l'amorce du processus de destitution de Dilma Rousseff, lequel a coïncidé avec le point le plus bas de la crise économique, l'économie brésilienne ne s'est pas encore remise de sa pire récession depuis 30 ans. Son PIB a reculé de -0,9% au quatrième trimestre et a ralenti de 8% en deux ans.

Cependant, la tendance est désormais plus encourageante et permet d'envisager un retour de la croissance en 2017. Le changement politique a contribué à stopper la chute du réal et a fourni un cadre budgétaire structuré, conçu pour maîtriser les dépenses publiques. En conséquence, l'inflation a nettement ralenti après avoir atteint un sommet à plus de 10%.

Cela permet à la banque centrale d'assouplir sa politique monétaire après avoir été contrainte d'adopter une politique restrictive pour endiguer l'inflation et la chute du réal. Elle a ainsi abaissé le taux Selic de 75 pb en février, prolongeant le cycle d'abaissement amorcé en octobre 2016. Cet assouplissement des conditions financières, qui devrait se poursuivre en 2017, soutiendra le redressement progressif de l'activité économique.





08

Chine – d’un excédent à un déficit commercial

L’un des principaux objectifs des dirigeants chinois est de rééquilibrer une économie fondée sur l’investissement et les exportations vers un régime davantage axé sur la demande intérieure.

En février, les derniers chiffres publiés sur les exportations et les importations ont surpris les analystes en s’inscrivant respectivement à -1,3% en glissement annuel (contre une prévision de 14%) et à 38,1% en glissement annuel (contre 20%).

La forte croissance des importations (qui a atteint son niveau le plus élevé depuis cinq ans) a pris le marché de court et tient à plusieurs facteurs: la hausse des prix des matières premières (avec notamment une hausse de 27% du minerai de fer depuis le début de l’année), la vigueur des investissements et un effet de base. A l’inverse, les exportations vers l’Europe et les Etats-Unis ont pesé, sachant qu’elles se sont contractées de respectivement -5,6% et -4,0% en glissement annuel. Dès lors, pour la première fois depuis trois ans, la balance commerciale est passée d’un excédent à un déficit (USD -9,2 milliards) en février.

Enfin, la hausse des importations alliée à la bonne tenue des indices PMI (manufacturier) en début d’année laisse penser que l’activité s’accélère pour le moment en Chine.

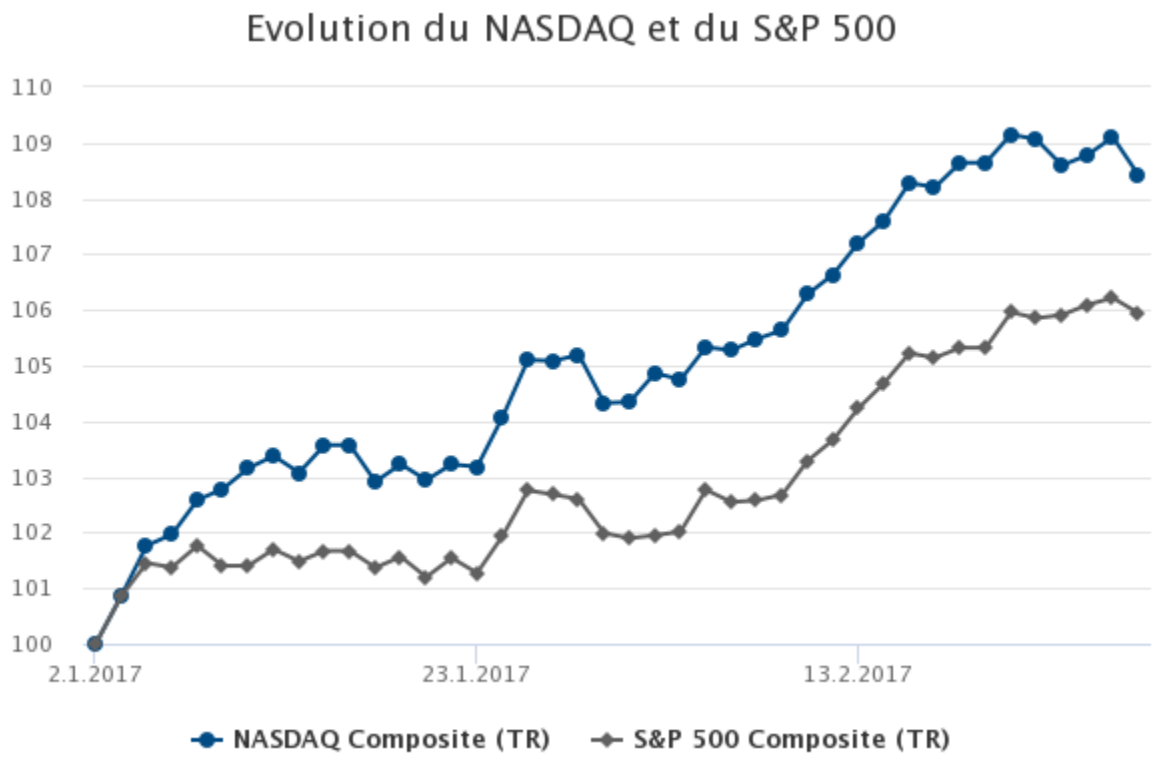
Actions – surperformance du NASDAQ aux Etats-Unis

