

**USD 4000 mia**

Réserves de change accumulées par la Banque populaire de Chine après la crise financière  
Page 2-3

**+0,5%**

Taux de croissance (annualisé) de l'économie américaine au premier trimestre 2016, le plus bas depuis le premier trimestre 2014  
Page 4

**50,1**

Niveau de l'indice PMI manufacturier officiel pour la Chine en avril, reflétant une expansion timide de l'activité  
Page 5

**0,71x**

Ratio cours/actifs nets (PBR) pour les banques européennes à fin avril, en hausse par rapport au mois de février (0,60x)  
Page 6

**-8,3%**

Repli du dollar face à l'euro de fin novembre 2015 à début mai 2016  
Page 8

**1,6%**

Performance de l'indice MSCI World en avril (en USD)  
Page 10

**15,6%**

Hausse impressionnante des cours de l'argent en avril  
Page 11

**400-600 pb**

Rendement supplémentaire offert par les obligations à haut rendement et les obligations souveraines émergentes par rapport aux obligations d'Etat sans risque  
Page 12

Regain d'appétit pour le risque sur fond d'embellie en Europe et sur les marchés émergents

*Mai 2016*

# Perspectives

### *La crédibilité des banques centrales à l'épreuve*



Cesar Perez Ruiz  
Directeur des investissements  
Pictet Wealth Management

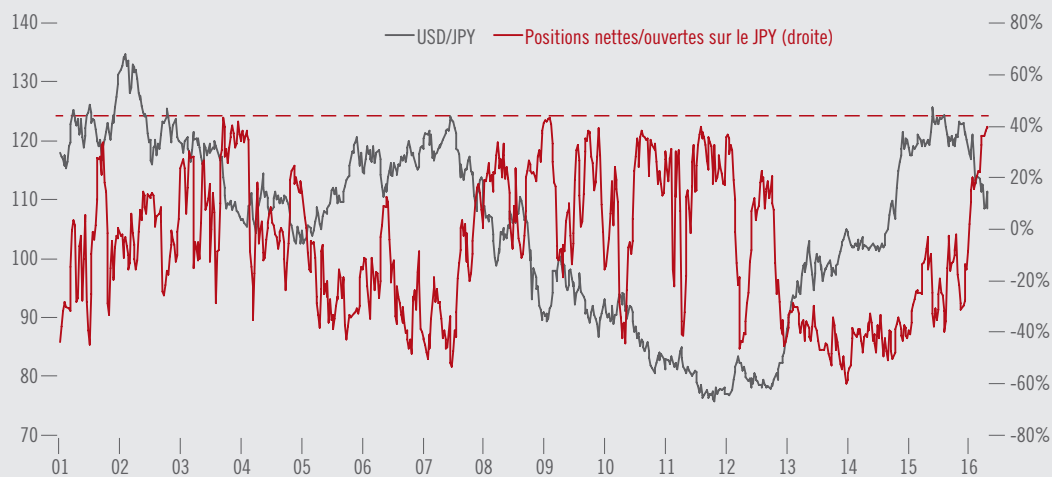
L'action des banques centrales, à commencer par le premier assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale américaine (Fed) fin 2008, a permis d'enrayer la crise financière, les baisses de taux successives ayant aidé entreprises et ménages occidentaux à se désendetter. Une fois la reprise américaine amorcée, la Banque du Japon (BoJ) et la Banque centrale européenne (BCE) ont lancé des politiques volontaristes. Si l'engagement des banques centrales a joué un rôle fondamental dans l'évolution des valorisations, la désynchronisation des politiques monétaires a engendré de la volatilité sur les marchés d'actifs. Et leur crédibilité est menacée: malgré près de huit ans de mesures toujours plus accommodantes, l'inflation reste basse dans beaucoup d'économies avancées et la croissance mondiale est anémique.

La deuxième série d'opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO II) de la BCE, dévoilée en mars, témoigne d'ailleurs de l'impact de la crédibilité des banques centrales sur la confiance des marchés. En décembre dernier, la BCE a opté pour des taux de dépôt négatifs, espérant doper croissance et inflation. Mais les répercussions sur les marges des banques, déjà sous pression, n'ont pas tardé à apparaître. La BCE a voulu traiter ce problème avec le TLTRO II trois mois plus tard. Ce dispositif permet de détendre le contexte monétaire et de soutenir le crédit au secteur privé (au moins à la marge), mais aussi de compenser la pression des taux négatifs en «payant» les banques pour qu'elles prêtent. Point clé: les détails du TLTRO II et les nouvelles mesures (notamment l'achat d'obligations d'entreprise) étayaient la thèse d'une BCE qui devrait continuer à mener une politique flexible mais déterminée pour stabiliser l'économie européenne.

Les mots de son président, Mario Draghi, qui affirmait en juillet 2012 que la BCE ferait tout ce qu'il faudrait pour sauver l'euro, sont d'ailleurs considérés comme un tournant dans la crise de la dette de la zone euro. Aujourd'hui, la BCE utilise ses outils pour relancer le crédit et aider le secteur bancaire, dont les actions ont bien réagi. Et des signes montrent que ces mesures commencent à avoir un effet sur l'économie réelle: dans la zone euro, au premier trimestre, la croissance du crédit a ainsi renoué avec les niveaux de 2011.

