



1 MOIS EN  
10 IMAGES

Avril 2016

## REVUE DE THÈMES ÉCONOMIQUES DU MOIS PRÉCÉDENT



**Adrien Pichoud**  
Economist



**Wanda Mottu**  
Analyst



**Maurice Harari**  
Analyst

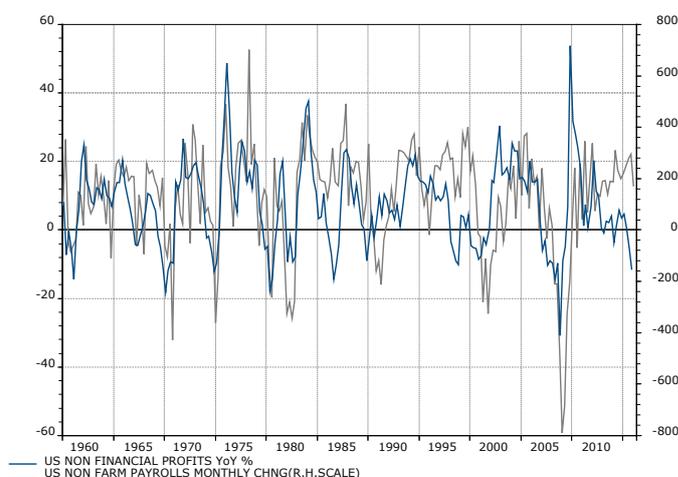
### INDEX

- |   |   |  |   |
|---|---|--|---|
| 1. Etats-Unis – Les profits des entreprises reculent en 2015 .....                  | 1 | 6. Etats-Unis – Nouveau volet dans la lutte contre le « Tax Inversion » .....        | 4 |
| 2. Etats-Unis – La Fed devient (encore) plus prudente sur les hausses de taux ..... | 2 | 7. Europe – Les bancaires sous pression .....  | 4 |
| 3. Etats-Unis – Pas de déflation...mais si peu d'inflation.....                     | 2 | 8. Obligations – Les spreads High Yield et émergents se resserrent brutalement ..... | 5 |
| 4. Zone euro – La BCE élargit son arsenal et assouplit encore sa politique .....    | 3 | 9. Pays émergents – Retour des actifs émergents jusqu'à quand?.....                  | 5 |
| 5. Etats-Unis – La poursuite de l'embellie du marché actions américain .....        | 3 | 10. Change – L'EUR/USD toujours pris entre la BCE et la Fed.....                     | 6 |

### 1. Etats-Unis – Les profits des entreprises reculent en 2015

- Depuis 2013, le rythme de croissance des entreprises américaines a eu tendance à ralentir. L'environnement de croissance molle, de faible inflation et de hausse graduelle des salaires a progressivement érodé des marges qui avaient atteint, début 2012, un niveau record. Cette tendance s'est toutefois accélérée récemment et 2015 a ainsi été la première année de contraction des bénéfices agrégés des entreprises américaines depuis la récession de 2009.
- Le secteur pétrolier a logiquement été le plus lourdement affecté en raison de la chute des cours du pétrole mais, dans l'industrie, les secteurs des machines, des véhicules ou du hardware ont eux aussi enregistré un net repli de leurs bénéfices, alors que la distribution de détail ralentissait également. Ainsi, les profits agrégés des entreprises non-financières américaines ont décroché en 2015, en dépit d'une croissance du PIB réel certes faible mais toujours positive.
- En mettant de côté le secteur de l'énergie, cette détérioration de la rentabilité des entreprises peut être vue comme une évolution logique à ce stade du cycle économique : six ans après la sortie de récession, la hausse des coûts, en particuliers salariaux, tend à réduire les marges et la hausse du dollar depuis 2014 a également été un élément défavorable. Toutefois, dans l'environnement actuel où la croissance reste modérée et n'accélère pas, et où les entreprises disposent de peu de marge de manœuvre pour augmenter leurs prix de vente, cette perte de dynamique des bénéfices risque de peser sur l'évolution de l'investissement et de l'emploi en 2016. Elle pourrait donc finir par avoir des répercussions sur la croissance du PIB et pas seulement sur la seule évolution des marchés actions.

