



1 MOIS EN
10 IMAGES

Août 2016



Adrien Pichoud
Economist



Wanda Mottu
Analyst



Maurice Harari
Analyst

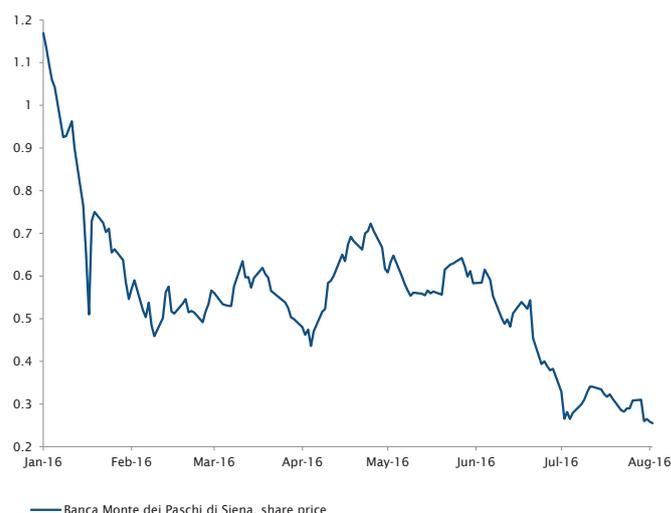
INDEX

- | | |
|-----------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. Actions - Le secteur bancaire italien sous tension 1 | 6. Europe - Les consommateurs européens indifférents au Brexit (pour l'instant?) 4 |
| 2. Actions - Le marché immobilier britannique pénalisé par le Brexit..... 2 | 7. Japon - Les espoirs d'hélicoptère monétaire déçus.... 4 |
| 3. BCE - Rien de nouveau du côté de la politique monétaire..... 2 | 8. Crédit - Assouplissement des critères de prêt des banques européennes 5 |
| 4. États-Unis - Solide progression des données de l'emploi.. 3 | 9. Obligations - Aplatissement de la courbe des taux américains..... 5 |
| 5. Turquie - Impact financier du coup d'État militaire.... 3 | 10. Pétrole brut - Les craintes de surproduction de retour.... 6 |

1. Actions - Le secteur bancaire italien sous tension

- Avant le test de résistance de l'Autorité bancaire européenne (ABE), les actions du plus ancien établissement de crédit italien, Banca Monte dei Paschi di Siena, se sont retrouvées soumises à d'intenses pressions. Même si la version 2016 du test de résistance n'est plus sanctionnée par une réussite ou un échec, les investisseurs savaient que la banque aurait besoin d'être entièrement recapitalisée en se basant sur les hypothèses échafaudées par l'Autorité bancaire européenne. Les résultats obtenus par Monte dei Paschi n'ont guère surpris : son ratio CET1 tomberait à -2,4% en suivant le scénario négatif de l'EBA.
- Le problème auquel Monte dei Paschi se trouve confrontée illustre bien le problème global du secteur bancaire italien dont les bilans sont minés par une pléthore de créances douteuses. Les autorités italiennes ont élaboré une solution en trois étapes pour les banques en difficulté. Monte dei Paschi va transférer un portefeuille de ses prêts non performants vers le fonds privé Atlante, afin d'accroître son ratio de couverture des créances douteuses, et l'étape finale consistera à augmenter son capital.
- L'initiative n'a pas vraiment convaincu le marché, car la solution appliquée à Monte dei Paschi ne peut être appliquée à d'autres établissements de crédit italiens. En effet, le manque de capital d'Atlante et l'absence d'un marché secondaire des créances douteuses n'arrangent en rien les affaires du secteur et assombrissent les perspectives des actionnaires.