Les résultats apparaissent en revanche plus mitigés au Japon pour le moment. Les taux d'intérêt négatifs adoptés en janvier n'ont pas enrayer la progression du yen et les derniers chiffres de l'inflation jettent un sérieux doute sur la capacité de la BoJ à atteindre son objectif de 2% dans un avenir proche. Les pressions s'étaient donc accentuées pour qu'elle adopte, lors de sa réunion de fin avril, de nouvelles mesures de relance et/ou, à l'instar de la BCE, une approche flexible face aux taux négatifs. En l'occurrence, la BoJ a choisi le statu quo, au risque de renforcer les doutes sur ses mécanismes de réponse et de générer une progression plus forte et plus déstabilisante du yen. Le gouverneur de la BoJ, Haruhiko Kuroda, a justifié l'inaction en expliquant qu'il fallait du temps pour que les effets conjoints de l'assouplissement quantitatif et des taux négatifs se fassent sentir. Mais le marché a réagi en faisant remonter la prime de risque exigée sur les actifs nippons alors que l'appréciation continue du yen accentue encore les pressions pesant sur la BoJ, qui pourrait être forcée d'agir ultérieurement.

LA CRÉDIBILITÉ DE LA BOJ EST EN JEU: % DE VARIATION DU DOLLAR PAR RAPPORT AU YEN ET % DE POSITIONS NETTES EN YENS



Sources: Pictet WM – AA&MR, Datastream, CFTC, 2 mai 2016

La Banque populaire de Chine (PBoC) est elle aussi sous pression. Au lendemain de la crise financière de 2008, elle est massivement intervenue sur le marché des changes pour empêcher le yuan de s'envoler, accumulant 4000 milliards de dollars de réserves. Mais sa gestion récente du renminbi s'est avérée plus fébrile et la devise a fluctué. Conséquence: les capitaux ont fui le pays et la PBoC a dû de nouveau utiliser une partie de ses réserves pour défendre la monnaie, ce qui explique les turbulences boursières du début d'année. La situation semble certes s'apaiser grâce au renforcement du contrôle des capitaux, mais la confiance dans les capacités de la PBoC n'est pas encore pleinement restaurée.

Bref, si les banques centrales continuent à jouer un rôle essentiel dans la stabilité des marchés, leur possible perte de crédibilité constitue actuellement la principale menace pour les marchés.

Les banques centrales vont selon toute vraisemblance essayer de relancer la croissance et l'inflation. Pour cela, elles devront faire des essais et des erreurs en utilisant des outils non conventionnels car, sauf à risquer des conséquences néfastes, leur marge de manœuvre en termes de taux est désormais limitée (voire inexistante). C'est la raison pour laquelle elles soulignent de plus en plus la nécessité d'actions budgétaires (décaler la hausse de la TVA au Japon ou alléger la fiscalité et augmenter les dépenses d'infrastructures en Europe). Certains ont même évoqué *l'helicopter money*, expérience inédite où les banques centrales créent de la monnaie pour financer les dépenses publiques au lieu d'acheter des obligations comme elles l'ont fait avec les assouplissements quantitatifs. Contrairement aux taux d'intérêt, *l'helicopter money* n'aurait pas besoin d'une hausse des emprunts pour fonctionner. Il serait simple à appliquer au Japon, où des bons d'achat à durée limitée ont été distribués par le passé. En Europe, comme l'a récemment souligné Mario Draghi, les choses seraient plus complexes. Mais quoi qu'il advienne, les banques centrales poursuivront la relance. Espérons simplement que les marchés ne perdront pas patience.

## L'Europe se raffermi, les Etats-Unis déçoivent et la Chine offre un certain répit

Les données conjoncturelles s'avèrent relativement robustes en Europe. Par contre, nous avons légèrement réduit nos perspectives de croissance pour les Etats-Unis. Et bien qu'un atterrissage brutal ait été évité en Chine, nous restons préoccupés par le montant des crédits injectés dans l'économie.

Christophe Donay, Bernard Lambert, Nadia Gharbi et Frederik Ducrozet

**🚩** Malgré les nouvelles encourageantes venant de la zone euro, qui a bénéficié des largesses de la BCE, l'efficacité des mesures radicales prises par les banques centrales en vue d'orienter la croissance vers une trajectoire plus porteuse est remise en question au Japon.

Lors de sa réunion de politique monétaire d'avril, la Fed s'est montrée circonspecte quant à la date de son prochain relèvement de taux. Le récent accès de faiblesse du dollar, le rebond des marchés, des statistiques relativement bonnes en matière d'emploi et une atténuation des tensions sur les marchés émergents laissent penser que la Fed pourrait se permettre une approche moins accommodante. En même temps, les perspectives de faible inflation et les chiffres habituellement médiocres du PIB au premier trimestre semblent justifier quelque peu la prudence de la Fed. Il se pourrait aussi que la Fed préfère attendre le résultat du référendum sur le Brexit au Royaume-Uni (le 23 juin) avant de décider de ses prochaines mesures. Notre scénario central pour 2016-17 part de l'hypothèse que le Royaume-Uni va rester dans l'Union européenne, mais le résultat du référendum demeure très incertain. Au sein de la zone euro, les indicateurs avancés tels que l'expansion du crédit et les sondages auprès des directeurs d'achat restent relativement encourageants.