#### Variation annuelle des profits des entreprises non-financières et variation mensuelle du nombre de salariés



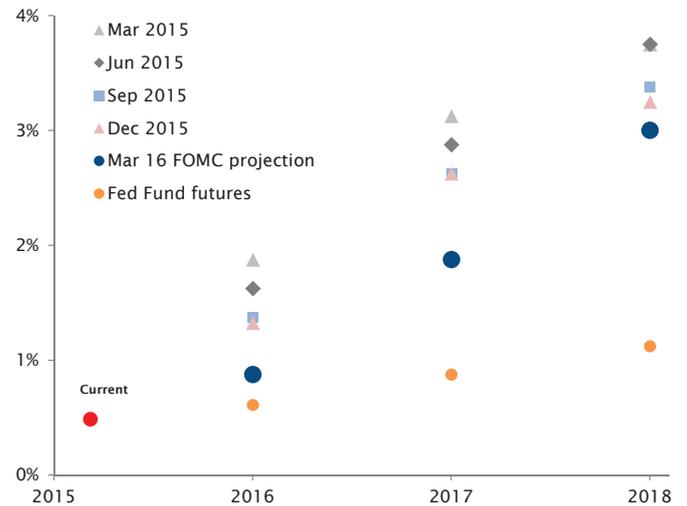
Source: Thomson Reuters Datastream



## 2. Etats-Unis – La Fed devient (encore) plus prudente sur les hausses de taux

- Le 16 mars, la Réserve Fédérale américaine a décidé de ne pas relever son taux directeur et de le maintenir à 0.50%. Cette décision, tout comme la révision à la baisse des projections d'évolution du taux directeur, était largement attendue après un début d'année chahuté tant sur les marchés que du côté des nouvelles économiques. En effet, le marché des futures anticipait (et anticipe toujours) à peine une hausse de taux d'ici à la fin de cette année.
- En décembre dernier, les membres de la Fed pensaient, eux, pouvoir remonter leur taux quatre fois au cours de 2016. En ramenant, le 16 mars, leurs anticipations à deux hausses pour cette année, ils n'ont pas démenti leur tendance à l'optimisme excessif observée depuis 2014 : la révision à la baisse de leurs prévisions est en effet devenue une constante (cf. graphique ci-contre)...
- Les récentes déclarations de Mme Yelen suggèrent toutefois que la Fed a désormais pris la mesure des répercussions négatives non-désirées que la hausse de ses taux, et donc du dollar, pouvait avoir dans le monde mais aussi aux Etats-Unis : pression sur les prix des matières premières, sur les économies émergentes endettées en devise, sur celles dont la devise est arrimé au billet vert (Chine en tête), mais aussi sur les entreprises exportatrices américaines, l'inflation aux Etats-Unis et donc le « pricing power » des entreprises purement domestiques. Désormais, selon Mme Yelen, « seules des hausses graduelles du taux des Fed Funds seront probablement justifiées dans les prochaines années », sur la base du scénario économique actuel. Malgré cette prudence et les révisions baissières, une différence subsiste entre les projections de la banque centrale et celles du marché, qui peut être lue soit comme un excès de pessimisme des investisseurs, soit comme le maintien d'un biais optimiste (même prudent) de la Fed.

