



1 MOIS EN
10 IMAGES

Septembre 2016



Adrien Pichoud

Economist



Wanda Mottu

Analyst



Maurice Harari

Analyst

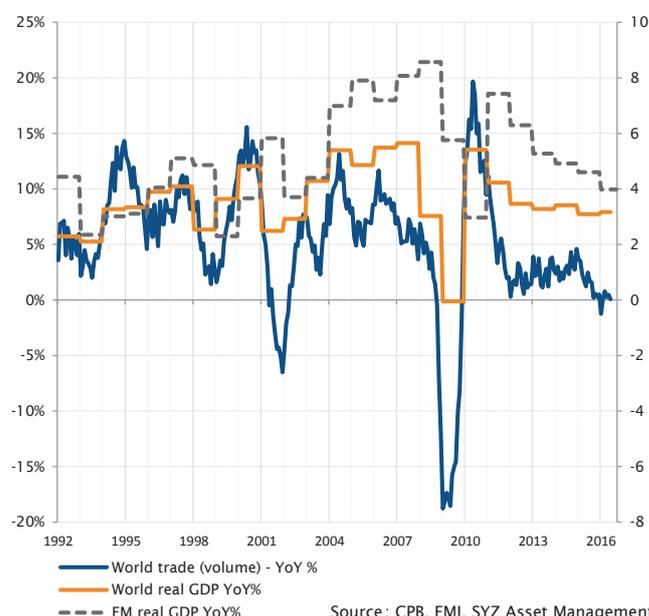
INDEX

- | | |
|--|---|
| 1. L'inertie du commerce mondial pèse sur la croissance des marchés émergents 1 | 6. La BoE pousse les taux britanniques à des niveaux planchers record 4 |
| 2. Les dépenses et les revenus des ménages américains restent solides 2 | 7. L'Australie converge vers la «nouvelle normalité» 4 |
| 3. Les contrats à terme sur les fonds fédéraux ont laissé entrevoir la possibilité d'une hausse de 0,5-0,75% lors de la réunion de septembre du FOMC 2 | 8. L'économie brésilienne a franchi le creux de la vague 5 |
| 4. Les coûts de financement des entreprises de la zone euro ont convergé 3 | 9. Le spread Libor-OIS se creuse 5 |
| 5. Impact limité du Brexit sur l'économie britannique... pour l'heure 3 | 10. La dette des marchés émergents fait désormais l'objet de très nombreuses transactions 6 |

1. L'inertie du commerce mondial pèse sur la croissance des marchés émergents

– L'écart entre la croissance du PIB des pays émergents et celle des pays développés est resté important à partir du milieu de la décennie précédente jusqu'au lendemain de la récession de 2009. Depuis, en revanche, il se comble progressivement. Certaines des causes de ce ralentissement de la croissance sont spécifiques: baisse structurelle de la croissance du PIB chinois ou ralentissement de la flambée du crédit au Brésil. À partir de 2011, la baisse des prix des matières premières et de l'énergie et, plus récemment, la vigueur du dollar US ont également constitué des vents contraires pour les économies émergentes dans leur ensemble. L'un des facteurs communs a été la faiblesse de la croissance du commerce mondial. À la différence des deux décennies précédentes durant lesquelles le commerce mondial affichait des taux de croissance annuels de 5 à 10%, les volumes réellement échangés ont quasiment stagné depuis 2011. Ce phénomène résulte d'un recul de la demande finale des grands pays développés (en particulier l'Europe) et d'un ralentissement de la tendance à l'externalisation antérieure à 2009 qui s'est traduit par un resserrement progressif des écarts de coûts de la main-d'œuvre.

Volume du commerce mondial et variation annuelle du PIB réel mondial et du PIB réel des MÉ