Les cours du pétrole n'ont reculé que très brièvement après l'échec, en avril de la réunion de Doha visant à limiter la production de brut, avant de repartir rapidement à la hausse vers les 45 dollars le baril, signe manifeste que les prix pétroliers avaient atteint un plus bas cyclique à environ 30 dollars au début de l'année. Cette évolution donne un coup de fouet bienvenu à certains marchés émergents, tandis que l'amélioration plus générale du moral des investisseurs confirme que les capitaux sont en train de revenir sur les marchés émergents. Certains signes encourageants sont aussi apparus en Chine en avril, avec notamment un rebond des exportations et des bénéfices industriels. Mais l'augmentation de la dette du secteur privé y reste – à raison – une source d'inquiétude.

La hausse du yen depuis l'introduction par la Banque du Japon (BoJ) de taux de dépôt négatifs en janvier semblait déjà indiquer un manque de confiance dans sa capacité à maîtriser sa monnaie et à relancer l'inflation. Fin avril, la BoJ a décidé de renoncer à prendre de nouvelles initiatives significatives à ce niveau. Bien que la BCE ait entrepris de compenser les effets des taux de dépôt négatifs sur les banques de la zone euro, l'échec apparent des taux négatifs de la BoJ appelle à se poser des questions sur les mérites de quelques-unes des mesures monétaires les plus radicales introduites pour soutenir la croissance.

### La Fed pourrait attendre septembre pour relever ses taux

Les chiffres du PIB américain ont confirmé que la croissance avait été particulièrement anémique au premier trimestre: +0,5% en variation trimestrielle annualisée, le taux de progression le plus faible depuis le premier trimestre de 2014. La croissance a continué de pâtir de la dégradation du commerce, de l'effondrement des investissements dans le secteur pétrolier et d'un rythme de reconstitution des stocks en baisse. Une progression ralentie de la consommation et une contraction inattendue des investissements en biens d'équipement ont également pesé sur la croissance au premier trimestre. Malheureusement, le manque de dynamisme de l'économie américaine semble se prolonger. Les conditions financières se sont toutefois sensiblement détendues depuis janvier, l'impact négatif de l'effondrement des investissements dans le secteur pétrolier va diminuer progressivement, et les perspectives en matière de consommation et de construction de logements restent relativement favorables. Estimant toujours un ralentissement conjoncturel sérieux aux Etats-Unis improbable cette année, nous tablons sur un rebond significatif de la croissance du PIB aux deuxième et troisième trimestres. Nous réduisons cependant nos prévisions de croissance moyenne pour 2016 de 2,0% à 1,8%. Toutefois, il s'agit là d'un taux toujours relativement robuste, en ligne avec la

### LE PIB RÉEL AMÉRICAIN ET SES COMPOSANTES: VARIATION TRIMESTRIELLE ANNUALISÉE

	Pondérations	T2 15	T3 15	T4 15	T1 16
Consommation des ménages	68,4%	+3,6%	+3,0%	+2,4%	+1,9%
Investissement résidentiel	3,4%	+9,3%	+8,2%	+10,1%	+14,8%
Investissement non résidentiel	12,7%	+4,1%	+2,6%	-2,1%	-5,9%
Dépenses publiques	17,8%	+2,6%	+1,8%	+0,1%	+1,2%
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>102,3%</b>	<b>+3,7%</b>	<b>+2,9%</b>	<b>+1,7%</b>	<b>+1,2%</b>
Exportations	12,6%	+5,1%	+0,7%	-2,0%	-2,6%
<b>Demande finale</b>	<b>114,9%</b>	<b>+3,8%</b>	<b>+2,7%</b>	<b>+1,3%</b>	<b>+0,8%</b>
Constitution de stocks (contribution)	0,6%	+0,0%	-0,7%	-0,2%	-0,3%
moins les Importations	15,5%	+3,0%	+2,3%	-0,7%	-0,2%
<b>PIB</b>	<b>100%</b>	<b>+3,9%</b>	<b>+2,0%</b>	<b>+1,4%</b>	<b>+0,5%</b>

Sources: Pictet WM - AA&MR, BEA

croissance potentielle de l'économie (actuellement voisine de 1,75%).

Le communiqué du Comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) publié le 27 avril a laissé la porte ouverte à un éventuel relèvement des taux en juin, sans toutefois indiquer qu'une telle possibilité était plus sérieusement envisagée que précédemment. Les données conjoncturelles ne devraient pas s'améliorer de façon décisive d'ici la réunion de juin du FOMC. Par ailleurs, le référendum britannique sur le Brexit aura lieu

---

**Les indicateurs avancés nous permettent de confirmer nos prévisions de croissance pour la zone euro en 2016: +1,8%, un chiffre supérieur au consensus**

---

le 23 juin, une semaine après cette réunion. Bien qu'un relèvement en juin (ou juillet) reste possible, le scénario le plus probable semble désormais que le FOMC maintienne ses taux inchangés en juin et ne les augmente qu'une seule fois en 2016, probablement en septembre. Pour 2017, nous tablons toujours sur trois relèvements supplémentaires de 25 points de base chacun.

