



1 MOIS EN
10 IMAGES

Juillet 2016



Adrien Pichoud
Economist



Wanda Mottu
Analyst



Maurice Harari
Analyst

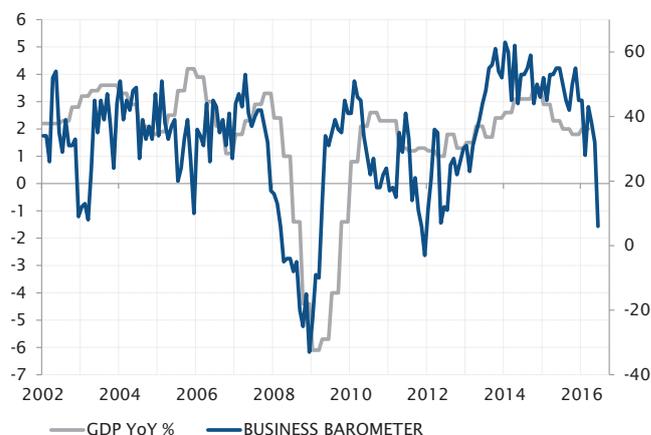
INDICE

- | | | | |
|---|---|--|---|
| 1. Royaume-Uni - La sortie | 1 | 7. Obligations - De la valeur dans les titres de dette financière subordonnée européens | 4 |
| 2. États-Unis - La Fed revoit une fois de plus ses projections | 2 | 8. Obligations - Surperformance de la dette des marchés émergents..... | 5 |
| 3. Zone euro - Les rendements du Bund passent en territoire négatif sur fond de risque politique croissant..... | 2 | 9. Marchés des changes - La forte réaction des marchés des changes après le Brexit..... | 5 |
| 4. Allemagne - En vitesse de croisière | 3 | 10. Métaux précieux - L'or soutenu par l'incertitude mondiale et les flux..... | 6 |
| 5. Japon - Le problème du yen..... | 3 | | |
| 6. Obligations - Un monde de taux d'intérêt négatifs ... | 4 | | |

1. Royaume-Uni - La sortie

- Le référendum du Royaume-Uni sur son adhésion à l'Union européenne (UE) a livré son verdict et les Britanniques ont opté pour la sortie. Bien que ce résultat ne soit pas totalement une surprise, étant donné l'évolution des sondages au cours des semaines précédentes, il a fait l'objet d'un large rejet de la part des milieux financiers et des cercles d'affaires et créé des remous dont les répercussions sont encore difficiles à évaluer.
- S'il est vrai que personne ne s'attendait au chaos politique qui a suivi au Royaume-Uni, la réaction immédiate des marchés financiers, en revanche, a été conforme aux projections associées à ce vote. À en juger par les indicateurs avancés disponibles, il semble également que la réaction immédiate de l'économie réelle corresponde à ce qu'avaient prévu la vaste majorité des prévisionnistes, à savoir que le Brexit porterait un coup sévère à la confiance des entreprises et des ménages. Le baromètre des entreprises de Lloyds a révélé que le moral des entreprises s'était effondré à des niveaux inédits depuis la récession de 2008/2009 et le pic de la crise de la dette souveraine européenne. L'indice Gfk de confiance des ménages a enregistré son recul le plus important en vingt ans.
- En examinant ces indicateurs avancés, on constate que les analyses qui mettaient en garde contre les conséquences immédiates et brutales d'un vote favorable au retrait de l'UE sur l'activité économique n'étaient pas exagérées. La croissance du PIB risque de ralentir brusquement au second semestre 2016, voire de devenir négative.