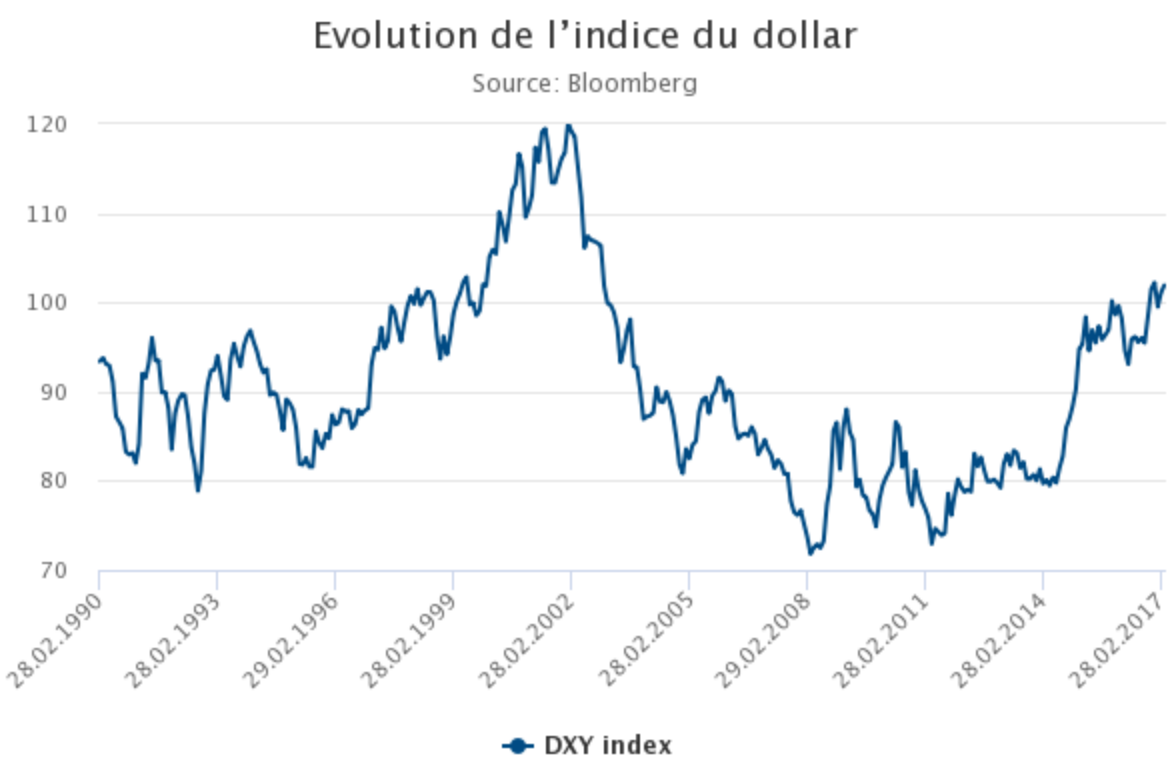
L’indice NASDAQ (technologies de l’information) a enregistré une progression remarquable ces dernières années et a surperformé le S&P 500 depuis le début de l’année en cours de +2,5% (8,4%, contre 5,9%).

Il en va de même au niveau de ses composants, où les valeurs vedettes ont affiché des performances exceptionnelles: Apple +18,3%, Yahoo +18,1%, Facebook +17,8%, Tesla +17,0% et Ebay +14,2%.

En termes de valorisations, rien ne permet de justifier une telle euphorie. Le ratio cours/bénéfices sur douze mois du NASDAQ est proche de 41, soit près de deux fois celui du S&P 500. En outre, les analystes s’attendent à une hausse de plus du double des bénéfices de cet indice cette année.

Certes, ces niveaux de valorisation sont susceptibles de devenir encore plus excessifs, particulièrement dans le cas du NASDAQ, et les marchés actions américains bénéficient clairement d’un soutien politique grâce à Donald Trump. Néanmoins, il est indubitablement inquiétant de constater un tel niveau d’optimisme sur le marché.





10

Devises – la hausse du dollar est-elle réellement salutaire?

Les investisseurs misent sur une appréciation du dollar en 2017. Les principaux arguments à cet égard sont le relèvement des taux à venir aux Etats-Unis et le programme de Donald Trump en matière de fiscalité et d'infrastructures. S'il semble indéniable que le projet fiscal soit susceptible de doper le billet vert, cette appréciation est-elle réellement souhaitable pour les Etats-Unis et le reste du monde?

La question clé est de savoir si un dollar fort est une bonne nouvelle pour l'économie américaine. Tout comme celui de Ronald Reagan dans les années 1980, le programme de Donald Trump sur le front intérieur pourrait également créer les conditions d'un dollar fort, mais le monde est différent désormais. C'est notamment le cas lorsque l'on considère la dette en USD détenue par des pays étrangers, en particulier par des pays émergents, qui pourraient voir le coût de leur dette s'envoler en cas d'appréciation du dollar. En définitive, la valeur du billet vert est au centre d'un équilibre fragile et toute variation significative de cette valeur a des répercussions.

Disclaimer

Le présent document a été publié par le Groupe Syz (ci-après dénommé «Syz»). Il n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par des personnes physiques ou morales ressortissantes ou résidentes d'un Etat, d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels les lois et réglementations en vigueur interdisent sa distribution, sa publication, son émission ou son utilisation. Il appartient aux utilisateurs de vérifier si la Loi les autorise à consulter les informations ci-incluses. Le présent document revêt un caractère purement informatif et ne doit pas être interprété comme une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente d'instrument financier quel qu'il soit, ou comme un document contractuel. Les informations qu'il contient ne constituent pas un avis juridique, fiscal ou comptable et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les valorisations de marché, les conditions et les calculs contenus dans le présent document sont des estimations et sont susceptibles de changer sans préavis. Les informations fournies sont réputées fiables. Toutefois, le Groupe Syz ne garantit pas l'exhaustivité ou l'exactitude de ces données. Les performances passées ne sont pas un indicateur des résultats futurs.