**Evolution des projections du taux des Fed Funds par les membres du FOMC depuis mars 2015 et taux futur implicite anticipé par le marché**

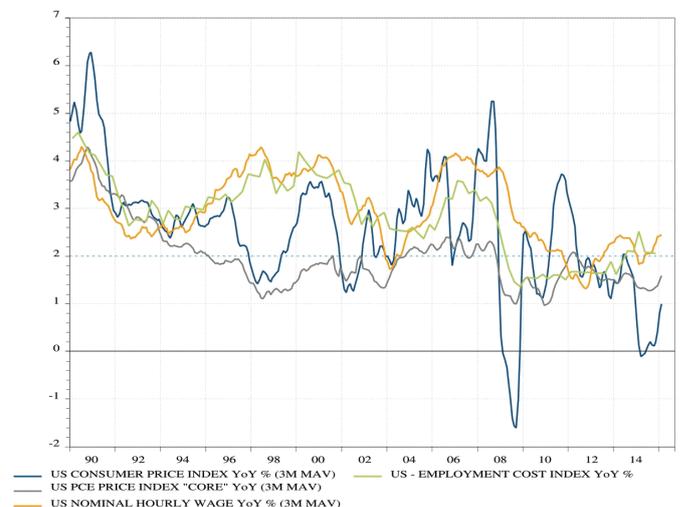


Source: Federal Reserve, Bloomberg

## 3. Etats-Unis – Pas de déflation...mais si peu d'inflation

- Mais pourquoi l'inflation n'accélère-t-elle pas ? Cette question est aujourd'hui au cœur des interrogations de la Fed, confrontée à une situation inédite de plein emploi apparent mais d'absence d'accélération significative de la hausse des prix. Quelle que soit la mesure retenue (prix à la consommation, déflateur des dépenses de consommation, salaires horaires, indice du coût de l'emploi...), l'inflation reste basse (cf. graphique ci-contre).
- Les raisons de cette faiblesse sont multiples : chute des prix de l'énergie et des matières premières et effet désinflationniste de la hausse du dollar via les prix des biens importés ; ralentissement de l'activité dans l'industrie et augmentation de la part des emplois de service au faible pouvoir de négociation des salaires ; faiblesse du taux de participation...
- La bonne nouvelle est que, contrairement à la zone euro ou au Japon, le risque de déflation est aujourd'hui très faible à court terme. Le rebond récent des prix de l'énergie et la dissipation progressive des effets de base ont permis à l'inflation de rebondir après avoir flirté avec 0% l'année dernière. Mais la perspective d'un retour vers l'objectif de 2% de la Fed est encore éloignée (2018 selon la Fed elle-même) et dépend d'une hausse plus soutenue et durable des salaires. C'est pourquoi la variation du salaire horaire a désormais (presque) volé la vedette aux créations de postes et au taux de chômage habituellement scrutés lors de la publication des rapports mensuels de l'emploi américain.

**Variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (CPI), du déflateur des dépenses de consommation hors énergie et alimentation (PCE « core »), des salaires horaires et de l'indice du coût de l'emploi (ECI)**