Une chute inexorable



Source : Bloomberg



2. Actions - Le marché immobilier britannique pénalisé par le Brexit

- Suite au vote du Brexit le mois dernier, l'incertitude reste élevée au Royaume-Uni, en raison des craintes liées au futur processus de négociation avec l'Europe. Le marché immobilier a été soumis à d'intenses pressions et un certain nombre de fonds ont dû restreindre les rachats. Des fonds britanniques d'immobilier commercial de plus de GBP 9 milliards ont suspendu les rachats, soulignant l'effet que le Brexit peut avoir sur les marchés.
- Le 24 juin a sonné le glas du rebond des actions de l'immobilier britannique. En Europe, en revanche, le secteur immobilier a continué de surperformer l'ensemble du marché, malgré sa surévaluation relative.
- Par ailleurs, au Royaume-Uni, le PMI du secteur de la construction s'est effondré à son plus bas niveau en sept ans à 46 en juin, contre 57,8 au début de l'année. La deuxième plus grande agence immobilière du Royaume-Uni (LSL Property Services) a récemment publié un avertissement sur résultats, dans lequel elle a annoncé que ses bénéfices annuels seraient inférieurs aux attentes, plombés notamment par l'incertitude engendrée par le vote de sortie de l'Union européenne (UE).
- Le vote du Brexit pourrait-il être le prochain élément déclencheur de l'explosion de la bulle qui a fait flamber les prix à Londres au cours des dernières années?

Performance du MSCI UK Real Estate par rapport au MSCI UK



3. BCE - Rien de nouveau du côté de la politique monétaire

- Le 21 juillet, à l'issue d'une conférence de presse sans surprise pour le marché, la BCE a laissé ses trois taux inchangés. La conférence de presse a essentiellement porté sur le Brexit et les difficultés du secteur bancaire italien, à moins de dix jours de la publication des tests de résistance par l'Autorité bancaire européenne. La BCE a annoncé que les taux resteront bas bien après l'assouplissement quantitatif (QE) et que ses achats d'actifs se poursuivront jusqu'à un ajustement durable de l'indice des prix à la consommation (IPC).
- L'une des raisons probables pour lesquelles la BCE n'a pas annoncé d'autres mesures de relance tient sans doute à la tenue prochaine de la réunion de la Banque d'Angleterre (BoE) début août. Étant donné que les responsables de la Banque d'Angleterre ont indiqué la possibilité d'une baisse des taux, les responsables de la BCE disposent d'environ un mois pour évaluer l'impact d'un changement de politique par la BoE et ajuster leurs prévisions.
- L'effet combiné des achats d'actifs et des taux bas continuent de comprimer les spreads de crédit européens, alors que l'inflation dans la zone euro ne montre aucun signe significatif d'amélioration.