**Pas de reprise de l'inflation dans la zone euro avant la dernière partie de l'année**

Le PIB réel de la zone euro a nettement accéléré au premier trimestre (+0,6% en variation trimestrielle, contre +0,3% au quatrième trimestre), surperformant celui de la plupart des autres pays développés. Cette remarquable résilience face à un environnement mondial difficile a été, une fois de plus, le résultat d'une forte demande intérieure – le principal moteur de croissance de la zone euro depuis plus de deux ans maintenant. Au cours des prochains mois, la consommation des ménages devrait bénéficier de l'embellie sur le marché du travail, tandis que l'investissement devrait poursuivre son redressement, profitant des mesures prises par la BCE. Au premier trimestre, le crédit bancaire au secteur privé a progressé à son rythme le plus rapide depuis 2009 et la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire de la BCE pointe vers une poursuite de l'amélioration, malgré les effets néfastes des taux négatifs sur la rentabilité des banques. Bien que les risques de ralentissement subsistent, ne serait-ce qu'en raison de la faiblesse de la croissance mondiale et des incertitudes politiques en Europe, nous avons maintenu notre prévision de +1,8% en 2016 pour le PIB de la zone euro – un niveau supérieur au consensus.

Par ailleurs, l'inflation est retombée en territoire négatif, à -0,2% en avril, mais – pour un certain nombre de raisons – la BCE ne devrait pas surréagir. Premièrement, l'inflation sous-jacente a augmenté légèrement depuis plus d'un an, pour atteindre environ 1% selon nos estimations. Deuxièmement, les prévisions de la BCE, qui avaient été fortement revues à

la baisse en mars, semblent désormais plus réalistes pour la première fois depuis des années. Troisièmement, la hausse des prix pétroliers devrait plus que compenser la vigueur de la monnaie, jusqu'à ce que les effets de base commencent à se manifester plus tard cette année.

En somme, le bon niveau des indices économiques et des prix ont renforcé le message de la BCE selon lequel les mesures de relance s'avèrent efficaces. Il faudra toutefois plus de temps, comme l'a souligné Mario Draghi. Au cours des prochains mois, la BCE devrait donc se concentrer sur la mise en œuvre de son plan de relance de mars, et notamment du programme TLTRO II et des achats d'obligations d'entreprise au deuxième trimestre.

**L'économie chinoise se stabilise**

Les derniers chiffres mensuels pour la Chine nous portent à croire qu'un atterrissage brutal devrait être évité – du moins dans l'immédiat – et laissent même envisager une croissance du PIB réel en 2016 supérieure à notre prévision de 6,5%. Au premier trimestre, le PIB réel a progressé de 6,7% en glissement annuel, contre 6,8% au dernier trimestre 2015, soit une baisse minime. L'indice officiel des directeurs d'achat du secteur manufacturier (PMI) a légèrement reculé en avril à 50,1, contre 50,2 en mars. Cependant, l'indice montre que l'activité manufacturière progresse, à l'instar du PMI du secteur non manufacturier (services et construction), lequel a baissé de 53,8 en mars à 53,5 en avril. Alors que la croissance des services demeure robuste, le ralentissement du secteur manufacturier semble s'être atténué.

En attendant, les autorités ont pris les mesures appropriées en vue de stabiliser le renminbi. Celui-ci s'est même légèrement apprécié par rapport au dollar américain, bien que la récente faiblesse du billet vert face aux autres grandes monnaies y ait contribué, sous l'effet de l'attitude accommodante de la Fed. De ce fait, les sorties de capitaux de la Chine ont légèrement diminué, tout en restant élevées. Les résultats des entreprises, meilleurs que prévu, constituent un autre élément incitant à l'optimisme pour la Chine.

Toutefois, le volume de crédit injecté dans l'économie reste un sujet de préoccupation. Le financement social total (c.-à-d. le montant global des prêts à l'économie) a bondi à 2300 milliards de renminbis (RMB) en mars, contre RMB 780 milliards en février. Bien qu'en baisse par rapport au record de RMB 3400 milliards en janvier, ce niveau reste excessif. Fait inquiétant, l'activité dans le secteur bancaire parallèle (*shadow banking*), peu contrôlé, s'est également renforcée. La croissance rapide du crédit destiné à financer les investissements en infrastructures contribuera à aggraver les déséquilibres dans l'économie. Par ailleurs, la stabilisation de la croissance économique résulte en partie de la relance du secteur immobilier. Les graves problèmes structurels de la Chine sont donc loin d'être résolus, même si les bonnes statistiques donnent, pour le moment, un certain répit aux marchés.

## Les actions européennes ont encore un peu de potentiel mais restent chères

Les accès de volatilité au sein des différentes classes d'actifs continuent de susciter des opportunités pour l'approche tactique que nous privilégions actuellement. Notre positionnement actuel est en effet principalement déterminé par le léger potentiel supplémentaire que les actions européennes nous semblent présenter et par les doutes concernant les obligations d'Etat de référence face à la lente progression des chiffres de l'inflation et de la croissance.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet et Alexandre Tavazzi


### MARCHÉS FINANCIERS

Performance en % des indices financiers en monnaies locales. Données arrêtées au 29.04.2016

		Indice	Depuis le 31.12.2015	Mois précédent
Actions USA*	USD	S&P 500	1.7%	0.4%
Actions Europe*	EUR	Stoxx600	-5.3%	1.9%
Actions marchés émergents*	USD	MSCI Emerging Markets	6.4%	0.6%
Obligations souveraines US*	USD	ML Treasury Master	3.2%	-0.1%
Oblig. d'entreprise <i>investment grade</i> US*	USD	ML Corp Master	5.3%	1.3%
Oblig. d'entreprise à haut rendement US*	USD	ML US High Yield Master II	7.3%	4.0%
Hedge funds	USD	Credit Suisse Tremont Index Global**	-2.2%	0.3%
Matières premières	USD	Reuters Commodities Index	4.8%	8.3%
Or	USD	Gold Troy Ounce	21.6%	4.7%

Sources: Pictet WM - AA&MR, Datastream, Bloomberg

\* dividendes/coupons réinvestis \*\* fin mars 2016

 Les perspectives des banques européennes semblaient s'améliorer en avril à la faveur des récentes annonces de la BCE et la volatilité du marché a diminué. Mais l'inaction de la Banque du Japon face à la vigueur du yen a fini par faire perdre patience aux investisseurs.

