



1 MOIS EN  
10 IMAGES

Mai 2016



**Adrien Pichoud**

Economist



**Wanda Mottu**

Analyst



**Maurice Harari**

Analyst

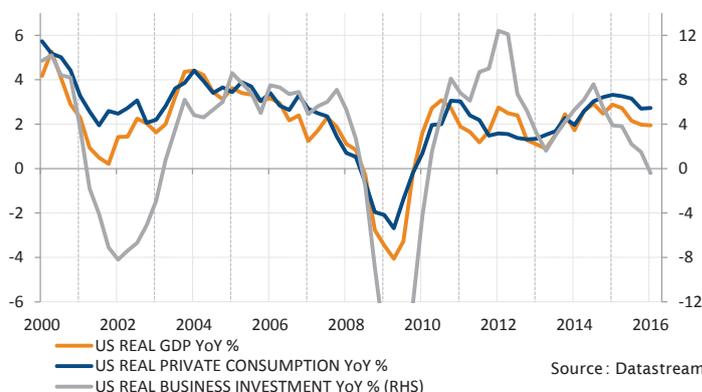
## INDEX

- |  |   |   |   |
|--|---|---|---|
| 1. Etats-Unis - Les services maintiennent l'économie à flot.....           | 1 | 6. Chine - Comme un déjà vu... stabilisation de la croissance à crédit.....                         | 4 |
| 2. Immobilier US - Signes de faiblesse du marché immobilier américain..... | 2 | 7. Obligations - Risques sur le Bund à court terme.....   | 4 |
| 3. Zone euro - Il aura fallu attendre 8 ans.....                           | 2 | 8. Obligations - Corrélation entre la dette à haut rendement et le prix du pétrole.....             | 5 |
| 4. Royaume-Uni - L'impact du Brexit se fait sentir.....                    | 3 | 9. Actions américaines - Sous-performance de la technologie et rebond des valeurs énergétiques..... | 5 |
| 5. Japon - Abe et Kuroda en train de perdre contre la déflation?.....      | 3 | 10. Actions européennes - La pression sur les bancaires se détend.....                              | 6 |

### 1. Etats-Unis - Les services maintiennent l'économie à flot

- L'économie américaine a connu un 1<sup>er</sup> trimestre décevant: la croissance a nettement ralenti et a été, à +0.5% annualisé sur la période, la plus faible depuis deux ans. Encore n'a-t-elle pu rester en territoire positif que grâce à la consommation de services puisque la quasi-totalité des autres composantes du PIB s'est avérée être négative ou stable. Seuls l'immobilier résidentiel et les dépenses publiques ont également apporté une contribution positive.
- L'investissement des entreprises a en effet reculé pour le 2<sup>ème</sup> trimestre consécutif (une première depuis 2009). La contribution du commerce extérieur à la croissance a été négative (en raison de l'acrosissement du déficit commercial) et le destockage des entreprises a lui aussi pesé sur l'activité. Même la consommation de biens durable s'est repliée au cours du 1er trimestre.
- Ainsi, si l'économie américaine parvient à maintenir un rythme de croissance de 2% sur 12 mois, c'est uniquement grâce à la résistance de la demande domestique qui s'appuie sur la poursuite des créations d'emplois et, particulièrement pour l'immobilier, sur des conditions de financement très avantageuses. Mais l'absence de dynamique cyclique qu'illustre la baisse de l'investissement limite les possibilités d'accélération, comme le reflètent les dernières prévisions du FMI (+2.4% attendu pour 2016, +2.5% pour 2017).