Le spread de crédit européen continue de se resserrer



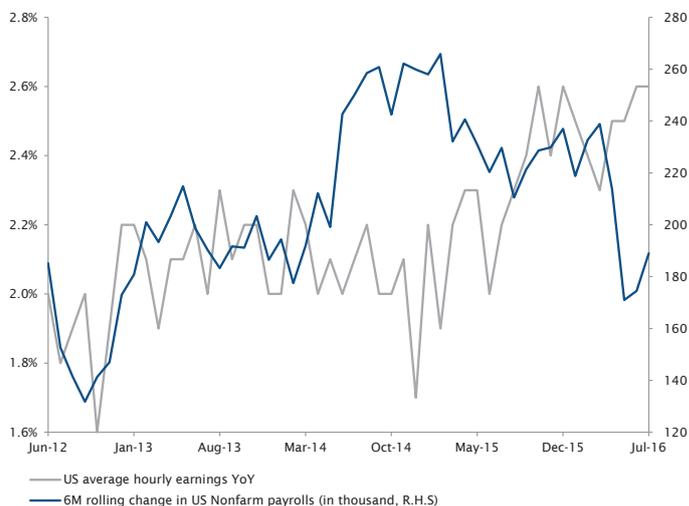
Source : Bloomberg



4. États-Unis - Solide progression des données de l'emploi

- Le rapport sur l'emploi 2016 publié début juillet a dépassé les attentes des analystes et des économistes, avec 287'000 créations d'emplois aux États-Unis, contre une prévision moyenne de 175'000. Après le résultat inattendu du référendum sur le Brexit à la fin du mois de juin et la publication d'un rapport sur l'emploi médiocre en mai, la vigueur des données de l'emploi américain pour le mois de juin est un soulagement pour les acteurs du marché, comme l'illustre le rebond de 3,5% du S&P 500 entre sa date de publication et la fin du mois.
- Le renforcement du marché de l'emploi indique clairement que la Réserve fédérale américaine (Fed) sera sans doute tentée de relever ses taux d'intérêt une fois de plus cette année. Toutefois, l'inflation des salaires n'a pas été aussi forte que prévu, avec une croissance de 2,6% en glissement annuel, contre un chiffre de 2,7% indiqué par l'enquête. Depuis le début de l'année, la croissance est portée par la consommation des ménages. Dans ces conditions, une hausse des salaires contribuerait sans doute à soutenir la consommation.
- Les données de juin ont été recueillies avant le vote du Brexit. Il y a donc fort à parier que le marché surveillera de très près le rapport sur l'emploi de juillet afin d'y déceler le moindre signe d'inquiétude ou au moins de prudence de la part des employeurs américains.

Amélioration continue de l'emploi aux États-Unis

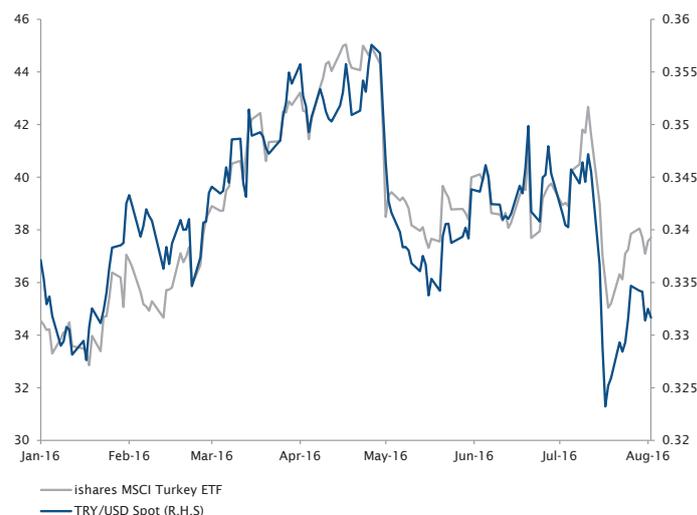


Source : Bloomberg/SYZ AM

5. Turquie - Impact financier du coup d'État militaire

- Malgré un impact qui devrait rester limité à l'étranger, le coup d'État manqué en Turquie a exercé une pression sur les marchés financiers et l'économie turcs. La livre turque a plongé de plus de 6% face au dollar pour s'établir à un plus bas record, et le marché actions a été dominé par courant vendeur notable (-18,6%) suite au coup d'État militaire. Bien que le gouvernement ait rapidement repris le contrôle, l'instabilité politique demeure, et les risques baissiers pesant sur la croissance économique du pays se sont accrus.
- D'après une première estimation des responsables gouvernementaux, la tentative de coup d'État a coûté près de USD 100 milliards à l'économie turque, un chiffre qui risque d'être révisé à la hausse. Les revenus du secteur du tourisme, fortement affectés cette année (en raison des tensions avec la Russie, des attentats terroristes et maintenant du coup d'État militaire), devraient céder l'équivalent de 1% du PIB. Dans ces conditions, la croissance du produit intérieur brut turc devrait chuter à environ 3,5% en 2016 (en dessous de l'objectif du gouvernement de 4,5%).
- Le gouvernement reste néanmoins optimiste, car il prévoit que l'impact du coup d'État raté sera probablement «temporaire» et que son économie sera suffisamment résiliente. En dehors du déficit structurel de sa balance des paiements courants, les autres fondamentaux de la Turquie restent solides, et la livre turque a déjà rebondi.

