



1 MOIS EN
10 IMAGES

Octobre 2016



Adrien Pichoud

Economist



Wanda Mottu

Analyst



Maurice Harari

Analyst

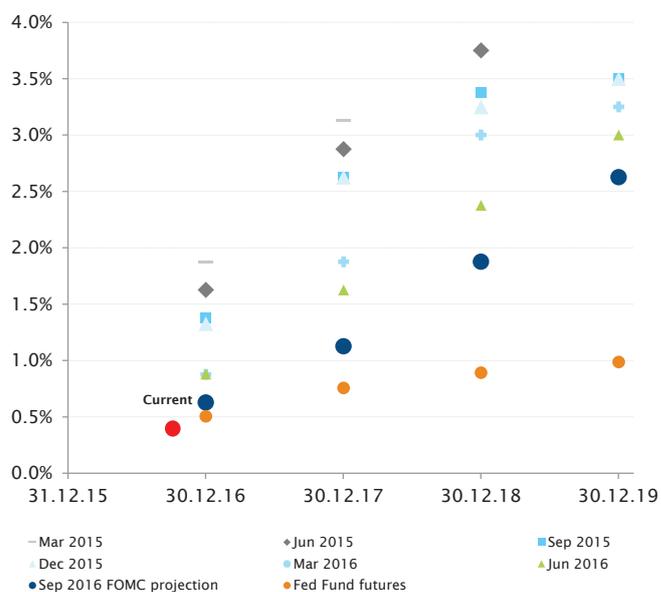
INDEX

1. La Fed fait marche arrière une fois de plus 1
2. L'activité économique a rebondi aux Etats-Unis en septembre 2
3. Un ralentissement de milieu de cycle dans la zone euro 2
4. La BCE se garde de prolonger son programme d'assouplissement quantitatif 3
5. La croissance japonaise reste atone 3
6. Les sorties de capitaux hors de Chine ralentissent, mais se poursuivent 4
7. Endettement - La Chine toujours dans le rouge 4
8. Devises - Evolution du peso mexicain en amont de l'élection présidentielle américaine 5
9. Or - Le métal précieux de moins en moins attractif... 5
10. Actions - Acheter le titre Banque nationale suisse? ... 6

1. La Fed fait marche arrière une fois de plus

- Après une première hausse de taux en décembre 2015, la Fed avait l'intention de relever ses taux à quatre reprises en 2016. Elle n'a pas pu le faire, ne serait-ce qu'une seule fois. Les conditions de marché et la conjoncture économique ont incité la banque centrale américaine à différer toute intervention.
- En septembre, le taux des fonds fédéraux a été reconduit à l'identique, à 0,5%. Le communiqué de presse publié à l'issue de la réunion du Comité de politique monétaire (FOMC) de la Fed évoquait la possibilité d'une hausse des taux avant la fin de l'année, probablement en décembre.
- Les marchés des contrats à terme ont d'ores et déjà partiellement anticipé ce scénario, lequel permettrait à la Fed de sauver la face en étendant de manière formelle le processus de normalisation. Cela ne permet toutefois pas d'occulter le fait que la Fed a régulièrement péché par excès d'optimisme ces dernières années. Les membres du FOMC ont quasiment dû abaisser leurs prévisions de taux et de croissance à l'issue de chaque réunion, validant après coup les anticipations bien plus modestes du marché. Ce scénario pourrait se répéter en 2017, alors que la Fed envisage de relever ses taux à deux reprises...

Taux des fonds fédéraux: prévisions de la Fed et du marché



Source: Réserve fédérale, Bloomberg



2. L'activité économique a rebondi aux Etats-Unis en septembre

- Après un recul inattendu en août, l'indice ISM de l'activité non manufacturière du secteur des services a rebondi de manière spectaculaire en septembre. Cela a permis de dissiper les craintes quant à un éventuel ralentissement du secteur le plus important de l'économie américaine, principal moteur de la croissance.
- L'indice ISM manufacturier, en baisse en août, a rebondi et clôturé le mois de septembre en hausse. Ce rebond confirme la stabilisation du secteur industriel américain observée depuis le printemps. Il intervient après une forte contraction en 2015, due à la baisse des cours du pétrole et à la hausse du dollar.
- En conséquence, l'indice ISM composite (indice calculé sur la base des deux indices ISM susmentionnés, pondéré en fonction du PIB) a atteint en septembre son plus haut niveau depuis le début de l'année. Ce rebond suggère une reprise de la croissance du PIB au troisième trimestre, après un deuxième trimestre décevant marqué par une croissance de seulement 1,4% en rythme annualisé. Le taux de croissance pourrait se maintenir à un niveau proche de 2% durant le second semestre 2016.