#### *La consommation soutient la croissance malgré le recul de l'investissement*

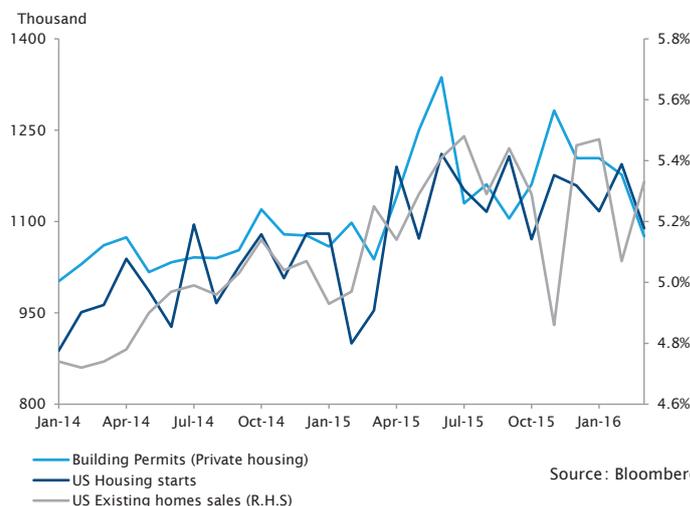




## 2. Immobilier US - Signes de faiblesse du marché immobilier américain

- Malgré un rebond au mois de mars des ventes de logements existants au-delà des attentes, les derniers chiffres sur les mises en chantier et les permis de construire signalent un ralentissement du marché immobilier. Alors que le domaine de la construction a été ces dernières années un moteur important de la croissance américaine, sa contribution au produit intérieur brut pourrait s'essouffler en 2016.
- Les statistiques relatives aux nouvelles mises en chantier montrent en effet une chute de -8.8% pour le mois de mars, une baisse plus importante qu'anticipée par le marché. La tendance est également à la baisse du côté des permis de construire, un indicateur avancé de l'activité dans le secteur, en recul de -8.6% sur la même période. La forte reprise des ventes de logements existants au mois de mars (+5.1%) est une bonne nouvelle, mais elle ne suffit pas à écarter le risque d'un ralentissement puisque les logements existants ne créent aucune valeur nouvelle.
- Toutefois, la politique monétaire accommodante de la Fed, illustrée par des taux exceptionnellement bas, combinée à une dynamique robuste du marché de l'emploi maintiennent un environnement favorable au marché de l'immobilier. Les mois à venir nous renseigneront sur le caractère temporaire ainsi que sur l'amplitude de l'impact du ralentissement du secteur immobilier.

*Permis de construction, nouvelles mises en chantier et ventes de logements existants*

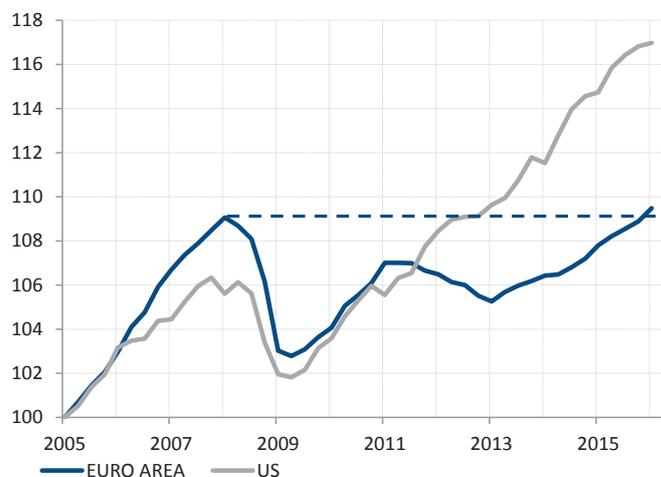


Source: Bloomberg

## 3. Zone euro - Il aura fallu attendre 8 ans...

- A la faveur d'une hausse de 0.6% du PIB au 1er trimestre, la zone euro vient enfin de dépasser le niveau qu'elle avait atteint début 2008. Huit ans après... Par comparaison, il avait fallu moins de quatre ans à l'économie américaine pour renouer avec son pic pré-2008, et son PIB est aujourd'hui 10% au-dessus de ce niveau!
- Certes, entre temps, la zone euro a dû traverser une seconde récession, provoquée par la cure d'austérité liée à la crise des dettes souveraines. Certes, le potentiel de croissance de la zone euro est structurellement inférieur à celui des Etats-Unis. Il n'empêche, l'écart de PIB qui s'est creusé de part et d'autre de l'Atlantique est spectaculaire...
- Les deux zones se trouvent ainsi dans des phases différentes du cycle économique: les Etats-Unis s'approchent sans doute de la fin du cycle, durant laquelle une hausse des salaires va être nécessaire pour alimenter la croissance et stimuler l'investissement; la zone euro, quant à elle, est toujours en phase de reprise cyclique, avec un chômage encore très élevé (plus qu'en 2009...) et un investissement à peine reparti. Pas étonnant dans ce contexte d'observer une forte divergence entre la politique de la Fed et celle de la BCE!