Chute de la livre turque et du marché actions turc à la suite de la tentative de coup d'État



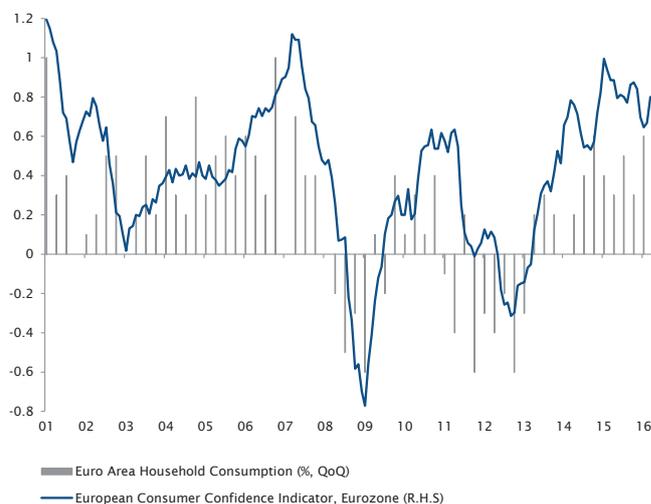
Source : Bloomberg



6. Europe - Les consommateurs européens indifférents au Brexit (pour l'instant?)

- Après le vote du Brexit, la grande question était de savoir si la décision du Royaume-Uni ne risquait pas de mettre en péril la fragile reprise de la zone euro et, en particulier, si les consommateurs n'allaient pas commencer à dépenser moins. Les premières enquêtes publiées en juillet ont montré que ce n'était pas le cas et ont rassuré les investisseurs et les économistes sur la résilience de la reprise en cours.
- L'indice de confiance des consommateurs de la Commission européenne et l'indice de consommation des ménages de la zone euro de l'Union monétaire montrent que l'économie est en mesure de maintenir sa tendance haussière au troisième trimestre, ce qui constitue un signe très encourageant. Premièrement, cela signifie sans doute que l'effet Brexit tenait davantage à l'incertitude qu'il avait générée avant le vote qu'au résultat en lui-même. Ensuite, on pourrait interpréter ces chiffres en affirmant que la politique monétaire accommodante de la BCE continue de se répercuter sur l'économie réelle. Quoi qu'il en soit, même si les investisseurs ne devraient pas complètement ignorer l'impact du Brexit, il est plus probable que l'effet négatif sur la croissance sera réparti sur les prochaines années et non sur les prochains mois, en raison de la complexité du processus de sortie.
- Le niveau élevé de l'indice de consommation des ménages de la zone euro à 0,6% en glissement trimestriel au premier trimestre suggère que les ménages de la zone euro devraient maintenir leur activité sur le restant de l'année.