### Le potentiel des actifs européens n'est pas épuisé

La hausse récente des rendements obligataires laisse penser que les investisseurs estiment que l'économie et les marchés financiers ont trouvé leurs marques, même si cette hausse semble encore limitée, notamment en regard du rebond des prix du pétrole depuis qu'ils ont atteint ce qui semble constituer un plancher cyclique d'environ USD 30 le baril en janvier. Bien que quelques remous aient agité l'inflation sous-jacente, le marché n'intègre toujours pas de hausses supplémentaires des taux à long terme. En conséquence, les performances des obligations de référence à 10 ans pourraient être négatives cette année.

Un certain regain de confiance transparait également dans le resserrement des *spreads* des obligations d'entreprise. Nul doute que les marchés européens du crédit ont été aidés par la Banque centrale européenne (BCE), et notamment par l'annonce selon laquelle

elle achèterait des obligations d'entreprise dans un large éventail de secteurs. Il y a donc de bonnes raisons de rester optimiste face au crédit européen, tout au moins à court terme. Sur le marché américain du *high yield*, les *spreads* se sont considérablement amplifiés en début d'année en raison des perspectives apparemment désastreuses des secteurs de l'énergie et de l'extraction minière. Ils se sont resserrés depuis, mais les obligations américaines non classées *investment grade* restent attrayantes dans un environnement caractérisé par une croissance économique modeste mais constante et de faibles taux d'inflation et de défaut.

Des deux côtés de l'Atlantique, les bénéfiques du premier trimestre ont créé la surprise en dépassant des attentes généralement peu élevées, même si la dynamique des bénéfiques est restée médiocre dans certains secteurs comme la technologie et la distribution. A notre avis, le rebond des actions est près du sommet, mais les indices actions européens pourraient encore afficher de légères hausses à la faveur du solide soutien apporté par la BCE au secteur bancaire. Grâce aux banques, les attentes de bénéfiques des actions européennes ont progressé de façon marquée, et les valeurs énergétiques

pourraient également jouer un rôle limité dans le relèvement supplémentaire de ces indices actions européens. Pourtant, les actions européennes se négocient actuellement à des ratios cours/bénéfices anticipés au-delà de 15x, nettement supérieurs à la moyenne historique de 13x. Les ratios cours/bénéfices anticipés des actions américaines sont également supérieurs à leur moyenne historique. Sauf changement important dans les fondamentaux économiques, il sera difficile pour les indices européens de rebondir de plus de quelques points (même en tenant compte des réactions excessives du marché). Nous maintenons donc notre positionnement tactique, estimant que les risques associés au «Brexit» ont déjà été amplement pris en compte dans la valeur de la livre sterling. Nous restons toutefois globalement neutres vis-à-vis des actions britanniques dans l'attente du référendum du 23 juin.

### Les actions européennes rattraperont-elles leur retard?

L'application de taux négatifs en Europe et au Japon avait pénalisé le secteur bancaire et les marchés actions des deux régions. Depuis l'explication détaillée par Mario Draghi du plan de la BCE d'achat d'obligations, il semble que sa politique annoncée le 10 mars soit plus favorable au secteur financier qu'on ne le pensait au départ. La baisse des contraintes de crédit qui en a résulté a permis aux actions des banques européennes de repartir à la hausse depuis cette date. Les valorisations bancaires ont augmenté, le ratio cours/actifs nets passant de 0,6x en février à 0,71x fin avril. La reprise des cours des banques européennes depuis le 10 mars a permis à l'indice Stoxx Europe 600 de surperformer le S&P 500 en devise locale durant la même période. L'écart de performance entre les deux indices s'est ainsi contracté

depuis le début de l'année, passant de 3,8% début avril à 1,8% en fin de mois. L'écart pourrait se resserrer encore davantage dans la mesure où le ratio cours/actifs nets des banques européennes s'élève en moyenne à 0,85 depuis juin 2012, ce qui laisse entrevoir une marge de réévaluation.

Malgré la révision haussière des valorisations, nous ne voyons aucun changement dans l'environnement boursier. Les marchés ont progressé sans que les attentes en matière de bénéfices n'augmentent dans les mêmes proportions; pourtant, les niveaux de valorisation sont proches de leurs précédents sommets à 17,9x, 15,9x et 12,9x, respectivement, pour les indices S&P 500, Stoxx Europe 600 et Topix. Nous conservons par conséquent notre positionnement tactique, dans la mesure où les valorisations élevées devraient limiter les gains supplémentaires.

