



1 MOIS EN
10 IMAGES

Juin 2016



**Adrien
Pichoud**
Economist



**Wanda
Mottu**
Analyst



**Maurice
Harari**
Analyst

INDICE

- | | |
|---|---|
| 1. États-Unis - Inquiétudes croissantes sur l'activité 1 | 7. Or - Baisse du métal jaune face à l'appréciation du dollar 4 |
| 2. Zone euro - La croissance reste ferme..... 2 | 8. Actions - Sous-performance des banques européennes lorsque les taux baissent 5 |
| 3. Zone euro - Le crédit, carburant de la reprise..... 2 | 9. Banques espagnoles - Les actionnaires mis à mal! 5 |
| 4. Japon - De nouvelles mesures s'imposent 3 | 10. Volatilité - Le VIX retrouve ses creux de 2015 6 |
| 5. Chine - Croissance structurelle plus faible à l'avenir 3 | |
| 6. Taux américains - Aplatissement de la courbe sans intervention de la Fed 4 | |

1. États-Unis - Inquiétudes croissantes sur l'activité

- Cet été marquera la septième année de croissance de l'économie américaine depuis la crise financière, soit l'un des plus longs cycles d'expansion jamais vu. Malgré l'absence de déséquilibre manifeste susceptible de menacer le cycle à ce stade (contrairement au boom d'investissement de la fin des années 1990 ou à la bulle immobilière des années 2000), la poursuite de la croissance suscite des interrogations croissantes.
- Plusieurs indicateurs économiques témoignent en effet d'un ralentissement: l'activité industrielle affiche une contraction depuis 2015 sous l'effet de la baisse des investissements pétroliers et de l'appréciation du dollar américain. Cette tendance a pesé sur les profits des entreprises et a également entraîné un resserrement des conditions financières, les banques devenant plus prudentes face à l'augmentation continue de l'endettement des sociétés.
- Jusque récemment, le secteur de la consommation et des services avait bien résisté mais depuis le début de l'année, ce segment (le plus important) de l'économie américaine axé sur le marché intérieur commence lui-même à perdre de l'élan. Les indicateurs sur l'activité dans le secteur des services se contractent, le moral des ménages s'assombrit et les créations d'emploi ont ralenti de façon inattendue ces derniers temps. Cette détérioration de nombreux indicateurs clés alimente désormais un certain malaise en ce qui concerne la vigueur de la croissance américaine.

La plupart des indicateurs dénotent actuellement un ralentissement de la dynamique économique



Source: Datastream



2. Zone euro - La croissance reste ferme

- Contrairement aux États-Unis, le cycle de croissance de la zone euro ne dure que depuis trois ans. En effet, le Vieux Continent a connu une récession due à des causes internes de 2011 à 2012 suite à l'ajustement accéléré des finances publiques imposé par la crise de la dette souveraine. À l'heure actuelle, les moteurs de croissance locaux restent en phase de redressement car la consommation est soutenue par la baisse du chômage et la reprise progressive des investissements des entreprises.
- Les derniers indicateurs économiques augurent du maintien de la croissance en 2016 à un rythme tout juste inférieur à celui de 2015, sachant que le soutien lié au recul des prix de l'énergie et à la baisse de l'euro a disparu. Les indices PMI laissent entrevoir une croissance d'environ 1,5% du PIB. La confiance est remontée après sa détérioration au premier trimestre et demeure à un niveau élevé. Si un ralentissement des pays périphériques n'est pas à exclure à mesure que le soutien budgétaire se dissipe, en Espagne notamment, la croissance reste ferme en Allemagne.
- Si la récession endogène de 2011/2012 allait à contre-courant d'une économie mondiale en expansion, la reprise en cours dans la zone euro semble elle-même suffisamment alimentée en interne pour échapper aux éventuels remous de la croissance mondiale, dans une certaine mesure. Néanmoins, elle dépend encore largement du maintien de politiques économiques favorables à la relance.