Une consommation européenne en plein essor

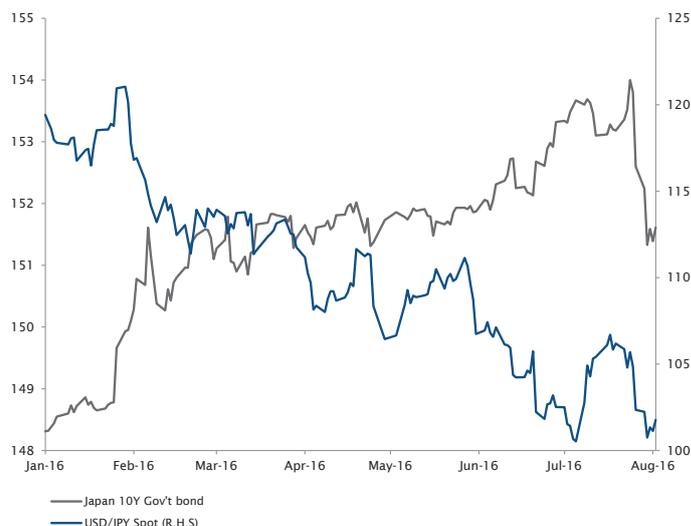


Source : Bloomberg

7. Japon - Les espoirs d'hélicoptère monétaire déçus

- Juillet a été un mois volatil pour les traders en devises, et plus particulièrement pour ceux qui négociaient du yen. Au début du mois, la Banque du Japon a annoncé un ensemble de mesures d'assouplissement de grande ampleur conçues pour lutter contre la baisse de l'inflation, et notamment l'«hélicoptère monétaire». Dans le cadre d'une politique d'hélicoptère monétaire, la Banque centrale s'engage à accroître la masse monétaire indéfiniment en finançant le gouvernement pour qu'il achète des obligations perpétuelles qui n'ont pas vocation à être remboursées. Les attentes d'une telle politique ont sans doute été amplifiées par le vote du Brexit qui a accentué les pressions sur les perspectives macroéconomiques mondiales. Dans ce contexte, le yen s'est déprécié de 101 à 107 face au dollar US.
- Au final, le gouverneur Kuroda a douché les espoirs des investisseurs en déclarant qu'il ne voyait pas la nécessité d'un hélicoptère monétaire et qu'il n'était pas possible de le mettre en place à l'heure actuelle au Japon. Le yen a inversé sa tendance baissière et s'est renforcé pour se rétablir à 101 face au dollar US quelques jours après l'annonce de la Banque du Japon (BoJ). Bien que la Banque n'ait pas l'intention de réduire la taille et le rythme de ses mesures de relance, elle a semé la confusion dans l'esprit des investisseurs en laissant la porte ouverte à des mesures supplémentaires d'ici septembre.

Volatilité liée à la réunion de la BoJ



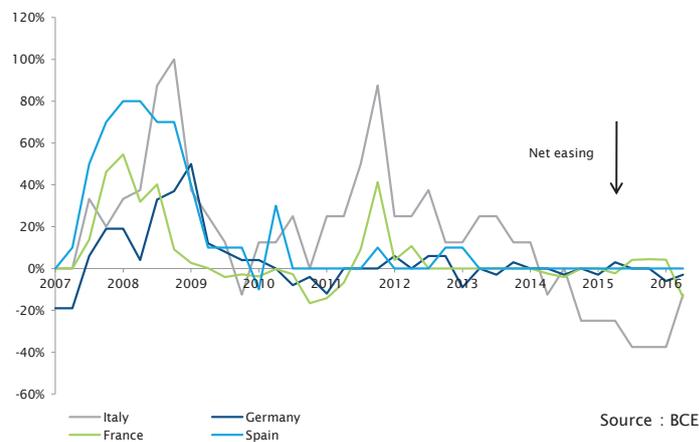
Source : Bloomberg



8. Crédit - Assouplissement des critères de prêt des banques européennes

- L'activité de crédit dans la zone euro a poursuivi son amélioration d'après l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit bancaire publiée par la BCE. Le rapport a montré que les banques européennes avaient encore assoupli leurs critères d'octroi de prêts aux entreprises lors du deuxième trimestre, principalement en raison d'une baisse des marges sur les prêts dans un contexte concurrentiel et une perception du risque moindre. De manière générale, les critères d'octroi des prêts aux entreprises ont chuté de -7% au deuxième trimestre (contre -6% au premier trimestre), soit légèrement mieux que ce que les banques avaient prévu dans l'enquête précédente.
- Il s'agit d'un signe encourageant pour l'activité de crédit dans la zone euro et d'un signal positif pour la BCE, dans la mesure où sa politique monétaire ultra-accommodante semble enfin se répercuter sur l'économie réelle avec le crédit bancaire. Parmi les plus grands pays de l'UE, les critères de crédit bancaire se sont le plus assouplis en France (-14%, contre +4% au premier trimestre), tandis que l'Italie se maintient en tête, en dépit d'un durcissement constaté récemment (de -13%, contre -38% au premier trimestre).
- À l'horizon du troisième trimestre 2016, les banques de la zone euro estiment que les critères d'octroi de prêts aux entreprises devraient rester inchangés. Du côté des ménages, les critères d'octroi de crédits à la consommation et d'autres prêts devraient également continuer de s'assouplir (-5%, contre -3% au premier trimestre).