#### **Recul de la volatilité des actions, rebond des matières premières**

Après avoir atteint des niveaux élevés, la volatilité implicite des actions a commencé à diminuer en avril en Europe, passant de 23% à 20% et se rapprochant du niveau de 15% affiché aux Etats-Unis. Ce phénomène a entraîné un rebond des actions européennes. L'indice Stoxx Europe 600 a enregistré une performance de 1,9% en avril, la fourchette de performance d'autres marchés actions ayant été étroite, variant de -0,5% pour le TOPIX japonais à +1% pour l'indice MSCI Emerging Markets (en dollars). La corrélation entre les performances des actions et des obligations demeure négative. Les taux d'intérêt négatifs des obligations d'Etat japonaises à 10 ans ont continué à pousser les investisseurs vers les durations plus longues: les obligations japonaises à 30 ans ont affiché une performance de 5,3% en avril et de 26,4% au cours des quatre premiers mois de l'année. Avec une

progression de près de 10%, les matières premières ont été la meilleure classe d'actifs en avril grâce à un rebond de 19% des prix du pétrole. Le cours de l'or a, quant à lui, encore augmenté de 4,7% en avril.

#### **La BoJ déçoit les marchés**

Le 28 avril, la Banque du Japon (BoJ) a laissé sa politique monétaire inchangée. Cette décision a fortement déçu les investisseurs étrangers, qui avaient cessé de vendre les actions japonaises de manière agressive à l'approche de la réunion de politique monétaire de la BoJ. Le yen s'est raffermi encore davantage à l'issue de cette réunion, le dollar américain s'échangeant à 108 yens le 29 avril contre 121 en moyenne en 2015. La forte hausse de la monnaie nippone a commencé à peser sur les bénéfices des entreprises, constamment révisés à la baisse depuis septembre 2015. Les attentes actuelles de 16,3% en matière de croissance des bénéfices pour l'exercice allant jusqu'à fin mars 2017 semblent difficiles à concrétiser sans le soutien d'un yen plus faible. Les données macroéconomiques sont ternes elles aussi. L'inflation est retombée à 0%, ce qui montre que les pressions déflationnistes demeurent d'actualité, et la croissance annuelle du PIB réel est inférieure à 1%, rendant l'objectif de croissance pour 2020 difficile à atteindre, d'autant que les réformes structurelles à long terme ne se sont toujours pas concrétisées. Bien que les niveaux de valorisation soient peu élevés par rapport à ceux des autres marchés développés, l'indice TOPIX japonais peine à rebondir et demeure de 16% inférieur au sommet atteint en novembre 2015.

#### **Position attentiste des banques centrales**

Ces derniers mois, les principales banques centrales ont adopté une position attentiste. Après les

importantes mesures de relance dévoilées le 10 mars, la BCE a indiqué qu'un assouplissement supplémentaire était peu probable dans les prochains mois. Parallèlement, la Fed a adopté une approche très prudente, réduisant la probabilité d'une hausse imminente des taux, et la Banque du Japon a décidé de maintenir sa politique monétaire inchangée, malgré la récente appréciation du yen et le nouveau report du délai pour atteindre son objectif d'inflation de 2%. En conséquence, les politiques monétaires ont cessé d'être divergentes, du moins provisoirement. Etant donné le contexte actuel d'appétit pour le risque, les devises à haut rendement sont portées par de solides vents arrière. Quant aux données américaines, elles devront s'améliorer dans les prochains mois pour convaincre la Fed d'accorder de nouveau la priorité à la situation intérieure lors de la détermination de sa politique monétaire.

#### **Pas de rééquilibrage en vue à l'issue de Doha**

L'échec de la tentative visant à trouver un accord sur le gel de la production entre les membres de l'Opep et la Russie lors de la réunion de Doha, début avril, confirme qu'il ne faut guère compter sur l'Opep pour réduire l'offre d'or noir. Parallèlement, la réaction du marché laisse penser que cela n'a aucune importance. Seule compte la vigueur de la demande, qui a été soutenue ces dernières semaines par le regain d'appétit pour le risque, le rythme de baisse de la production des pays non-membres de l'Opep et les arrêts de production imprévus auxquels les producteurs de pétrole sont potentiellement confrontés.

### L'affaiblissement du dollar soutient les devises émergentes

La faiblesse continue du dollar américain est une caractéristique des marchés depuis la fin de l'année dernière. Cette faiblesse, due à la révision des attentes de hausse des taux aux Etats-Unis, a contribué à raviver l'appétit pour le risque, éperonnant ainsi les devises émergentes. Certains estiment que lors de la dernière réunion du G20 à Shanghai en février, il a été convenu du besoin d'éviter une guerre des devises afin de calmer les marchés financiers. Néanmoins, la chute du billet vert complique les efforts de relance des économies européenne et japonaise.

**-8,3%**

En raison de données économiques en demi-teinte dans le pays, la Fed s'est montrée plus prudente quant au rythme et à la portée de la normalisation de sa politique monétaire. En conséquence, le dollar a chuté de 8,3% par rapport à l'euro entre fin novembre et début mai, mis à part un répit au cours de l'épisode de volatilité du début d'année. Depuis janvier, le dollar américain recule également face aux devises de certains producteurs de matières premières, dont le Canada.