L'impact du Brexit sur la confiance devrait peser sur la croissance



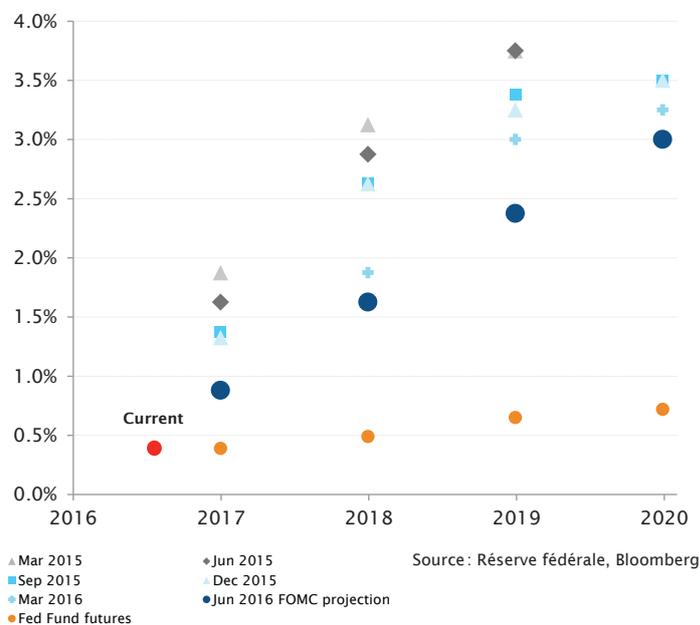
Source: Lloyds, Bloomberg



2. États-Unis – La Fed ajuste une fois de plus ses projections

- À l'issue de sa réunion de juin, la Réserve fédérale (Fed) affichait sa prudence. Non seulement la banque centrale a légèrement abaissé ses prévisions de croissance du PIB, plusieurs membres ont également revu à la baisse leurs perspectives de relèvements des taux d'intérêt.
- Ces révisions baissières ne sont guère surprenantes si l'on examine l'évolution historique des prévisions de la Fed. Les projections de croissance du PIB sont fréquemment trop optimistes; pas seulement celles de la Fed, mais celles également de l'immense majorité des prévisionnistes. De manière encore plus frappante, les projections des membres de la Fed concernant l'évolution des taux des fonds fédéraux sont constamment beaucoup plus élevées que les attentes des marchés...et sont systématiquement révisées à la baisse!
- En l'état actuel, bien que la prévision médiane du Comité de politique monétaire de la Fed soit toujours de deux relèvements de taux de 25 points de base (pb) avant la fin de l'année, de nombreux membres n'anticipent désormais qu'un seul relèvement en 2016. Les projections de relèvements de taux en 2017 et 2018 ont également été revues à la baisse, mais restent clairement positives, à +75 pb pour chaque année. De leur côté, les attentes du marché n'anticipent aucun relèvement cette année ni l'année prochaine, et tablent sur un seul relèvement d'ici la fin 2018... Si l'on se fie aux tendances historiques, il semblerait que les attentes du marché soient un indicateur plus fiable, et, dans ces conditions, et les difficultés de la Fed à normaliser sa politique monétaire devraient se poursuivre.

La Fed révisé constamment ses projections de taux à la baisse



3. Zone euro – Les rendements du Bund passent en territoire négatif sur fond de risque politique croissant

- En juin, après avoir longtemps flirté avec le zéro, le taux de l'obligation d'État allemande à 10 ans a rejoint celui de la Suisse et du Japon en territoire négatif. Un ensemble de facteurs tels que l'aversion au risque au niveau mondial, les pressions baissières sur les taux américains et la hausse des achats d'actifs de la Banque centrale européenne (BCE) se sont combinés pour franchir ce seuil psychologique.
- Ce mouvement a également été amplifié par le référendum au Royaume-Uni, qui a soudainement intensifié le risque politique dans la zone euro. Alors que des élections se profilent dans l'ensemble des grandes économies européennes au cours des 15 prochains mois, le spectre de référendums susceptibles de faire voler en éclats l'Union européenne est revenu sur le devant de la scène et a amplifié le mouvement de « fuite vers la qualité ». Les taux allemands se sont davantage enfoncés en territoire négatif, tandis que les taux des pays périphériques ont progressé, élargissant les spreads souverains déjà engagés sur une tendance haussière depuis le début de l'année 2016.
- Toutefois, ce mouvement a été contenu jusqu'à présent grâce au soutien de la BCE. La banque centrale achète pour 80 milliards d'euros d'obligations par mois, essentiellement d'obligations d'État. Ces achats ont permis jusqu'à présent de limiter la hausse des taux des obligations d'État espagnoles, portugaises ou italiennes, malgré des inquiétudes croissantes concernant la stabilité du secteur bancaire italien. Néanmoins, le risque politique accru dans la zone euro risque de maintenir la volatilité des spreads souverains au cours des prochains mois.