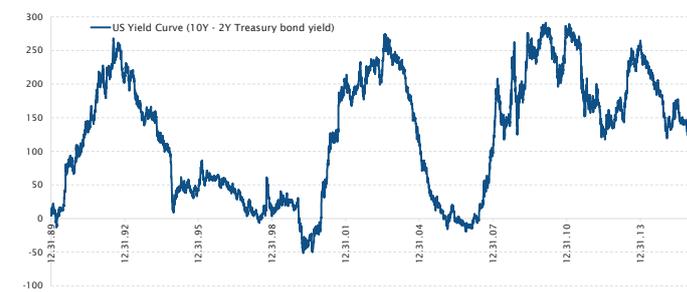
Pourcentage net de banques signalant un durcissement dans l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit bancaire



9. Obligations - Aplatissement de la courbe des taux américains

- Le spread entre les obligations à 10 ans et à 2 ans s'est resserré depuis 2014, passant de 264 points de base (pb) à 79 pb. Cela ne facilite pas la tâche de la Réserve fédérale américaine, qui procède actuellement à une normalisation de sa politique monétaire. Quel que soit le message que la Fed essaie de faire passer et quelle que soit la position qu'elle adopte (accommodante ou restrictive), la courbe des taux s'aplatit.
- En temps normal, la courbe des taux tend à refléter les perspectives de la croissance économique. Pourtant, depuis 2014, elle semble dérégulée.
- Une hausse progressive des taux à long terme par rapport aux taux courts constitue généralement un signal positif et implique une amélioration des perspectives de la croissance et de l'inflation.
- Dans ce contexte, l'effondrement des rendements des obligations d'État est tel que, jusqu'aux maturités de 10 ans, les obligations d'État suisses (CHF), allemandes (EUR) et japonaises (JPY) rapportent des rendements négatifs aux investisseurs. Cela prouve que les investisseurs ont une telle soif d'actifs «refuges» qu'ils sont prêts à payer les gouvernements pour leur prêter de l'argent. En comparaison, les rendements plus élevés en vigueur aux États-Unis se révèlent plus attractifs. De la valeur peut toujours être trouvée, par exemple, avec les bons du Trésor à 10 ans, et ce même s'ils ont atteint un plus bas historique de 1,36% au début du mois.

Courbe des taux américains (rendement des bons du Trésor à 10 ans - 2 ans)





10. Pétrole brut - Les craintes de surproduction de retour

- Après une reprise marquée à partir des plus bas enregistrés en février, les cours pétroliers ont été soumis à des pressions baissières en juillet. Le cours du West Texas Intermediate a perdu -13,9% à USD 41,6, tandis que le pétrole brut Brent a cédé -14,5% à USD 42,46 ses plus bas niveaux depuis avril. La résurgence des inquiétudes liées à l'offre ainsi que les craintes d'un ralentissement potentiel de l'économie mondiale amplifié par le vote du Brexit du Royaume-Uni expliquent cette correction.
- Les perturbations de la production (Canada, Nigeria, Libye), qui ont privé le marché pétrolier de centaines de milliers de barils au printemps, ont permis de réduire les stocks excédentaires. Maintenant que ces problèmes sont résolus au Canada et que la Libye est de retour sur les marchés, les craintes d'une saturation de la production se trouvent à nouveau sur le devant de la scène. Compte tenu de l'accroissement de l'offre de l'OPEP (qui risque de s'accroître) et des signes de reprise de l'activité de forage aux États-Unis, la surproduction du marché continue d'exercer des pressions baissières sur les cours pétroliers.
- Il semblerait que le rééquilibrage du marché pétrolier prévu au deuxième semestre de cette année devrait finalement intervenir l'année prochaine.

Les cours pétroliers en pleine correction



Source : Bloomberg