La croissance se maintient en zone euro

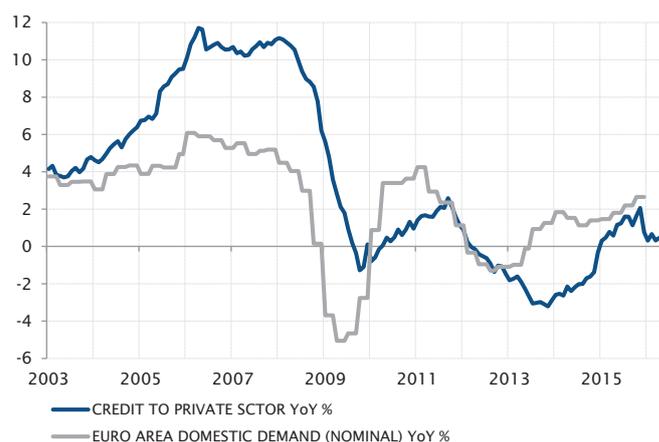


Source: Datastream

3. Zone euro - Le crédit, carburant de la reprise

- Selon Mario Draghi, l'économie de la zone euro se remet « progressivement ». Or, pour se maintenir, cette dynamique requiert du carburant, lequel, pour les économies de marché, n'est autre que le crédit destiné à financer les investissements des entreprises.
- Certes, la BCE est déjà parvenue à assouplir considérablement les taux pour les grandes sociétés et les banques qui ont accès aux marchés obligataires. Les conditions de financement du marché sont désormais attractives d'un point de vue historique, même pour les instruments subordonnés, ce qui permet aux émetteurs de respecter les exigences réglementaires à des taux qui, sans pénaliser leurs résultats outre mesure, restent toutefois intéressants pour les investisseurs en quête de rendement.
- En Europe cependant, contrairement aux États-Unis, les entreprises font principalement appel au secteur bancaire pour leur financement, en particulier les PME. D'où l'accent mis par la BCE sur l'accroissement des crédits bancaires aux entreprises, condition essentielle au maintien de la croissance. En juin, la banque centrale procédera à sa première vague d'injections de liquidités conditionnelles, accordant aux banques des prêts à des conditions très avantageuses (voire des taux négatifs), à condition que ces fonds soient consacrés à l'expansion de leur portefeuille de crédits commerciaux.
- La BCE a de bonnes raisons de viser spécifiquement les financements bancaires. En offrant des liquidités à des taux qui permettent aux banques de conserver une certaine rentabilité, la banque centrale espère relancer la croissance du crédit. En effet, après un redressement salutaire en 2015, le crédit au secteur privé s'est quasiment tari et sa croissance est insuffisante pour alimenter l'expansion de l'économie. S'il est vrai que la croissance excessive du crédit dans les années 2000 a eu des effets néfastes, son rythme trop faible à l'heure actuelle menace à son tour la progression économique.

La croissance du crédit est indispensable à l'expansion de l'économie



Source: Datastream



4. Japon - De nouvelles mesures s'imposent

- La croissance de l'économie japonaise s'est accélérée à un rythme annualisé de +1,7% au premier trimestre. Bien que supérieur aux attentes, ce taux de croissance ne change en rien l'analyse de la tendance actuelle au Japon : l'impulsion observée durant les premiers mois de la politique dite «Abenomics» s'est évanouie et la croissance japonaise est tout juste positive, voire nulle.
- À tous points de vue, qu'il s'agisse des indicateurs généraux de l'activité ou des indices spécifiques comme la confiance des petites entreprises sensibles à la conjoncture nationale, l'économie n'est pas parvenue à s'engager sur la voie d'une croissance durable. Après avoir procédé à un assouplissement inédit de sa politique monétaire, la Banque du Japon semble désormais impuissante, comme en témoigne l'appréciation ininterrompue du yen depuis l'adoption de taux d'intérêt négatifs il y a quatre mois.
- La politique monétaire ne parvenant plus à stimuler l'activité, la politique budgétaire est désormais le seul outil disponible, alors même que la dette publique atteint déjà 250% du PIB. Le Premier ministre Shinzo Abe a ainsi annoncé le report du relèvement de la TVA prévu début 2017. En parallèle, il envisage d'accroître les dépenses publiques afin de relancer la croissance japonaise. La situation peu reluisante de l'économie ne laisse guère d'autre choix que de poursuivre une politique de relance qui s'est jusqu'ici montrée impuissante à sortir le pays du borbier.