Les spreads périphériques s'élargissent sur fond de hausse du risque politique





4. Allemagne - En vitesse de croisière

- Alors que la majeure partie du continent européen n'est pas encore au bout de ses peines et reste pénalisée par un chômage élevé, l'économie allemande constitue un cas à part. Depuis 2014, elle affiche des taux de croissance constants et légèrement supérieurs aux prévisions, à 1,5% par an. Elle présente également un taux de chômage historiquement faible, le plus bas parmi les pays européens.
- Après avoir brièvement enregistré un ralentissement modéré au cours des premiers mois de l'année, la plupart des indicateurs sont repassés dans le vert et indiquent que la locomotive de l'Europe se maintient sur la trajectoire d'une croissance solide. Les indices avancés du secteur manufacturier ont notamment fortement rebondi à leurs plus hauts niveaux en deux ans, signalant un rebond estival de la production industrielle. L'indice global Ifo de la confiance des entreprises suit une tendance similaire, en retrouvant son pic de 2015.
- Naturellement, l'Allemagne n'est pas entièrement à l'abri de l'agitation qui secoue les pays voisins : le Brexit britannique et les tensions pesant sur les banques italiennes risquent d'y laisser leur trace en affaiblissant la demande pour les exportations allemandes et en ayant un impact négatif sur le moral des entreprises. Toutefois, la vigueur de l'économie nationale, associée à une politique de la BCE nettement accommodante pour l'Allemagne, devraient permettre à l'économie de ne pas trop dévier de sa vitesse de croisière de 1,5%.

Un taux de croissance du PIB stable de 1,5 %

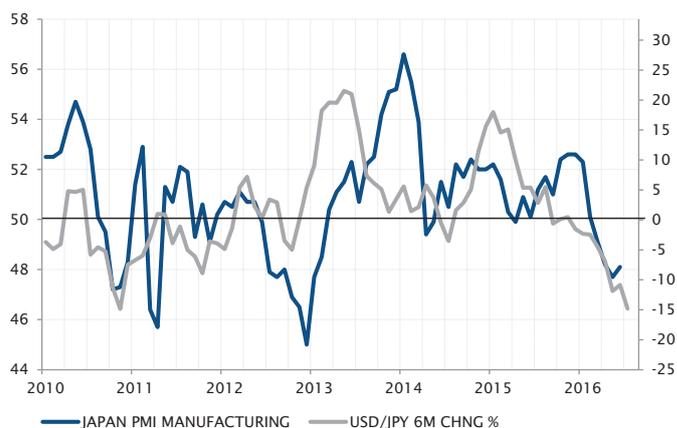


Source: Datastream

5. Japon - Le problème du yen

- En 2016, le Japon devrait enregistrer le pire taux de croissance du PIB de l'ensemble des pays développés. L'inflation est retombée en territoire négatif. Trois ans après le lancement des «Abenomics», l'enthousiasme initial s'est essoufflé. L'initiative du gouvernement japonais pour tenter d'extraire l'économie de la spirale déflationniste a été sabordée par la dérive de l'économie mondiale vers cette même tendance.
- La BCE a emboîté le pas de la Banque du Japon (BoJ) en mettant en place un vaste programme d'achat d'actifs. La Fed n'est pas parvenue à relever son taux à court terme de manière significative. Les politiques monétaires européennes et américaines n'ont pas divergé autant que prévu de la politique monétaire japonaise, sapant ainsi les efforts entrepris pour affaiblir le yen. L'instauration de taux négatifs pour empêcher un renversement de tendance du yen en début d'année se révèle cruellement inefficace : le yen a gagné 15% face au dollar depuis.
- Compte tenu de l'absence de dynamisme sur le plan intérieur, cette vigueur du yen exerce, comme c'était à prévoir, un impact négatif sur la croissance économique à travers le commerce extérieur. Les fluctuations du yen constituent de bons indicateurs avancés du cycle économique japonais au cours des cinq dernières années. Pour stimuler l'activité, les autorités japonaises doivent trouver le moyen de mettre un terme à l'appréciation actuelle du yen voire, dans l'idéal, pour l'inverser.