*L'économie européenne vient juste de dépasser son pic de 2008...*



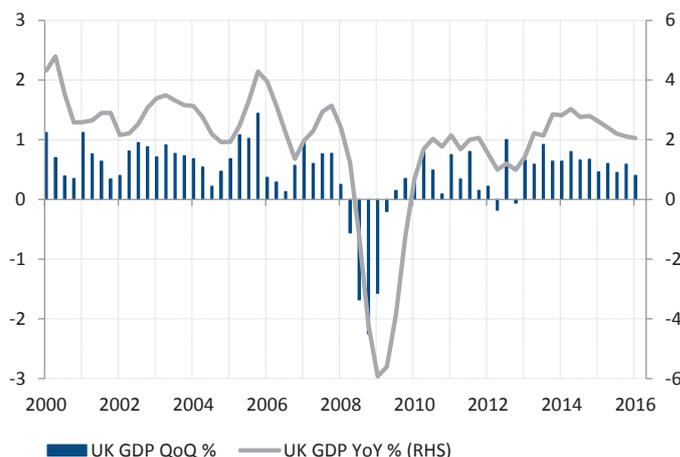
Source: Datastream



#### 4. Royaume-Uni - L'impact du Brexit se fait sentir

- L'incertitude provoquée par le vote sur le Brexit commence à peser sur l'activité économique. Le rythme de hausse annuel du PIB a ralenti à son plus bas en trois ans. Les ventes au détail reculent, le nombre de chômeurs a augmenté (une première en plus de trois ans) et l'activité dans l'industrie recule nettement.
- Certes, ce mouvement s'inscrit dans un contexte de croissance mondiale faible et de politique économique domestique moins favorable, après le stimulus budgétaire mis en place pour les élections générales. Toutefois, l'amplification récente de la tendance laisse à penser que l'incertitude sur l'avenir de l'économie britannique pèse sur une économie jusqu'ici parmi les plus dynamiques d'Europe.
- Si la probabilité d'un vote pour rester dans l'UE paraît aujourd'hui prédominer, cette perte de vitesse illustre au moins un élément : l'incertitude est néfaste à l'activité économique. Sans se prononcer sur l'impact à long terme d'une éventuelle sortie de l'UE, il y a fort à parier que, en cas de oui au Brexit, les multiples inconnues entourant les négociations à venir sur les modalités de la sortie, la teneur des accords commerciaux avec l'UE ou le retour du débat sur l'indépendance de l'Ecosse pèseront, à court terme, sur l'investissement et l'emploi.