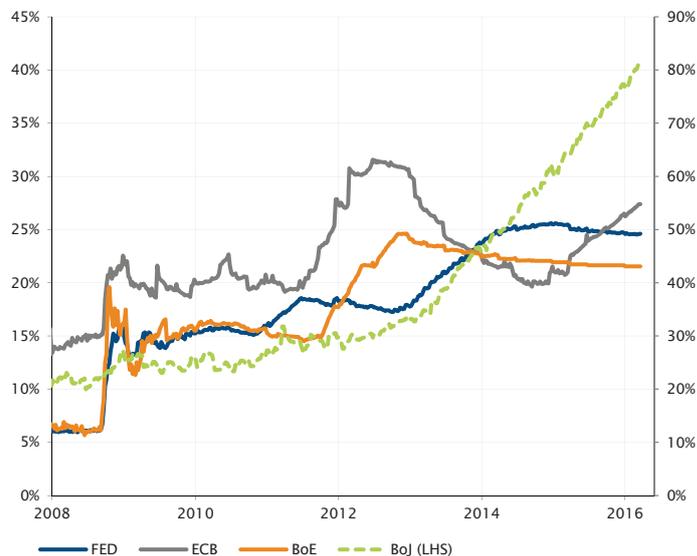
Source: Thomson Reuters Datastream



#### 4. Zone euro – La BCE élargit son arsenal et assouplit encore sa politique

- Dans un monde où la croissance et l'inflation restent bas et où l'endettement des Etats est élevé, les banques centrales sont devenues le dernier recours dès que les économies donnent des signes de faiblesse. Si la Fed et la BoE réfléchissent désormais à une normalisation (sans pouvoir réellement la mettre en place pour le moment), c'est encore loin d'être le cas de la BoJ et de la BCE, toujours en première ligne pour tenter d'extraire leur économie du piège déflationniste fait de vieillissement de la population, d'endettement public élevé et de politique budgétaire peu stimulante ou restrictive.
- La dernière tentative est venue de la BCE qui, à peine plus d'un an après le lancement de son programme d'achat d'obligations gouvernementales (QE), a dû se résoudre en mars à augmenter sa taille (de EUR 60mds à EUR 80mds par mois), à y inclure des obligations d'entreprise (non-bancaire) et à proposer de nouvelles liquidités à taux négatif aux banques prêtes à distribuer du crédit au secteur privé.
- Ces nouvelles mesures vont avoir pour effet certain d'amplifier la croissance de la taille du bilan de la banque centrale, qui atteindra prochainement 30% du PIB (toujours loin toutefois des niveaux du Japon). En revanche, leur effet sur la croissance de l'économie apparait moins certain puisqu'il dépendra essentiellement de la volonté et surtout de la capacité des banques à accroître leur offre de crédit, dans un contexte de demande plutôt faible et de taux d'intérêt si bas qu'ils mettent leur rentabilité à mal...

Taille des bilans des banques centrales (en % du PIB national)

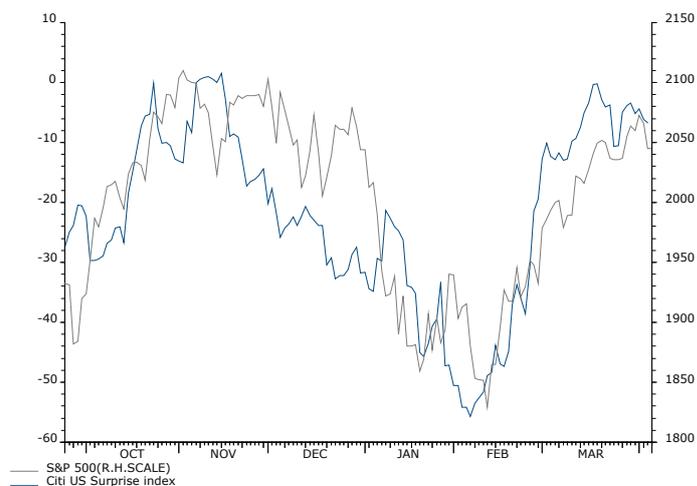


Source: SYZ AM

#### 5. Etats-Unis – La poursuite de l'embellie du marché actions américain

- Depuis quelques mois, le marché actions américain est corrélé avec l'indice Citi des surprises économiques. Ce dernier n'a cessé de s'enfoncer en territoire négatif depuis le dernier trimestre de l'année dernière.
- Cette perte de vitesse s'est traduite par des déceptions récurrentes sur le front des indicateurs économiques (ralentissement du secteur des services, un rapport de l'emploi plus faible,...) mais également une banque centrale américaine qui a commencé à devenir moins accommodante en relevant son taux directeur. De plus, l'effondrement du prix des matières premières premières a également fortement influencé le cours des actions mondiales.
- La chute de l'indice macroéconomique Citi a finalement atteint un plus bas au début du mois de février entraînant dans son élan le S&P 500 qui a finalement aussi rebondi de plus de +6% (depuis début février) pour terminer le trimestre en territoire positif (+0.8%).
- Les craintes relatives à l'économie américaine se sont calmées avec par exemple l'ISM non manufacturier qui s'est stabilisé et même une légère amélioration dans l'industrie. De plus, la création d'emplois en février et en mars a excédé les attentes du consensus. Ces différents facteurs ont permis donc d'éviter (ou repousser) une sévère baisse de la croissance aux Etats-Unis...Le scénario le plus probable demeure toujours celui d'une croissance mondiale positive mais faible avec une inflation juste au-dessus du seuil de 0%.