Les mouvements du yen influent sur le cycle économique et pointent actuellement dans la direction du sud



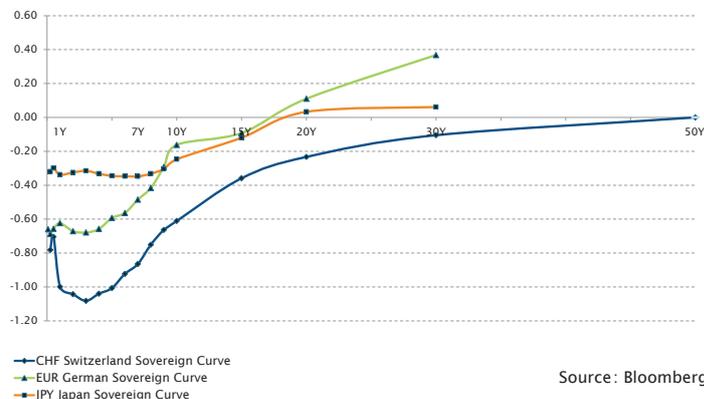
Source: Datastream



6. Obligations – Un monde de taux d'intérêt négatifs

- Dans le contexte de cette nouvelle ère de répression financière, les taux d'intérêt baissent de plus en plus et les banques centrales deviennent de plus en plus accommodantes (bien que cela soit moins vrai dans le cas de la Réserve fédérale américaine) pour stimuler la croissance économique et pour empêcher leur économie de tomber dans la déflation.
- Les obligations d'État suisses (CHF), allemandes (EUR) et japonaises (JPY) jusqu'à 10 ans de maturité offrent 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.
- Dans le courant du mois, l'agence de presse Bloomberg a indiqué que près de 40% des obligations de son indice Eurozone Sovereign Bond présentaient des rendements inférieurs à 0%.
- En termes relatifs, il est toujours possible de trouver de la valeur, par exemple, avec les bons du Trésor américains à 10 ans et les obligations d'État australiennes à 10 ans, dont les rendements à la fin juin s'établissaient respectivement à 1,47% et 1,98%, contre (à maturité équivalente) -0,58% pour la Suisse, -0,22% pour le Japon et -0,13% pour l'Allemagne. Par ailleurs, pour la première fois, l'intégralité de la courbe des rendements suisses (jusqu'à 48 ans de maturité) se négocie désormais dans le rouge.
- En conclusion, l'une des plus grandes préoccupations pour les investisseurs obligataires est de tenter de prédire les mouvements du marché, en évaluant jusqu'où les taux peuvent baisser et en déterminant la vitesse d'un renversement de tendance.

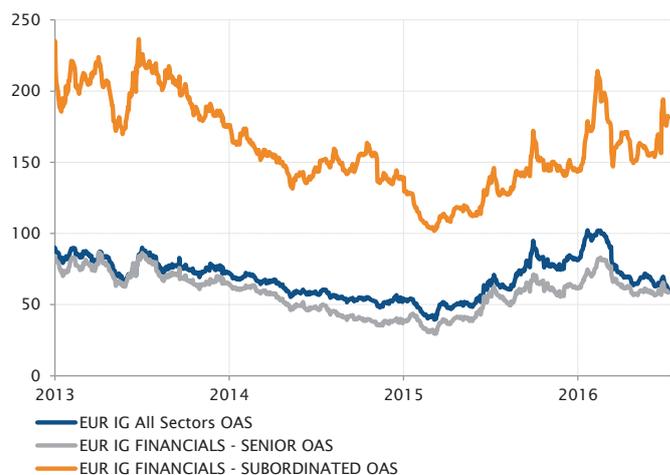
Courbes des rendements souverains suisses (CHF), allemands (EUR) et japonais (JPY)



7. Obligations – De la valeur dans les titres de dette financière subordonnée européens

- Le secteur financier européen a connu un début d'année difficile. Dans un environnement de croissance mondiale atone et d'aversion au risque grandissante, les obligations émises par les établissements financiers européens, en particulier les obligations subordonnées, ont nettement sous-performé le reste du marché du crédit, et la combinaison du vote sur le Brexit et des inquiétudes persistantes concernant les banques italiennes est à l'origine d'un élargissement supplémentaire des spreads. Par ailleurs, les spreads des valeurs industrielles et des services aux collectivités se sont considérablement resserrés du fait de la perspective d'achats de la BCE.
- Par conséquent, dans un environnement de faiblesse extrême des obligations d'État, les valeurs financières sont aujourd'hui le seul segment du marché obligataire européen où, avec le segment du haut rendement, le rendement est au rendez-vous pour les investisseurs. La hausse de leurs niveaux de spreads reflète sans doute les conditions difficiles auxquelles les banques européennes sont confrontées : des taux d'intérêt négatifs, une rentabilité freinée par la réglementation, les problèmes des prêts improductifs en Italie, une croissance économique atone... Néanmoins, les efforts réglementaires majeurs déployés pour assainir et renforcer les bilans dans l'optique de l'Union bancaire européenne ont laissé l'immense majorité des banques en bien meilleure posture qu'il y a quelques années. À moins qu'un scénario d'éclatement de l'UE ne se matérialise, les obligations financières et en particulier la dette subordonnée offrent de la valeur pour les investisseurs obligataires à la recherche de rendement, à condition d'adopter une approche sélective et diversifiée.