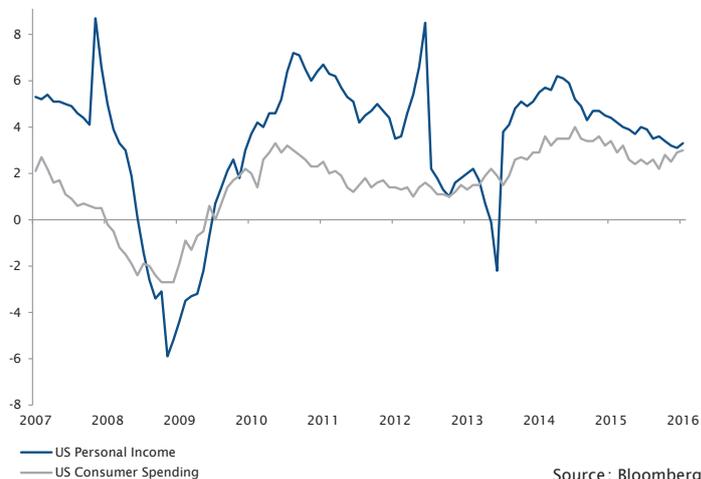


Source : CPB, FMI, SYZ Asset Management

2. Les dépenses et les revenus des ménages américains restent solides

- Alors que la croissance économique a été légèrement revue à la baisse au deuxième trimestre (1,1% contre une estimation initiale de 1,2%), la consommation intérieure et le revenu des ménages continuent d'être solides et soutiennent l'activité économique.
- Les dépenses de consommation, qui représentent les deux tiers du PIB américain, ont augmenté pour le quatrième mois consécutif avec un gain de 0,3% en juillet, chiffre légèrement inférieur à celui de juin (+0,5%), mais conforme aux attentes. Ce chiffre témoigne de la confiance persistante des consommateurs, qui est elle-même étayée par une solide croissance de l'emploi dans un contexte de taux d'intérêt peu élevés et de faibles prix du carburant. L'association entre les dépenses des ménages, les créations d'emplois et le taux de chômage actuel aux États-Unis pourrait être considérée comme le signe que la Fed a atteint son objectif de normalisation; les investisseurs peuvent donc commencer à anticiper une nouvelle hausse des taux.

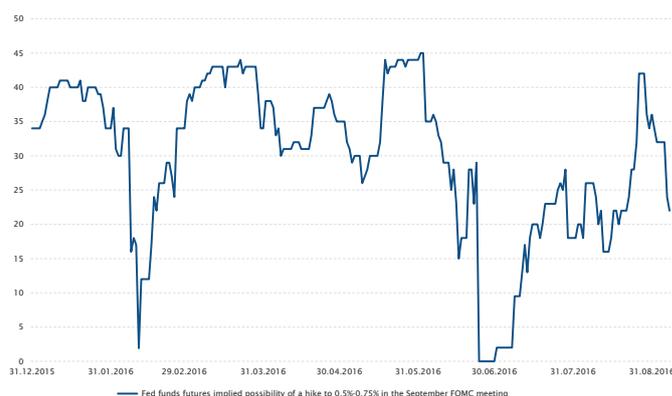
Évolution annuelle des dépenses et des revenus des ménages américains



3. Les contrats à terme sur les fonds fédéraux ont laissé entrevoir la possibilité d'une hausse de 0,5-0,75% lors de la réunion de septembre du FOMC

- Peu d'événements sont venus perturber la trêve estivale sur les marchés financiers. Le principal développement au plan international a concerné la probabilité accrue d'un relèvement des taux de la Fed ces prochains mois (septembre et décembre), induite tout d'abord par les très bons chiffres de l'emploi en juillet aux États-Unis publiés au début du mois, puis par le ton plus ferme qu'attendu de certains membres de la Fed, notamment du vice-président Stanley Fischer. Toutefois, face à des chiffres de l'emploi relativement faibles en août et à des données ISM décevantes, les attentes des marchés quant à la probabilité d'une hausse des taux de la Fed cette année ont brusquement baissé. L'occasion qui se présentait début août est donc peut-être lentement en train de disparaître.
- La réunion de septembre du FOMC sera suivie de très près par le marché. Toutefois, auparavant, certaines données importantes comme les ventes au détail ou l'enquête ESM de la Fed de New York pourraient faire évoluer les contrats à terme des fonds fédéraux et la probabilité implicite d'une hausse des taux de la Fed.