Indice ISM composite américain et évolution en % du PIB en glissement annuel

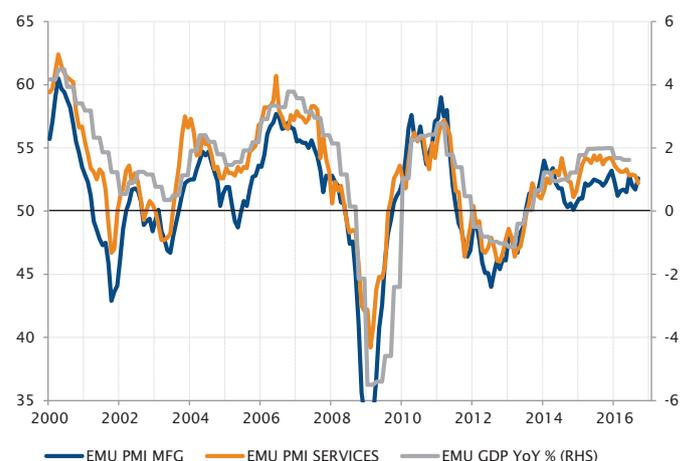


Source : Datastream, SYZ Asset Management

3. Un ralentissement de milieu de cycle dans la zone euro

- Le taux de croissance de la zone euro entre désormais dans une phase de stabilisation de milieu de cycle, après avoir enregistré une reprise post récession. Les facteurs qui ont soutenu la croissance en 2015 se dissipent progressivement: les cours du pétrole augmentent, l'euro a cessé de se déprécier, les taux d'intérêt pourront difficilement reculer davantage et la demande contenue a diminué.
- Par conséquent, la croissance décélère, comme le montre le recul de l'indice de l'activité du secteur des services, baromètre fiable de l'évolution de la demande intérieure. En septembre, l'indice s'est replié à son plus bas niveau depuis la fin de l'année 2014, après une sixième baisse en 9 mois. Il converge désormais vers le niveau de l'indice manufacturier, pour sa part relativement stable depuis 18 mois.
- Ces indices indiquent un ralentissement de la croissance européenne au second semestre. Le taux de croissance pourrait ressortir à 1% en rythme annualisé, contre 2% en 2015.

Indices PMI de la zone euro (du secteur manufacturier et du secteur des services) et évolution du PIB en rythme annuel



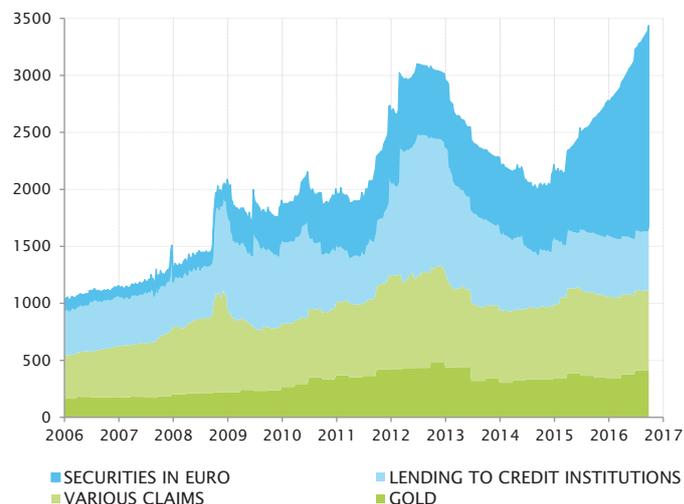
Source : Markit PMI, Datastream, SYZ Asset Management