À la recherche de spreads ? Jetez un coup d'œil aux obligations financières subordonnées européennes

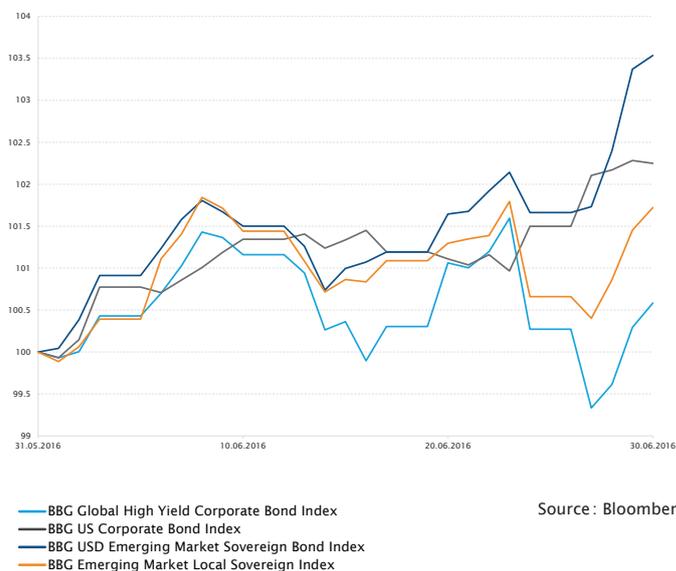




8. Obligations – Surperformance de la dette des marchés émergents

- En juin, la dette des marchés émergents en devise forte et locale a enregistré des performances positives (respectivement +3,5% et 1,7%), malgré la forte volatilité à l'approche du référendum sur le Brexit. Les facteurs techniques et le moral restent favorables à la classe d'actifs et le vote sur le Brexit a généralement été positif pour les marchés émergents, dans la mesure où les banques centrales devraient maintenir leur position accommodante pendant encore un certain temps.
- L'attitude accommodante adoptée depuis quelque temps par les banques centrales dans le monde entier, mais plus particulièrement aux États-Unis, où la Fed reportera sans doute son prochain relèvement de taux, s'est avérée favorable aux marchés émergents. En outre, la stabilisation des cours du pétrole entre 40 USD et 50 USD a également été bien accueillie par de nombreuses économies émergentes.
- Le ralentissement de l'économie chinoise constituait également une menace pour la dette des marchés émergents. Toutefois, cette crainte semble à présent s'être légèrement dissipée et a déjà été intégrée par les marchés, alors que la faiblesse du dollar américain apporte un bol d'air frais à de nombreuses économies émergentes. Néanmoins, les élections et autres incertitudes dans un certain nombre de pays pourraient être une source de volatilité.
- Depuis le « taper tantrum » en 2013, cette classe d'actifs, qui était fortement sous-représentée dans les portefeuilles, devient de plus en plus intéressante dans cet environnement de recherche du rendement et de taux d'intérêt négatifs en Europe et au Japon, car les rendements nominaux et réels des marchés émergents restent élevés.

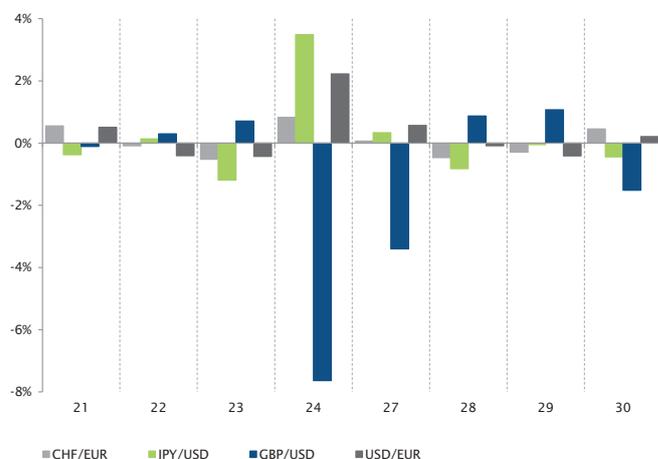
Indices Emerging Market USD et Local Sovereign Bond vs High Yield et US Corporate Bond