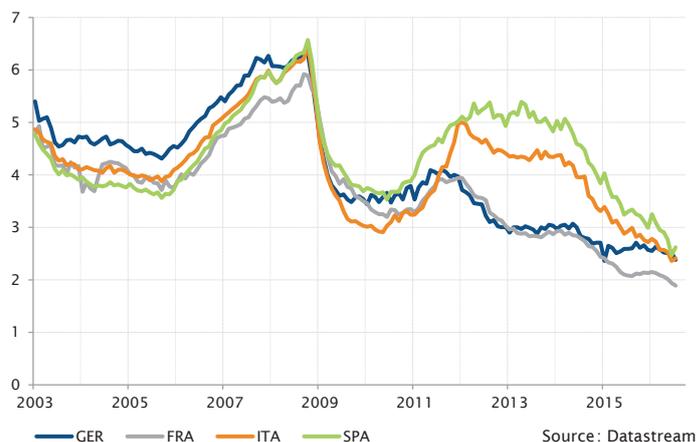
Probabilité implicite d'une hausse de 25 pb le 21 septembre



4. Les coûts de financement des entreprises de la zone euro ont convergé

- De fortes divergences dans les coûts de financement nationaux sont apparues lors de la crise souveraine et ont renforcé l'écart de croissance entre les économies «au cœur» de l'Europe et les économies «périphériques» déjà causé par le processus d'assainissement budgétaire. L'un des principaux objectifs de la BCE a été de réduire cet écart. Assurer une transmission efficace et généralisée de la politique monétaire très accommodante de la BCE a été le moteur des politiques mises en œuvre comme les taux de dépôt négatifs, les injections de liquidités conditionnelles ou l'acquisition d'obligations d'entreprise. Et cela a fonctionné! Alors qu'ils étaient nettement plus élevés en Italie ou en Espagne qu'en Allemagne il y a deux ans, les taux bancaires des prêts commerciaux évoluent désormais à des niveaux semblables.
- Cet assouplissement des conditions de financement a permis une reprise (quoique lente) de la croissance du crédit. Des contraintes demeurent tant du côté de l'offre que de celui de la demande de crédit. Mais les politiques de la BCE ont réussi à créer un environnement dans lequel les liquidités sont disponibles à des taux attractifs lorsque les banques et les entreprises en ont besoin.

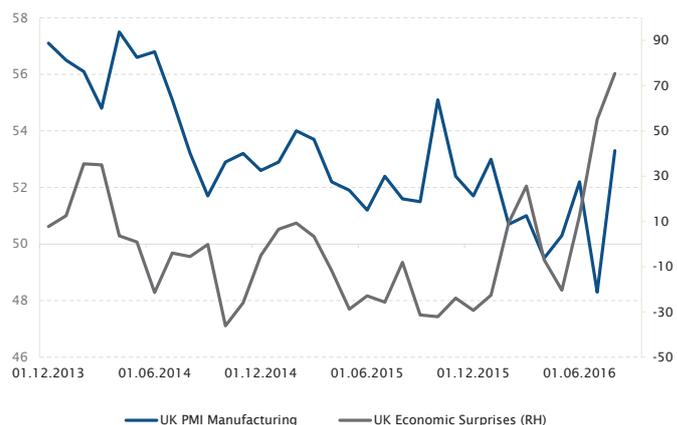
Taux moyen des prêts bancaires aux entreprises non financières par pays



5. Impact limité du Brexit sur l'économie britannique... pour l'heure

- Suite au vote en faveur du Brexit en juin, l'incertitude reste élevée au Royaume-Uni en raison des craintes liées au futur processus de négociation avec l'Europe et aux effets ambigus qu'il aura.
- Au Royaume-Uni, les données économiques se sont effondrées immédiatement après le vote, mais elles se sont déjà redressées deux mois plus tard (si l'on en juge, par exemple, par l'indice PMI manufacturier et l'indice des surprises économiques). L'indice des surprises économiques du Royaume-Uni, calculé par Citi, a même atteint son plus haut niveau depuis 3 ans.
- Par ailleurs, les ventes au détail ont récemment été beaucoup plus vigoureuses que prévu. L'affaiblissement de la monnaie, associé à des conditions météorologiques plus favorables en juillet, a en partie contribué à cette embellie. Tous ces indicateurs laissent penser que, pour l'heure, l'économie britannique est plus résistante que prévu, mais la situation restera fragile tant que l'on manquera de visibilité quant aux conséquences du vote et à la façon dont le résultat sera appliqué.