4. La BCE se garde de prolonger son programme d'assouplissement quantitatif

- Les marchés financiers ont été déstabilisés par la déclaration de Mario Draghi à l'issue de la dernière réunion de la BCE, dans laquelle il affirmait qu'une prolongation du programme d'assouplissement quantitatif au-delà du mois de mars 2017 n'avait pas été évoquée. Le programme d'achat d'actifs de la BCE arrivera à son terme dans six mois. Cela ravive les mauvais souvenirs liés à la réduction progressive du programme d'assouplissement quantitatif de la Fed en 2013.
- La BCE pilote actuellement une politique monétaire très accommodante, qui se manifeste notamment par des achats mensuels d'actifs d'un montant de 80 milliards d'euros. Son bilan atteint un niveau record (près de 3500 milliards d'euros, soit 32% du PIB de la zone euro). Il lui est donc difficile d'assouplir davantage sa politique.
- Tant que la croissance économique est satisfaisante et que l'inflation s'éloigne de la zone dangereuse de la déflation, la BCE n'a pas besoin d'adopter des mesures d'assouplissement supplémentaires. A terme, elle pourrait être contrainte de prolonger son programme d'assouplissement quantitatif pour éloigner les forces déflationnistes. Mais rien ne sert de précipiter les choses.

Ventilation du bilan de la BCE par catégories principales (en milliards d'euros)

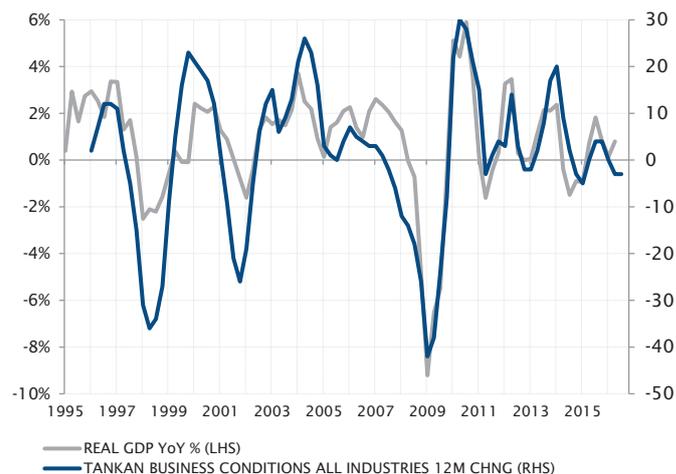


Source: BCE, SYZ Asset Management

5. La croissance japonaise reste atone

- L'économie japonaise peine à retrouver le chemin de la croissance comme ce fut brièvement le cas en 2013. La hausse de la TVA intervenue en 2014 a porté un coup à la demande intérieure, qui n'a toujours pas été absorbé depuis: la croissance du PIB est quasiment nulle depuis cette date et l'inflation a reculé à un niveau quasi nul.
- La hausse du yen et l'incapacité de la Banque du Japon à endiguer cette hausse ont aggravé une situation économique déjà peu enviable. Les prévisions de croissance et d'inflation pour l'année à venir sont quasi nulles.
- Le dernier indice Tankan en date n'incite pas à l'optimisme: l'absence d'amélioration laisse peu d'espoir quant à une accélération de la croissance à court terme. Les prévisions d'inflation ont été révisées à la baisse une nouvelle fois et la vigueur du yen pèse sur les bénéfices des entreprises. Le Japon peut s'appuyer uniquement sur des facteurs exogènes (hausse du dollar provoquée par la Fed, accélération de la croissance mondiale) pour espérer un rebond de la croissance et de l'inflation.

Variation annuelle du PIB réel et de l'indice Tankan sur la confiance des entreprises



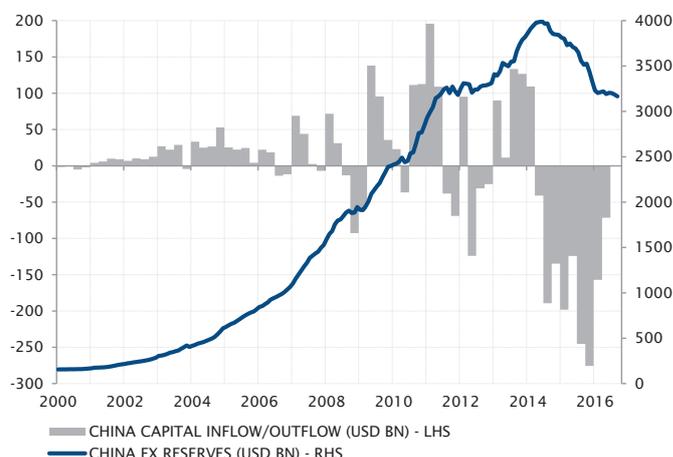
Source: Datastream, SYZ Asset Management