*La croissance britannique ralentit avant le vote sur le Brexit*

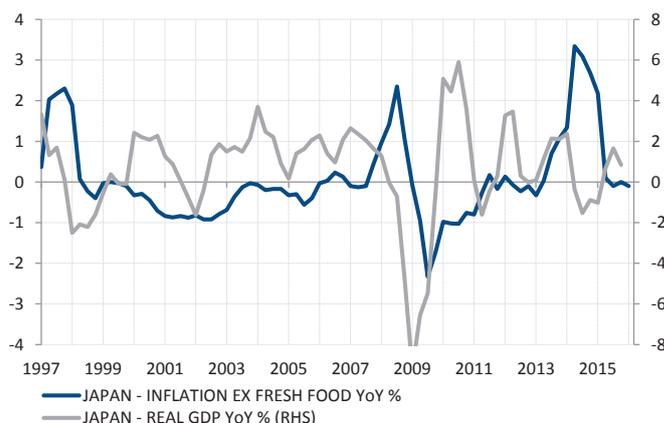


Source: Datastream

#### 5. Japon - Abe et Kuroda en train de perdre contre la déflation?

- Trois ans après la vague d'espoir suscitée par l'arrivée au pouvoir de M. Abe, l'économie japonaise semble (presque) revenue au point de départ. L'assouplissement massif de la politique monétaire de la Bank of Japan et la baisse du yen qu'elle a provoqué ont, dans un premier temps, bénéficié aux entreprises exportatrices et fait remonter l'inflation à des niveaux plus observés depuis 20 ans.
- Mais, en parallèle, l'inflation importée et la hausse de la TVA en 2014 sont venues éroder le pouvoir d'achat des consommateurs car elles n'ont pas été compensées par une hausse équivalente des salaires : le revenu réel des ménages a ainsi reculé depuis 2013!
- Ainsi, l'objectif avoué de créer une dynamique de demande domestique suffisante pour extirper l'économie de la déflation semble aujourd'hui avoir échoué : la croissance est à peine positive (+0.5% attendu en 2016, comme en 2015) et l'inflation est revenue à 0%. Quant aux marges de manœuvre du gouvernement et de la banque centrale, elles sont aujourd'hui extrêmement limitées : la BoJ a déjà adopté des taux négatifs et ses achats d'obligations ont gonflé son bilan qui représente 80% du PIB; le déficit public dépasse 5% du PIB et la dette avoisine 250% du PIB...

*Croissance faible, absence d'inflation : le Japon flirte encore avec la déflation*



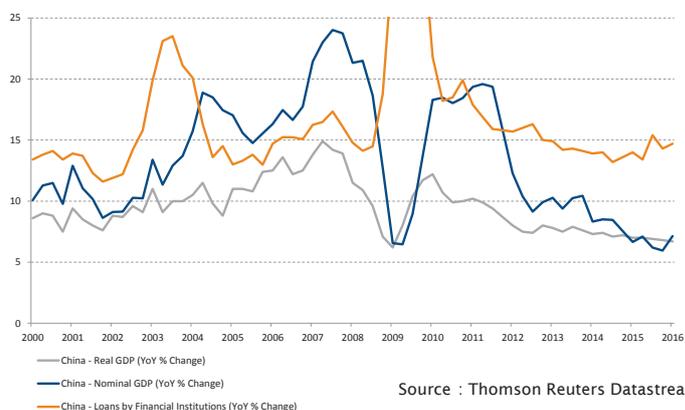
Source: Datastream



## 6. Chine - Comme un déjà vu...stabilisation de la croissance à crédit

- Les officiels chinois tentent de stimuler ou stabiliser la croissance autour de 6.5% en relançant le crédit.
- La vaste politique de relance monétaire et budgétaire est peut-être à court terme en train d'aider le secteur manufacturier mais cela a un coût qui sera tout simplement repoussé dans le futur et, in fine, empirera les problèmes structurels de la deuxième plus grande économie du monde.
- Dans ce contexte, la dette publique devrait fortement augmenter pour effacer le ralentissement lié à la dette privée. En d'autres termes, la Chine continue à alimenter sa bulle de crédit.
- Si l'on peut légitimement se poser la question du bien-fondé, sur le moyen/long terme, d'une relance du crédit pour une économie dont le niveau d'endettement et les surcapacités aussi bien dans l'industrie que dans l'immobilier sont déjà préoccupants, cela semble permettre, à court terme, une certaine stabilisation de la croissance du PIB et des indicateurs d'activité.
- Il y a fort à parier que, si l'économie chinoise vient à donner de nouveaux signes de faiblesse, cette tendance à la détente des conditions de crédit se poursuivra.