Indice PMI manufacturier britannique et indice britannique des surprises économiques



6. La BoE pousse les taux britanniques à des niveaux planchers record

- Suite au référendum de juin en faveur du Brexit, une réaction de la Banque d'Angleterre avait été largement anticipée compte tenu de ses avertissements répétés concernant l'impact négatif probable d'une sortie de l'UE. La BoE a décidé d'attendre juillet, puis elle a fini par annoncer en août un important train de mesures d'assouplissement monétaire.
- Elle ne s'est pas contentée de réduire le taux à court terme de 25 pb pour le porter à un nouveau plancher de 0,25%, puisqu'elle a également annoncé la reprise de son programme d'achat d'actifs, y compris d'obligations d'État et d'entreprises pour un total de GBP 70 milliards. Enfin, elle a lancé un programme visant à fournir des liquidités à des taux très bas aux banques disposées à prêter à l'économie réelle. Un train de mesures qui ressemble beaucoup à la politique menée actuellement par la BCE. Suite à cette annonce, les taux en GBP ont chuté pour atteindre de nouveaux planchers historiques. Les spreads des obligations d'entreprise se sont également resserrés de façon marquée.

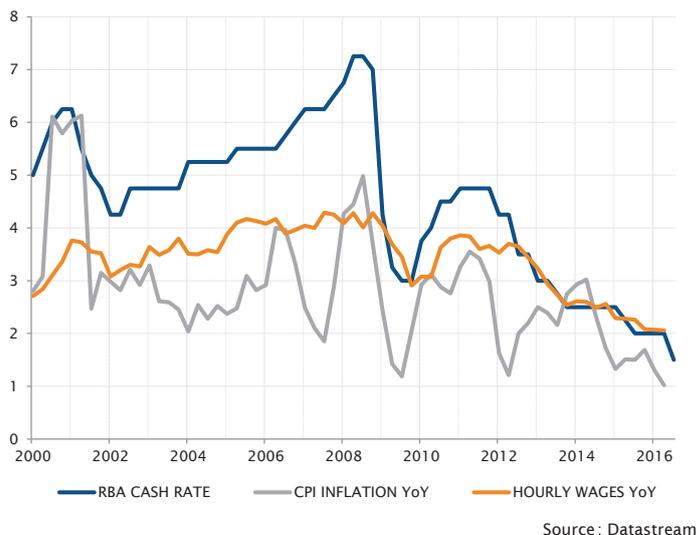
Taux des obligations d'État britanniques à 10 et 5 ans



7. L'Australie converge vers la «nouvelle normalité»

- L'économie australienne s'en tire nettement que ses homologues des pays développés depuis 2009 avec, en moyenne, une croissance du PIB proche de 3% et une inflation à 2%.
- Toutefois, le ralentissement de la Chine et le recul des prix des matières premières semblent entraîner le pays vers cette «nouvelle normalité» marquée par une faible croissance réelle et nominale.
- Pour compenser les conséquences négatives de la baisse des exportations vers la Chine et de la faiblesse des investissements des entreprises, la banque centrale assouplit régulièrement les conditions monétaires, portant le taux de base à un niveau plancher historique de 1,5% en août. Cet assouplissement a soutenu la demande intérieure, mais n'a pas empêché la croissance des salaires de ralentir. Jusqu'à l'an passé, la dépréciation de l'AUD avait maintenu l'inflation autour de 2%, mais le raffermissement de la monnaie cette année accroît les pressions désinflationnistes. Malgré tous les efforts de la banque centrale et le fait que la croissance reste plus élevée que dans le monde occidental, l'Australie semble suivre inexorablement la même trajectoire que celle du Japon, de l'Europe et plus récemment des États-Unis.

Inflation des prix et des salaires en Australie et taux de base de la banque centrale





8. L'économie brésilienne a franchi le creux de la vague

- L'économie brésilienne a montré quelques signes d'amélioration ces derniers mois. La production industrielle a augmenté cet été après deux années de déclin quasi ininterrompu. La confiance des consommateurs et des entreprises continue de progresser et le FMI a récemment révisé à la hausse sa projection concernant le PIB du pays en 2017 en tablant sur une modeste augmentation de 0,5% (contre une croissance nulle auparavant).
- Sur le front politique, le sénat a officiellement voté en faveur de la destitution de Dilma Rousseff suite au scandale de corruption au sein du gouvernement brésilien. Cela permettra au gouvernement de Temer, plus favorable aux entreprises, d'engager les réformes nécessaires attendues.
- En matière de politique monétaire, la BCB devient plus conciliante, ce qui laisse entrevoir un éventuel cycle d'assouplissement dans les prochains mois.
- Néanmoins, sur le plan négatif, les consommateurs continuent de souffrir dans la mesure où les revenus ne cessent de diminuer et où le taux de chômage dépasse le seuil des 11%. Par ailleurs, le Président aura également la lourde tâche de réduire le déficit budgétaire.
- Au final, les performances de l'économie brésilienne et de son marché boursier l'an prochain dépendront en grande partie de l'évolution et de la mise en œuvre des réformes les plus importantes.