Evolution du S&P 500 et de l'indice Citi des surprises macroéconomiques aux Etats-Unis



Source: Thomson Reuters Datastream



## 6. Etats-Unis – Nouveau volet dans la lutte contre le « Tax Inversion »

- Le gouvernement américain a surpris les investisseurs en annonçant une série de mesures visant à rendre plus difficiles les fusions motivées par des économies d'impôts. Le spécialiste pharmaceutique Pfizer a ainsi dû abandonner son projet de méga fusion avec l'irlandais Allergan. Non seulement Pfizer ne pourra pas ajouter à son catalogue l'expertise en botox d'Allergan, mais il ne pourra également pas réduire ses impôts en se domiciliaant fiscalement en Irlande.
- Le montage est connu sous le nom de « tax inversion » et consiste pour une compagnie à acquérir un compétiteur dont le siège fiscal est dans une juridiction dont les taux d'impositions sont plus faibles. Le Canada et l'Irlande, dont les taux d'imposition sur les sociétés se situent en dessous de 20% (contre environ 24% pour les Etats-Unis), ont vu bon nombre de sociétés se faire racheter par des compagnies américaines ces dernières années.
- Toutefois le ton est en train de changer du côté du Congrès américain. Sous la pression du président Obama, le département du Trésor a émis de nouvelles règles dans le but d'éliminer cette faille fiscale qui permet à des sociétés d'échapper au fisc américain. A la suite de cette annonce, Pfizer a mis fin à son projet de fusion, laissant les investisseurs d'Allergan avec une perte de plus de 20%, le titre ayant chuté dans le sillage de l'annonce.

*Evolution du titre Allergan*

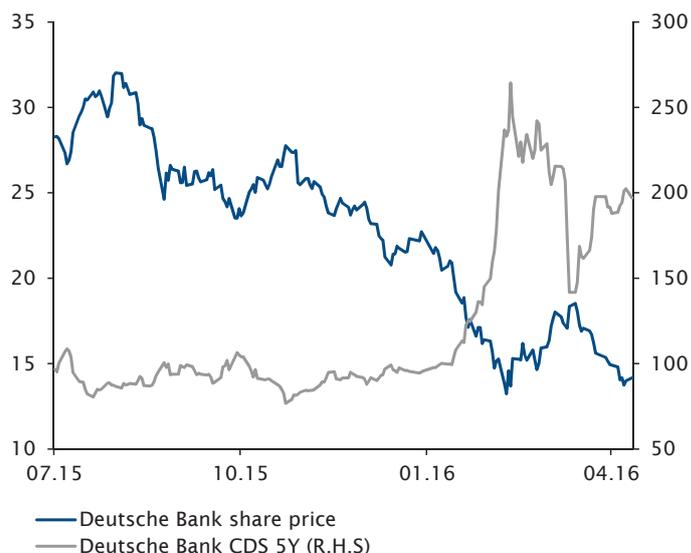


Source: Bloomberg

## 7. Europe – Les bancaires sous pression

- 2016 est une année particulièrement compliquée pour les investisseurs ayant parié sur les financières européennes. Toutefois nul besoin d'aller jusqu'en Espagne ou en Italie pour trouver des banques dont la performance sur l'année fait froid dans le dos, il suffit de regarder Deutsche Bank.
- A la suite d'un changement de management en 2015, la banque allemande continue son plan drastique de restructuration à travers un recentrage de ses activités ainsi que des milliers de suppression d'emploi. Malgré des efforts significatifs, le marché semble ne toujours pas accorder sa confiance à John Cryan et le titre s'est retrouvé sévèrement puni sur le premier trimestre, affichant une performance négative de 33% ! Plus inquiétant, des rumeurs faisant état que la banque ne serait pas forcément en mesure de payer le coupon de 6% sur son AT1 ont contribué à la récente volatilité sur l'action ainsi que à l'écartement du CDS.
- De nombreuses voix, dont celle de l'agence de notation Moody's, s'accordent toutefois à dire que la banque prend les mesures nécessaires pour redresser la barre. Les conditions de marché de même que la confiance des investisseurs envers le géant allemand restent cependant encore fragiles.