**-10,7%**

Un déclin de l'activité manufacturière en avril pour la première fois en trois ans a accru les pressions sur la livre sterling, qui a perdu du terrain à l'approche du référendum du 23 juin sur la sortie ou non du Royaume-Uni de l'UE. Mais le sentiment en avril que le Royaume-Uni resterait membre de l'Union a relancé la livre. Cependant, **une série de statistiques décevantes, en partie imputables aux incertitudes entourant le référendum, a pesé sur la devise britannique qui a perdu 10,7% face à l'euro entre le 23 novembre et le 2 mai.**

**+15,4%**

Le Brésil étant embourbé dans la récession et la crise politique, **le real a plongé inexorablement pendant une grande partie de 2015, les problèmes de change semblant avoir culminé au cours de l'automne. Mais entre fin septembre et fin avril, la devise brésilienne s'est redressée de 15,4% face au dollar et de 12,5% face à l'euro.** Cette hausse s'explique par des taux d'intérêt parmi les plus élevés des grandes économies, le sentiment que la crise politique touche à sa fin et une reprise des cours des matières premières.

**18,1%**

Comme le Brésil, l'Afrique du Sud a été secouée par la chute des cours de matières premières en 2015 et la gouvernance politique est devenue un véritable problème. Un remaniement ministériel inexplicable orchestré par le président Jacob Zuma en décembre et sa survie à un vote de destitution en avril ont brièvement accentué les pressions pesant sur le rand. Mais ces facteurs ont été éclipsés par l'étiollement du dollar, allié à une reprise du sentiment général et des cours des matières premières. Le résultat: **une hausse du rand de 18,1% par rapport au dollar américain entre le 19 janvier et la fin avril.**



**+9,9%**

Le 3 mai, l'euro a atteint USD 1,16, son plus haut niveau sur les neuf derniers mois face à la devise américaine. Face à un panier de 38 devises, l'euro a gagné 9,9% entre mi-avril 2015 et début mai 2016. Il faut ajouter au rétropédalage de la Fed sur la normalisation des taux aux États-Unis des signes que la reprise économique dans la zone euro est enfin sur la bonne voie. En effet, la croissance du PIB de la zone euro au premier trimestre (0,6% en glissement trimestriel) est supérieure à celle des États-Unis. Toutefois, **le rebond de l'euro s'oppose à une série de plans d'assouplissement massifs de la BCE, dont l'expansion de son programme d'achat d'obligations.**

**-3,1%**

Fin août 2015, la Banque populaire de Chine (PBoC) a ajusté sa politique de change, ce qui a déclenché un fort recul du renminbi *offshore*.

La devise s'est encore affaiblie à la fin de l'année, alors que les doutes quant à l'état de l'économie chinoise et aux sorties de capitaux s'intensifiaient. Mais en janvier, la PBoC a surpris les spéculateurs en réduisant la liquidité du renminbi *offshore*. Par ailleurs, des signes de stabilisation de l'économie chinoise semblent aussi éloigner la possibilité d'une dépréciation du renminbi, du moins pour le moment. **La devise chinoise avait reculé de 3,1% face au dollar américain entre fin août 2015 et fin janvier 2016, mais avait repris 1,5% par la suite (jusqu'au 2 mai).**

**12,9%**

**Bien que la Banque du Japon (BoJ) ait annoncé des taux de dépôt négatifs en janvier, le yen a bondi de 12,9% face au dollar américain au cours des quatre premiers mois de l'année.**

Le positionnement toujours accommodant de la Fed, qui a affaibli le dollar, semble avoir annihilé tous les efforts de la BoJ, qui pourrait avoir épuisé ses munitions dans sa bataille pour relever l'inflation et la croissance.

La décision de la BoJ fin avril de ne pas rectifier sa politique de taux d'intérêt négatifs ou de renforcer l'assouplissement monétaire a encore tiré le yen vers le haut.

**8,1%**

Alors que l'éclat des marchés émergents s'est terni, la livre turque a été vue comme l'une des devises les plus vulnérables en raison d'un déficit budgétaire chronique, d'une inflation élevée, de politiques monétaires complexes et non orthodoxes, d'une détérioration des politiques intérieures et d'un environnement géopolitique tendu. Plus récemment, **toutefois, la politique monétaire aux États-Unis et en Europe a soutenu le volume des liquidités et rallumé l'appétit pour le risque, ce qui a ouvert la voie à une reprise des devises émergentes, dont la livre.** Également soutenue par une croissance économique supérieure aux attentes, la livre a progressé de 8,1% face au dollar américain entre le 21 janvier et le 2 mai, bien que son cours reste inférieur à ce qu'il était il y a un an.

# Les actifs risqués ont toujours le vent en poupe

Portées par les banques, les actions européennes ont surclassé la concurrence, tandis que les obligations d'entreprise enregistraient elles aussi un excellent mois d'avril. De son côté, la dette émergente a fait un retour en force.

### Actions

#### Embellie généralisée

*De plus en plus de secteurs à la fête.*

Avril a profité aux actions: +1,6% pour le MSCI World en dollars, secteurs liés aux matières premières et à l'énergie en tête. Les indices MSCI Latam et Eastern Europe ont gagné respectivement 6,0% et 3,6% en dollars, portant leur performance 2016 à 26,4% et 19,0%. Fait marquant, le secteur bancaire a rebondi, surtout en Europe. Les détails des nouveaux achats d'obligations de la BCE ont entraîné une contraction des *spreads* des banques européennes alors que la pentification de la courbe des taux américains et européens dopait les actions bancaires (+8% dans les deux endroits). En euros, le Stoxx Europe 600 a nettement profité du rebond (+1,9%) même si, en dollars, sa performance reste inférieure à celle du S&P 500 (-0,1% contre +1,7%). Le Japon demeure dans le rouge: -1,6% pour le Topix sur les quatre premiers mois de l'année, le yen fort pénalisant les résultats.