**Chine - PIB réel & nominal et crédit bancaire (variation annuelle en %)**



## 7. Obligations - Risques sur le Bund à court terme

- Depuis deux ans, le principal déterminant de l'évolution des taux d'intérêts longs allemands a été les anticipations d'inflation à moyen terme (mesurées par le taux d'inflation à 5 ans anticipé dans 5 ans). En 2014, le décrochage de ces anticipations sous l'objectif de 2% de la BCE avait entraîné les taux allemands vers des plus bas historiques en même temps qu'il forçait cette dernière à assouplir agressivement sa politique monétaire (QE, taux négatifs).
- Il y a tout juste un an, des indicateurs économiques encourageants et l'intervention de la BCE entraînaient un rebond de l'inflation anticipée et une soudaine remontée des taux allemands. La chute du pétrole et les craintes sur la croissance les ont ramenés, en 2016, vers leurs plus bas de 2015.
- Aujourd'hui, les conditions semblent réunies pour une répétition du scénario de 2015 : la croissance économique reste positive et a même été supérieure aux attentes au 1er trimestre dans la zone euro. La remontée des prix du pétrole et des matières premières ainsi que les récentes mesures de la BCE pour stimuler le crédit risquent, dans ce contexte, de provoquer un rebond de l'inflation anticipée. Le Bund est aujourd'hui sous la menace d'une correction de court terme.

**Risques à court terme sur les taux allemands**

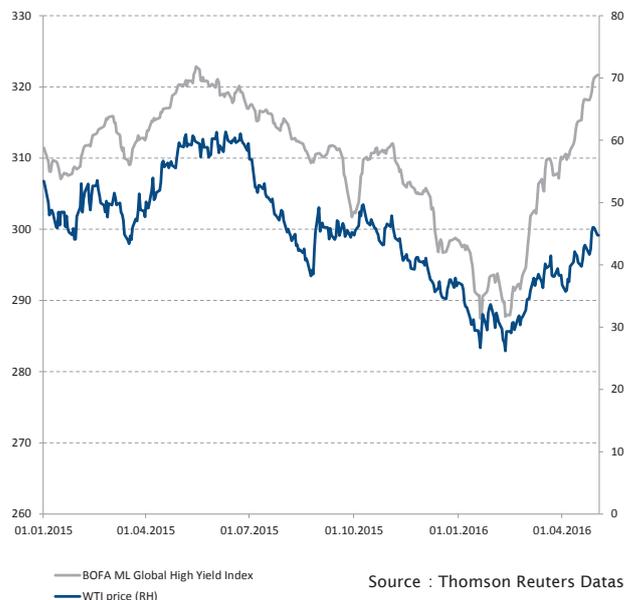




## 8. Obligations - Corrélation entre la dette à haut rendement et le prix du pétrole

- Depuis le début d'année, la dette à haut rendement se classe parmi les meilleures classes d'actifs en termes de performance (respectivement +7.6% et +3.8% pour le High Yield US et européen). En effet la prime de risque pour cette classe d'actifs s'est fortement comprimée ces deux derniers mois après un début d'année où les spreads avaient fortement augmenté.
- En parallèle le prix du baril de pétrole a également pris l'ascenseur avec le WTI et le Brent en hausse respectivement de +23.8% et +33.0% entraînant le bloc entier des matières premières vers le haut.
- De plus, aux Etats-Unis, la Fed a récemment adopté un discours plus accommodant et a donc donné aux investisseurs un regain d'appétit pour les actifs risqués comme le high yield. En Europe, la BCE, quant à elle, continue d'être accommodante et n'est pas encore prête de sortir de sa politique actuelle. En avril, les détails du programme d'achats d'obligations d'entreprises qu'elle va entreprendre ces prochains mois ont été dévoilés et ont surpris positivement les attentes du marché.
- Finalement, dans un contexte de taux zéro, de croissance mondiale positive mais molle, avec une inflation faible et des banques centrales accommodantes, ces obligations d'entreprises caractérisées par une santé plus fragile offrent néanmoins des rendements intéressants même ajustés aux risques qui leur sont associés.