Le Japon requiert un nouvel électrochoc

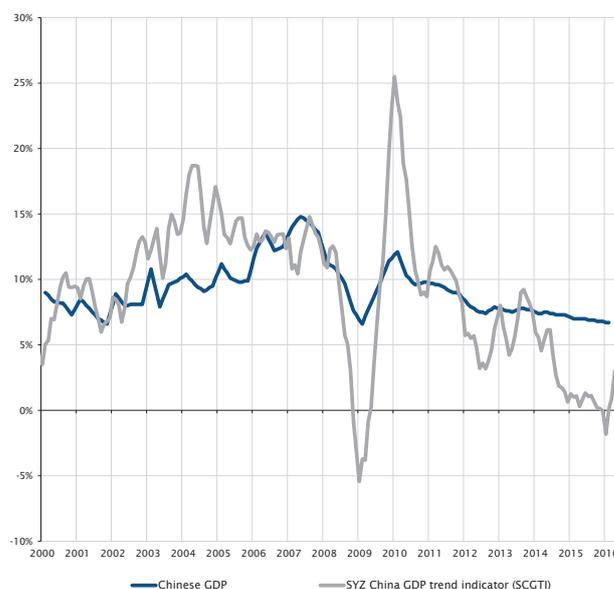


Source: Datastream

5. Chine - Croissance structurelle plus faible à l'avenir

- Ces derniers mois, les autorités chinoises se sont efforcées de stimuler ou de stabiliser la croissance aux alentours de 6,5% en relançant l'expansion du crédit.
- Au début de l'année, la Chine constituait l'une des principales sources d'inquiétudes responsables du plongeon des marchés.
- Depuis lors, le rebond récent observé en Chine (dont témoigne la progression de l'indice SCGTI) commence déjà à mollir, les autorités étant réticentes à laisser une croissance stimulée par le crédit accroître le déséquilibre d'une économie fortement endettée. En outre, le redressement de l'activité a été principalement tiré par un secteur immobilier soutenu par des politiques musclées. Néanmoins, le ralentissement structurel de la croissance se poursuit.
- Malgré les nouveaux signes d'affaiblissement que donne l'économie chinoise, il faut s'attendre au maintien de la tendance à l'assouplissement des conditions de crédit bien qu'à un moindre rythme, comme certains commentaires de dirigeants chinois l'ont laissé entendre. Ils semblent ainsi s'accorder sur la probabilité que la croissance chinoise connaisse une reprise en «L» plutôt qu'en «V» ou en «U», ce dernier scénario étant remis en cause par le fait qu'accroître le levier financier a un plus faible impact marginal et augmente le risque systémique.
- Le nouvel objectif du gouvernement dès lors n'est plus tant de promouvoir et de stabiliser la croissance que de contrôler et de réduire les risques systémiques.

Chine - Croissance du PIB (sur 1 an) et SYZ China Trend Indicator



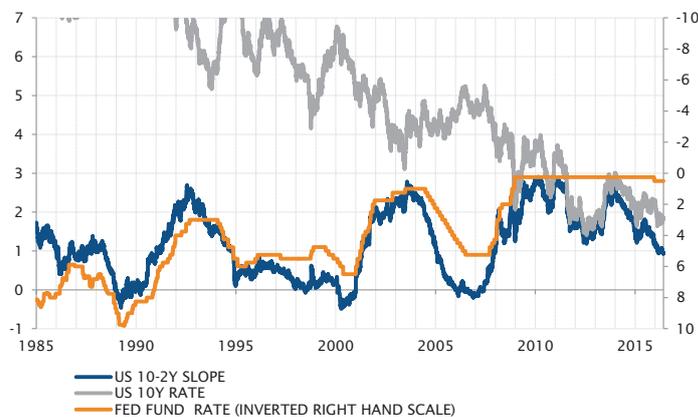
Source: Datastream



6. Taux américains - Aplatissement de la courbe sans intervention de la Fed

- Ces trente dernières années, l'évolution des taux à court terme de la Fed (le taux des Fed Funds) s'est montrée fortement corrélée à la pente de la courbe de rendement américaine (l'écart entre les taux d'intérêt à court terme et ceux à long terme). Lorsque la Fed décidait d'assouplir sa politique monétaire (c.-à-d. d'abaisser le taux des Fed Funds), la courbe se pentait dans la mesure où les taux à long terme se contractaient moins rapidement. À l'inverse, lorsque la Fed resserrait sa politique monétaire, la courbe tendait à s'aplatir car les taux à long terme étaient plafonnés par les anticipations d'une moindre pression haussière sur la croissance et l'inflation à venir.
- Cette relation n'a plus cours désormais : le taux des Fed Funds restant proches de zéro depuis plus de sept ans, la pente de la courbe a de fait évolué uniquement sous l'influence des taux longs, eux-mêmes dépendants des anticipations de croissance et d'inflation. L'atonie de la croissance mondiale et l'absence de pressions inflationnistes ont ramené les taux longs américains à des plus bas historiques, provoquant un aplatissement de la courbe sans que la Fed n'intervienne (le relèvement de 25 pb de décembre dernier constituant un geste largement symbolique dans le contexte général). Ce niveau déjà déprimé des taux longs et le profil peu pentu de la courbe laissent à la Fed peu de marge pour resserrer sa politique.