6. Les sorties de capitaux hors de Chine ralentissent, mais se poursuivent

- L'actualité relative à la Chine s'est révélée beaucoup plus calme ces derniers mois qu'elle ne l'avait été entre la mi-2015 et le début de l'année 2016. Pour autant, bien que moins fortes que l'an dernier, la plupart des craintes n'ont pas disparu. Le yuan continue de se déprécier et a perdu 7% depuis le début de l'année par rapport à un panier de devises pondéré en fonction des échanges commerciaux (c'est plus qu'en 2015!). Les sorties de capitaux ont ralenti, mais se poursuivent. Les réserves de change diminuent moins rapidement, mais elles diminuent néanmoins.
- Le principal changement est la stabilisation de l'activité économique, après le fort ralentissement observé en 2015. Les autorités chinoises, plus inspirées dans leur communication, ont probablement réussi à rassurer les acteurs du marché et à offrir une certaine visibilité aux investisseurs internationaux.
- Toutefois, dans un contexte marqué par une dépréciation du yuan et par des prévisions de croissance révisées à la baisse, les sorties de capitaux se poursuivent. Cette fuite des capitaux ne fait plus les gros titres, mais reste une réalité...

Réserves de change de la Chine et sorties de capitaux trimestrielles (en milliards de dollars)

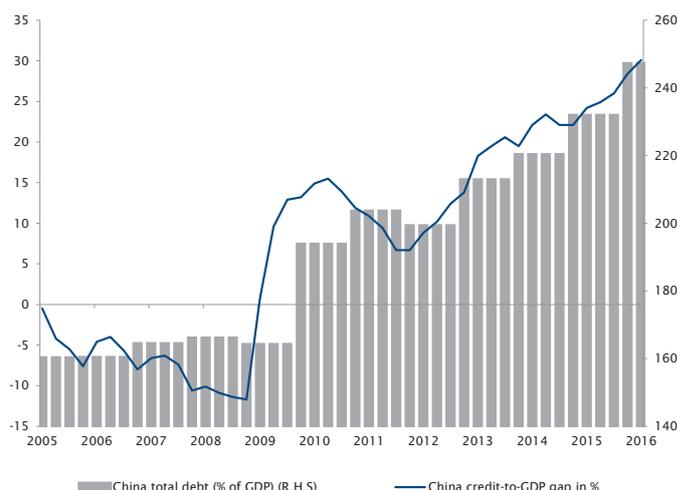


Source : Datastream, SYZ Asset Management

7. Endettement - La Chine toujours dans le rouge

- L'endettement croissant en Chine reste un motif d'inquiétude sur le territoire intérieur et à l'étranger en raison des liens qui existent entre le marché du crédit chinois et les marchés financiers internationaux. Le problème n'est pas nouveau, mais les inquiétudes sont de plus en plus fortes dans la mesure où l'endettement total de la Chine a progressé à un rythme alarmant et atteint désormais 247% du PIB.
- La crainte d'assister à une crise de la dette comme celle qui a éclaté en 2008 est légitime et les signaux alarmants sont pris au sérieux par les autorités chinoises. Le ratio endettement/PIB, qui ressort à 30,1, révèle une croissance excessive du crédit. La situation n'est pas nouvelle, mais les autorités chinoises autorisent désormais un plus grand nombre d'entreprises à se déclarer en défaut de paiement. Un journal de référence du parti communiste déclarait en mai que le surendettement était le péché originel de la Chine et que le pays ne pouvait financer sa croissance économique à long terme via l'endettement.
- Soucieux de saisir le problème de la dette à bras le corps, le gouvernement chinois a autorisé l'émission du premier CDS sur la dette chinoise en septembre. Ce produit permet aux investisseurs de se protéger contre un risque de défaut.

Hausse de l'endettement chinois



Source : Bloomberg



8. Devises - Evolution du peso mexicain en amont de l'élection présidentielle américaine

- L'élection présidentielle est sans conteste l'un des principaux facteurs expliquant la poussée de volatilité qu'a connue le peso mexicain récemment. Le mois dernier, la devise mexicaine cédait 2,5% face au dollar (-10,9% depuis le début de l'année). La candidature de Donald Trump a conditionné l'évolution du peso mexicain depuis le début du mois d'août. La monnaie mexicaine a dévissé au cours des dernières semaines, affichant une corrélation inverse aux intentions de vote en faveur du candidat républicain. Le peso mexicain se déprécie à mesure que les intentions de vote en faveur de Donald Trump augmentent.
- Fin septembre, les intentions de vote mesurées par le sondage RCP Average donnaient 44,4 au candidat républicain et 47,5 à Hillary Clinton, contre 39,1 et 49,7 respectivement à la fin du mois de mars.
- La faiblesse du peso traduit les craintes d'une dégradation des relations commerciales entre le Mexique et les Etats-Unis si Donald Trump venait à succéder à Barack Obama à la Maison-Blanche le 8 novembre.