*Evolution du titre Deutsche Bank et du CDS à 5 ans*



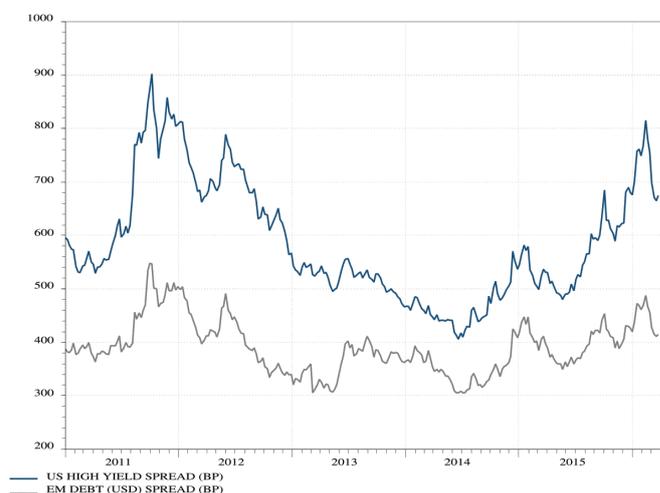
Source: Bloomberg



## 8. Obligations – Les spreads High Yield et émergents se resserrent brutalement

- Depuis un an, les répercussions de la chute des cours du pétrole sur le secteur de l'énergie américain ont entraîné une nette augmentation de la prime de risque du secteur et, par extension, de l'ensemble des spreads de taux des obligations High Yield US. Ces derniers ont ainsi atteint, en février dernier, leur niveau le plus élevé en quatre ans, un mouvement également observé sur les obligations d'émetteurs émergents en dollar, en raison de craintes sur les perspectives économiques dans un contexte de dollar fort.
- Toutefois, depuis la mi-février, cette tendance s'est inversée avec un rebond généralisé des prix des actifs liés à la croissance mondiale (actions, matières premières, crédit). Ce regain d'appétit pour le risque a été entretenu, en mars, par les annonces de la BCE et de la Fed qui, en atténuant les pressions haussières sur le dollar, a donné un bol d'air aux économies émergentes. Le rebond de la dette émergente en a ainsi fait l'une des meilleures classes d'actif de l'obligataire en 2016.
- Il est vrai que, dans un monde où le cash ne rapporte (presque) rien, où les taux « sans risque » sont très bas mais où la croissance globale reste positive, l'attrait du rendement additionnel offert par les émetteurs du monde émergent ou des entreprises les plus fragiles ne peut être négligé, surtout aux niveaux atteints en début d'année. Mais il faut alors être prêt à supporter la volatilité inhérente aux fluctuations des perspectives de croissance mondiale et des prix des matières premières...