Aplatissement de la courbe avant que la Fed ne puisse relever ses taux

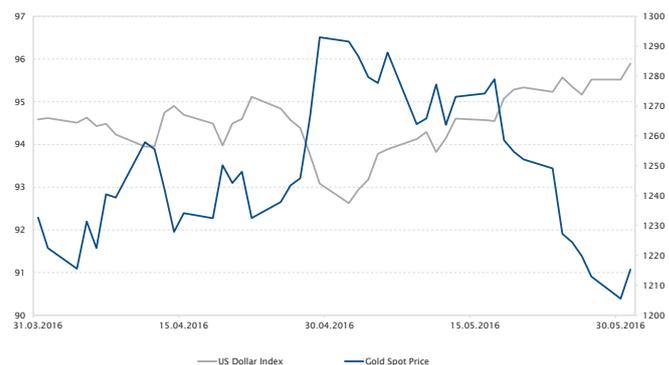


Source : Datastream

7. Or - Baisse du métal jaune face à l'appréciation du dollar

- En début d'année, la plus grande prudence de la Fed concernant le relèvement de ses taux directeurs a non seulement atténué la pression haussière sur le dollar (qui perdait 5,2% par rapport à l'euro en cumul annuel fin avril) mais a également favorisé le redressement des cours de l'or (+21,6%).
- Néanmoins, en mai, les marchés se sont de nouveau préparés à une éventuelle hausse des taux de la Fed en juin en parallèle à une possible amélioration des perspectives de la croissance mondiale. Les prix de différents actifs ont augmenté. Le dollar s'est apprécié (+2,9% en mai) tandis qu'à l'inverse l'or a effacé une partie de ses gains sur l'année en cours (-6,0%). Le billet vert a également pesé sur d'autres classes d'actifs durant le mois, notamment sur la dette, les devises et les actions des marchés émergents, qui ont clôturé en territoire négatif.
- L'or constitue généralement un élément de diversification dans les portefeuilles afin de les protéger contre un éventuel affaiblissement du dollar. Durant le mois, le métal jaune a affiché une corrélation négative avec l'USD (hausse du dollar et baisse des métaux précieux). La corrélation négative entre ces deux actifs a atteint un niveau inédit depuis 2014. En outre, l'or a quelque peu perdu de son attrait et les dégagements hors de certains ETF aurifères se sont accélérés au mois de mai.

Évolution des cours de l'or et de l'indice du dollar



Source : Bloomberg



8. Actions - Sous-performance des banques européennes lorsque les taux baissent

- Après un début d'année houleux, le marché des futures (par rapport au taux des Fed Funds) a radicalement revu à la baisse ses anticipations d'un relèvement des taux alors qu'en décembre dernier les membres de la Fed pensaient pouvoir effectuer quatre hausses de taux en 2016. L'impact a été particulièrement important sur le rendement des bons du Trésor américain à dix ans, qui a baissé de 2,27% fin décembre à 1,85% fin mai.
- Par ailleurs, l'année 2016 s'est jusqu'ici montrée particulièrement problématique pour les investisseurs qui misent sur les banques européennes. Depuis le début de l'année en cours, le secteur a en effet perdu 16,3% contre un recul de 5,0% pour l'indice Stox 600 dans son ensemble.
- Les banques européennes et les rendements de bons du Trésor américain à dix ans affichent une très forte corrélation (lorsque les rendements baissent, les valeurs bancaires baissent également et vice versa).
- En réalité, la hausse des taux d'intérêt pourrait engendrer une augmentation des marges nettes d'intérêt des banques, accroissant leur rentabilité et les rendant plus attractives. Cette relation fonctionnera à condition que les marchés financiers internationaux ne soient pas déstabilisés par une hausse des rendements qui ne sera pas favorable aux valeurs bancaires.