9. Marchés des changes – La forte réaction des marchés des changes après le Brexit

- Le résultat du référendum au Royaume-Uni a déclenché une réaction significative sur le marché des changes qui n'était pas préparé à ce résultat. Au cours de la semaine qui a précédé le vote, le sentiment général penchait dans le sens d'une victoire du « remain », et la livre sterling ainsi que les actifs à risque étaient relativement solides. Le vote en faveur du « leave » a pris le monde et les marchés de court, faisant chuter la livre sterling à son plus bas niveau sur les trente dernières années.
- Comme on pouvait s'y attendre dans une configuration d'aversion au risque, le dollar et le yen ont joué leur rôle traditionnel d'actifs refuges. Le yen est ressorti comme le grand vainqueur, en rebondissant face à chaque grande devise. Sa nette appréciation a incité le gouvernement japonais à convoquer une réunion d'urgence pour élaborer une stratégie propre à limiter son renforcement. Bien que le Japon ait besoin d'un yen plus faible pour stimuler son économie, l'incertitude politique découlant de la décision du Royaume-Uni de quitter l'UE risque de rendre la monnaie nippone plus attractive.
- L'appréciation du franc suisse, également favorisé en période d'agitation des marchés, est limitée par les interventions de la Banque nationale suisse (BNS). La banque centrale a décidé de prendre des mesures immédiates afin de contrer un renforcement non désiré, particulièrement face à l'euro.

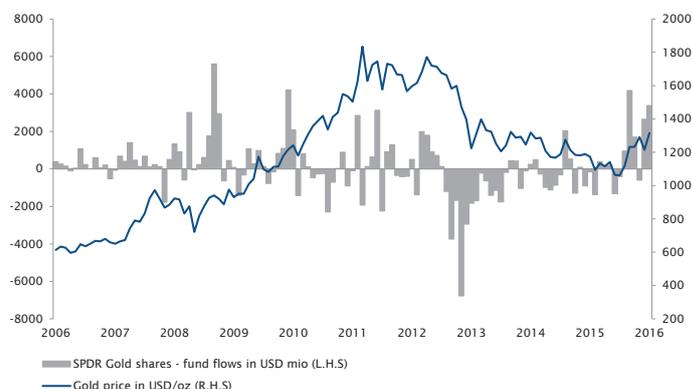
Performance quotidienne des paires de devises en juin



10. Métaux précieux – L’or soutenu par l’incertitude mondiale et les flux

- La décision du Royaume-Uni de quitter l’UE a dopé la demande pour les actifs refuges comme l’or. Le métal jaune s’est hissé à USD 1300 l’once après l’annonce des résultats du référendum. Malgré l’apparition sur les marchés de signes d’un regain d’appétit des investisseurs pour les actifs à risque, l’incertitude concernant les répercussions du Brexit risque de continuer d’alimenter le phénomène de « fuite vers la qualité ».
- Avant le vote, les banques centrales ont averti qu’une sortie du Royaume-Uni de l’UE pourrait perturber l’économie mondiale. Le Brexit, compte tenu de ses conséquences négatives sur les économies, y compris sur les États-Unis, devrait vraisemblablement inciter les principales banques centrales à prendre des mesures d’assouplissement supplémentaires. Dans un environnement géopolitique plus volatil, les cours de l’or devraient encore être soutenus par la faiblesse des taux d’intérêt de la Réserve fédérale.
- Dans ce type de conjoncture macroéconomique, les investisseurs ont tendance à rester couverts avec l’or. Les attentes d’un nouveau tour d’assouplissement quantitatif de la Fed devraient également accroître la demande pour le métal jaune. De grands hedge funds ont d’ores et déjà annoncé qu’ils avaient récemment accru leur exposition à l’or, essentiellement en tant que couverture de change.

Les afflux de capitaux hebdomadaires en faveur d’actions or SPDR se sont intensifiés cette année



Source : Bloomberg