*Evolution de la dette à haut rendement et du prix du pétrole*



## 9. Actions américaines - Sous-performance de la technologie et rebond des valeurs énergétiques

- Depuis quelques années, le secteur des valeurs technologiques aux Etats-Unis surperformait le secteur de l'énergie, surtout sous pression l'année dernière avec la chute vertigineuse du prix du pétrole et des matières premières en général. En 2015, le S&P 500 Information Technology a terminé l'année en hausse de +4.3% contre -23.6% pour le S&P 500 Energy.
- En ce début d'année, peu d'investisseurs étaient prêts à acheter des sociétés liées de près ou de loin à l'évolution du prix du baril. En effet la plupart des fonds ont initié 2016 largement sous-pondérés au secteur et très peu d'analystes émettaient des recommandations à l'achat. Beaucoup de mauvaises nouvelles étaient également escomptées par le marché, ce qui retrospectivement a augmenté l'effet de surprises positives. D'un point de vue de la valorisation, ces sociétés sont valorisées à des niveaux historiquement bas. En avril, le secteur affiche une performance de +8.7% contre +1.0% pour le marché (S&P 500) en général.
- A l'inverse, l'une des plus grandes déceptions du côté des marchés actions provient de la sous performance de la technologie (-5.5% en avril et -3.4% depuis le début de l'année). De nombreuses sociétés phares de ce secteur ont annoncé en avril des résultats trimestriels en deçà des attentes du consensus...qui les avait portées aux nues l'année passée.

*Performance relative entre les indices S&P 500 Information Technology et Energy*

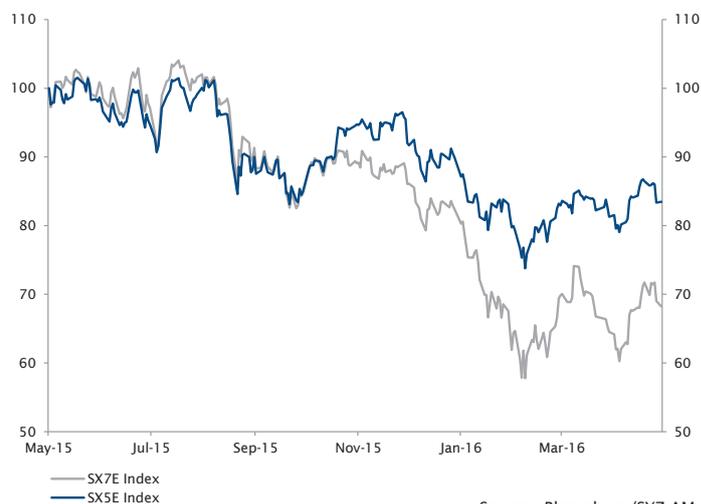




## 10. Actions européennes - La pression sur les bancaires se détend

- Bien que les financières européennes affichent encore une sous-performance de plus de 8% par rapport à l'Eurostoxx50, la tendance à la baisse observée dernièrement s'est ralentie. Après un départ catastrophique, la pression sur le secteur bancaire européen semble quelque peu se relâcher en ce début de deuxième trimestre.
- En effet, jusqu'ici les financières européennes ont subi de plein fouet les politiques de taux d'intérêt négatifs qui ont lourdement pesé sur leurs résultats. Les marges d'intérêt se sont contractées avec pour conséquence des révisions à la baisse des résultats trimestriels. De plus, un environnement réglementaire plus restrictif continue d'impacter négativement l'actionnaire.
- Toutefois, les opportunités pour les investisseurs ayant un certain appétit au risque demeurent. A titre d'exemple, la récente décision de l'Italie de créer le fonds "Atlante" est un signe encourageant. Bien que le marché se montre pour le moment un peu sceptique, cette mesure devrait permettre à l'Italie de s'attaquer au dossier des prêts douteux qui ont tant pollué son système bancaire. Cette volonté politique de s'attaquer au cœur du problème de ce secteur pourrait bien déboucher sur un résultat positif pour les banques italiennes.

*Performance de l'Eurostoxx50 et des bancaires européennes (Mai 2015=100)*



Source : Bloomberg/SYZ AM