Stox 600 Banks Price Index et rendement des bons du Trésor US à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream

9. Banques espagnoles - Les actionnaires mis à mal!

- Les actionnaires de la banque espagnole Banco Popular Espanol ont été mis à mal par le plongeon de plus de 30 % suite à l'annonce d'une augmentation de capital. Banco Popular a ainsi décidé d'émettre 2 milliards d'actions supplémentaires au prix unitaire de 1,25 euro, représentant une décote de 47% qui entraîne une forte dilution pour les actionnaires existants.
- L'environnement reste difficile pour les actionnaires des banques espagnoles sachant que plusieurs établissements financiers sont contraints par le régulateur d'accroître leurs fonds propres pour couvrir les pertes liées à leurs portefeuilles de créances douteuses. Le problème majeur est que toutes les banques ne sont pas sur un pied d'égalité à cet égard dans la mesure où certaines d'entre elles ont traité la question en cédant leurs portefeuilles de créances douteuses, alors que d'autres n'ont quasiment rien fait pour alléger le poids de ces créances.
- En revanche, les porteurs d'obligations se sont réjouis à cette annonce, comme en témoigne la hausse des obligations «contingent convertible». L'obligation a gagné environ 8 points dans le sillage de l'annonce, sachant que le renforcement du coussin de fonds propres via l'augmentation de capital rend les instruments de fonds propres réglementaires moins risqués. Pour les investisseurs qui souhaitent s'exposer au secteur, la sélectivité reste essentielle car les banques sous-capitalisées sont susceptibles d'emboîter le pas à Banco Popular.

Cours de l'action et des obligations AT1 de Banco Popular

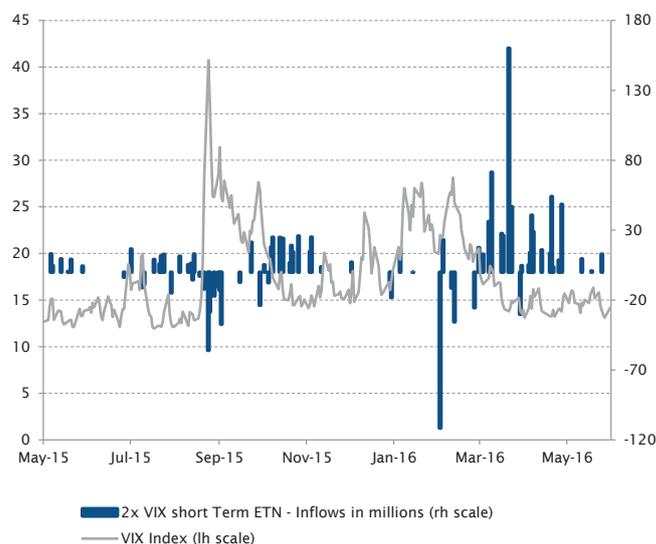


Source: Bloomberg

10. Volatilité - Le VIX retrouve ses creux de 2015

- Alors que le rebond des actions gagne de l'élan, la volatilité mesurée à l'aune de l'indice VIX retombe à ses niveaux d'août 2015, bien que plusieurs incertitudes subsistent. Du côté des inconnues, le rythme du relèvement des taux de la Fed reste indéterminé et l'issue d'échéances à plus long terme comme les élections présidentielles américaines demeure incertaine. Du côté des données connues, force est de constater que la situation macroéconomique américaine s'améliore tandis que les cours du pétrole, qui ont pesé sur le marché cette année, se stabilisent à des niveaux raisonnables pour le moment.
- Après les importants afflux en faveur d'ETF acheteurs de volatilité sur le VIX (TVIX) observés en mars-avril, les investisseurs ont saisi l'occasion d'établir ou de renforcer leur stratégie d'assurance. Les afflux vers le TVIX ont ralenti en mai, indiquant que les investisseurs sont probablement sous-investis et peu enclins à sacrifier la performance outre mesure au profit de produits d'assurance.
- Cependant, sachant que le VIX a rarement baissé en deçà du seuil des 10 points par le passé, les investisseurs démunis de protection pourrait saisir l'opportunité d'allouer des capitaux à des stratégies de couverture, adoptant une position acheteuse sur le TVIX ou des stratégies de convexité plus élaborées afin de se protéger d'une éventuelle inversion du rebond actuel des actions américaines.

Indice VIX et flux acheteurs en ETF sur le VIX



Source : Bloomberg