Taux de change USD/MXN au comptant et intentions de vote en faveur de Donald Trump mesurées par le sondage Real Clear Politics Average



Source: Bloomberg

9. Or - Le métal précieux de moins en moins attractif

- L'or a joué son rôle d'actif refuge durant la forte correction des marchés actions survenue en début d'année et a vu son cours progresser jusqu'au vote en faveur du Brexit. En outre, le regain de prudence de la Fed à cette époque quant à un éventuel relèvement de ses taux directeurs a concouru à atténuer la pression haussière sur le dollar et a entraîné un rebond des cours de l'or.
- Depuis, l'once d'or s'est négociée dans une fourchette comprise entre environ 1310 et 1360 dollars, avant de se replier sous la barre des 1300 dollars après la réunion du FOMC qui a eu lieu en septembre.
- Compte tenu de la faiblesse des taux d'intérêt, de plus en plus loin en territoire négatif, les métaux précieux offrent une alternative aux investisseurs, d'autant plus à l'heure où certains pays laissent leur monnaie se déprécier. Les déclarations de moins en moins conciliantes prononcées récemment par certains membres de la Fed, les rumeurs quant à un durcissement précoce de la politique monétaire de la BCE et la hausse du dollar laissent entrevoir une orientation plus restrictive des politiques monétaires, hypothèse qui a pesé sur les cours de l'or.

Evolution des cours de l'or et du cours du dollar



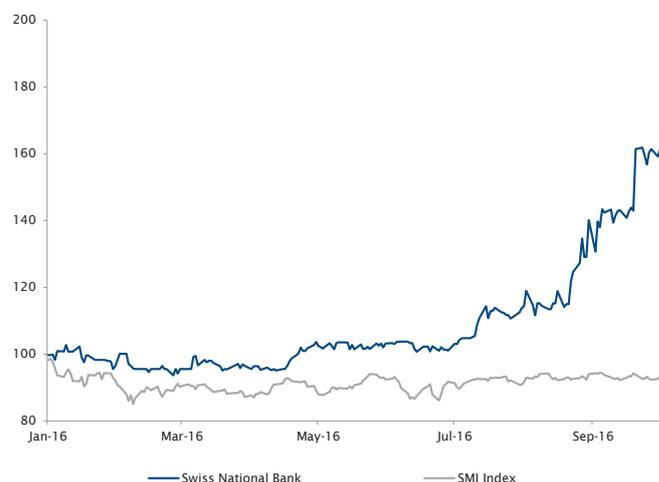
Source: Bloomberg



10. Actions - Acheter le titre Banque nationale suisse?

- Certains investisseurs ne le savent peut-être pas, mais certaines banques centrales émettent des titres cotés en bourse. La Suisse fait partie des pays dont la banque centrale émet des titres négociables. Les actions de la Banque nationale suisse (BNS) sont actuellement détenues à 45% par les cantons, à 15% par les banques cantonales et à 40% par des investisseurs privés et des entreprises. Contrairement aux détenteurs d'actions classiques, les actionnaires de la BNS ont le droit de percevoir un dividende fixe plafonné d'environ 1%. La majeure partie des bénéfices de la BNS est distribuée aux cantons et au gouvernement fédéral.
- Récemment, le cours de l'action BNS s'est envolé: il a bondi de 59% entre la fin du mois de juin et la fin du mois de septembre. La dernière fois que l'action avait connu une hausse similaire, c'était en 1997: il se murmurait à l'époque que la BNS avait l'intention de valoriser ses réserves d'or au prix du marché. La hausse observée ces derniers temps est dénuée de fondements et prête le flanc à la spéculation.

Performance de l'action Banque nationale suisse par rapport à l'indice de référence du marché suisse des actions (décembre 2015 = base 100)



Source: Bloomberg