*Prime de risque des obligations en USD « High Yield » et « Emergentes » (bp)*



Source: Thomson Reuters Datastream

## 9. Pays émergents – Retour des actifs émergents jusqu'à quand ?

- Les actifs émergents réagissent souvent de pair comme nous pouvons le voir sur ce graphique (actions émergentes et devises asiatiques contre le dollar). En même temps que les devises asiatiques s'apprécient contre le dollar américain, leur marché actions respectifs affiche des performances absolues positives (et vice-versa).
- En 2015, l'Asian Dollar Index a perdu environ -6%, l'EUR -10% contre le dollar et le Dollar Index s'est apprécié de +9%. En parallèle, les marchés actions émergents ont également souffert en finissant l'année à -8%.
- Après un début d'année difficile, un retour de l'appétit pour le risque s'est traduit par des actifs émergents en forte hausse depuis février. En effet, à fin mars, l'Asian Dollar Index s'était apprécié de +1.6% depuis le début de l'année, le MSCI EM de +2.4% et la dette émergente de +5.2%.
- Il est aussi intéressant de noter qu'aujourd'hui un des pays à afficher les meilleures performances en 2016 n'est autre que le Brésil qui, en même temps, traverse l'une des pires crises politico-économique de son histoire. L'indice action est en hausse de +15.5%, le BRL a gagné +9.7% face au billet vert et ses obligations en devises locales et en hard currency affichent également des performances positives.
- Ce rally des actifs émergents pourrait vite redevenir précaire si la Fed devenait plus agressive dans son cycle de hausses de taux avec comme conséquence première un renforcement du dollar (donc des devises émergentes sous pression, des marchés actions en repli,...).

*Evolution du MSCI EM et de l'Asian Dollar Index*



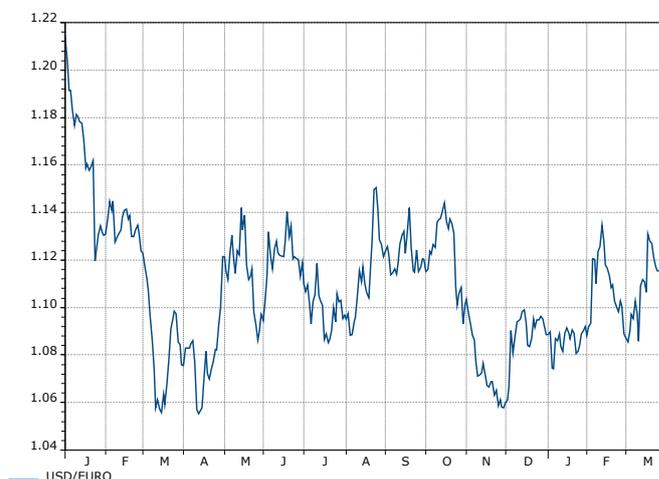
Source: Thomson Reuters Datastream



## 10.Change - L'EUR/USD toujours pris entre la BCE et la Fed

- A la fin du mois de mars, l'euro a atteint un plus haut en plus de cinq mois contre le dollar, à 1.14, soit une appréciation de +4.5% au cours du mois. Ce mouvement a essentiellement été alimenté par les anticipations revues à la baisse autour de la politique monétaire de la Fed. En parallèle, les annonces de la BCE n'ont pas eu l'effet baissier escompté sur l'euro, la BCE ayant annoncé qu'elle n'avait pas l'intention d'abaisser plus encore ses taux directeurs.
- En réalité, l'évolution du taux de change euro/dollar est déterminée, depuis plus d'un an, par un balancier entre les deux principales banques centrales de la planète. Le niveau de 1.10 semble être le point d'équilibre duquel s'éloigner remettrait en cause, dans un sens, les objectifs de la Fed, et dans l'autre, ceux de la BCE. Une hausse du dollar pénalise en effet l'activité et transmet les pressions dé(s)inflationnistes du reste du monde à une économie américaine dont l'inflation reste trop basse pour rassurer complètement la Fed. Mais une hausse trop forte de l'euro, symétriquement, menace la fragile croissance apparue depuis deux ans et ôte tout espoir à la BCE de voir, à moyen terme, l'inflation s'éloigner du seuil de zéro avec lequel elle flirte dangereusement depuis 12 mois.
- Ainsi, l'euro dollar est, autour de ce niveau de 1.10, « prisonnier » de la Fed et de la BCE et il semble très difficile de le voir s'en éloigner significativement et durablement. Tant que la situation de croissance faible et d'inflation basse persistera de part et d'autre de l'Atlantique, les membres de chaque banque centrale n'auront d'autre choix, comme au tennis, que d'intervenir (au moins verbalement) pour garder le taux de change autour de ce point d'équilibre, en espérant que l'adversaire ne frappe pas trop fort...

*Euro contre dollar US depuis début 2015*



Source: Thomson Reuters Datastream