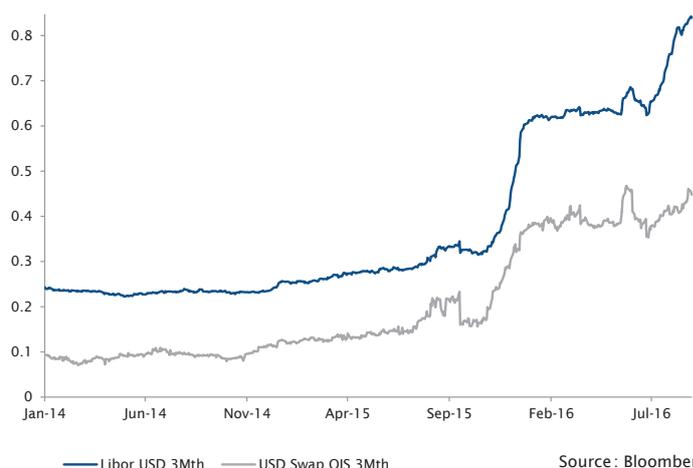
Indices de confiance des entreprises et des consommateurs brésiliens



9. Le spread Libor-OIS se creuse

- Le spread Libor-OIS, qui représente la différence entre un taux d'intérêt dont le crédit est une des composantes et un taux d'intérêt sans risque de crédit, a récemment clignoté sur les écrans des investisseurs.
- Un certain nombre d'investisseurs commencent à se demander si l'évolution haussière du spread pourrait être interprétée comme un indicateur avancé des tensions qui s'accumulent au sein du marché. D'une part, dans la mesure où le taux Libor part d'un niveau extrêmement bas, la hausse pourrait être due à des facteurs techniques comme le fait qu'un nombre inférieur d'investisseurs achètent sur ce marché par rapport à d'autres marchés. De l'autre, la SEC a mis en place un nouvel ensemble de règles relatives aux fonds du marché monétaire qui devraient ralentir l'achat d'obligations d'entreprise à court terme et accélérer l'achat d'obligations d'État à court terme, entraînant une hausse des spreads.
- Bien que les deux explications soient plausibles, il est préférable pour les investisseurs de continuer à suivre de près l'évolution du spread Libor-OIS.

Taux Libor USD à trois mois et swaps OIS USD à trois mois



Source : Bloomberg

10. La dette des marchés émergents fait désormais l'objet de très nombreuses transactions

- Après un début d'année difficile, le regain d'appétit pour le risque s'est traduit par une solide performance des actifs des marchés émergents depuis février. La dette des marchés émergents est l'une des classes d'actifs les plus performantes, les titres de créance libellés en devise forte et en monnaie locale ayant respectivement progressé de +10,2% et +14,6% depuis le début de l'année (contre +6% pour l'indice généralisé américain).
- L'association entre l'affaiblissement du dollar, l'attitude accommodante des banques centrales dans la plupart des pays et le fait que les fondamentaux des économies émergentes sont plus sains que par le passé a attiré les flux d'investissement.
- Ce mouvement de reprise des actifs émergents pourrait rapidement s'effriter si la Fed devenait plus agressive dans son cycle de resserrement, dont la première conséquence serait un raffermissement du dollar. Des pressions supplémentaires s'exerceraient sur les devises et les marchés actions des pays émergents, entraînant une augmentation des sorties de capitaux, etc.
- En revanche, certaines obligations périphériques (comme la dette portugaise libellée en dollar) se négocient actuellement avec un rendement équivalent à celui de certaines obligations émergentes libellées en devises fortes, offrant ainsi la possibilité d'analyser la valeur relative.

Rendements à l'échéance de l'indice JPM EMBI+ Composite et de l'obligation Portugal 5,125% 2024



Source : Bloomberg