L'amélioration attendue des chiffres des secteurs liés aux matières premières et à l'énergie n'a pas encore eu lieu, mais les analystes commencent à relever leurs prévisions pour les banques européennes, envisageant une hausse de 3,4% du bénéfice par action (BPA) du secteur en 2016. Les résultats américains et japonais devraient croître de respectivement 0,7% et 17,6%. Malgré cette embellie probable, avec des ratios cours-bénéfices (PER) de 17,9x pour le S&P 500, 15,9x pour le Stoxx 600 et 12,9x pour le Topix à fin avril, les valorisations restent élevées par rapport à la moyenne des 15 dernières années.

### Obligations

#### Hausse des rendements souverains développés

*Rebond du pétrole et appétit pour le risque: les rendements souverains ont progressé.*

Hors Japon, les rendements souverains ont crû en avril: +12 pb pour le Bund allemand à 10 ans, à 0,27%, et +6 pb pour les bons du Trésor américain (*Treasuries*) à 10 ans, à 1,83%. Les *spreads* périphériques européens ont également augmenté (+15 pb pour l'Italie et +4 pb pour l'Espagne). Cela s'explique par plusieurs bonnes nouvelles: bond de 20% du pétrole (qui dépassait USD 45/baril en fin de mois), stabilité du dollar, regain d'appétit pour le risque favorable aux actions et au crédit et, bien sûr, ton accommodant de la BCE et de la Fed.

Incarnant cette évolution, le *breakeven* d'inflation américain à 10 ans a nettement progressé, à 1,72%, dans le sillage du pétrole. La prudence de la Fed a toutefois surpris les marchés et douché les anticipations de relèvement des taux directeurs américains, contrebalançant la progression des *breakeven* d'inflation. Tant que rien n'indiquera que la Fed est prête à monter les taux une nouvelle fois, il est peu probable que le rendement des *Treasuries* à 10 ans passe la barre des 2%.

Dans ce contexte, les taux souverains émergents ont encore reculé, affichant une rentabilité de 1,9% en dollars (coupons inclus) pour le JP Morgan Emerging Market Bond Index Global et de 1,7% en devise locale.

### Obligations corporate

#### Les États-Unis devançant l'Europe

*Le rebond du pétrole a dopé le high yield (HY) américain en avril tandis que les nouvelles mesures de la BCE aidaient le HY européen.*

Les obligations *investment grade* (IG) et HY ont bondi en avril. L'indice Bank of America Merrill Lynch (BofAML) US HY a pris 4%, les rendements atteignant 7,8% grâce à la hausse du pétrole. L'énergie (12,6% coupons inclus), les métaux et les mines (11,3%) ont fortement surperformé. La performance du BofAML US IG (+1,4%) est plus équitablement répartie.

En Europe, la présentation du programme d'achat d'obligations *corporate* par la BCE a largement soutenu le crédit. Trois points clés: les compagnies d'assurance et filiales bancaires d'entreprises non financières seront éligibles, la BCE pourra acheter les obligations de filiales européennes d'entreprises étrangères, et les titres notés IG par au moins une agence (donc potentiellement issus d'indices HY) seront inclus.

Après l'annonce, le rendement du BofAML EUR IG a chuté à 1,07% pour la première fois de l'année. Le BofAML EUR HY a pris 2% grâce à la reprise du secteur bancaire, avec un rendement plus bas de 39 pb, à 4,76%.

Rebond du pétrole et Fed accommodante permettent au HY américain de surperformer l'Europe sur l'année, mais la tendance pourrait s'inverser en juin avec le lancement du programme d'achat de la BCE et la proximité d'un relèvement de la Fed.

## Hedge funds

### Spreads de fusion ou spreads de crédit?

*Malgré l'actualité des marchés, les gérants multistratégies event driven continuent de préférer la stratégie merger arbitrage au crédit.*

Les gérants multistratégies *event driven* considèrent toujours l'arbitrage de fusion comme la meilleure source d'alpha, comme en témoigne l'augmentation régulière de leur exposition à cette stratégie ces derniers mois. Cela étant, l'importance des *spreads* et la volonté des entreprises d'utiliser leur trésorerie colossale sont éclipsées par l'échec de certains rapprochements (notamment la fusion Allergan/Pfizer), le recul des volumes de fusion-acquisition au premier trimestre 2016 et la baisse de moral des dirigeants.

Inversement, l'exposition au crédit a reculé ces deux dernières années, les gérants profitant du récent rebond des cours du pétrole et de la posture accommodante de la Fed pour liquider leurs positions. L'extension du programme d'achat d'actifs de la BCE aux obligations émises en zone euro soutient également cette tendance. Dans l'univers *distressed*, les opportunités se font rares à l'heure actuelle. La majorité des entreprises parviennent à se refinancer, comme le prouve le niveau important des nouvelles émissions. L'augmentation des défauts et des abaissements de notes de crédit indique que le rebond pourrait être surtout porté par des facteurs techniques, le niveau de détresse des entreprises ayant vocation à augmenter même si le marché anticipe que la Fed augmentera les taux à un rythme plus modéré que ce qu'il pensait avant.

## Métaux précieux

### L'argent sous le feu des projecteurs

*L'argent est souvent surnommé l'or à bêta élevé ou or du pauvre. Compte tenu de l'envolée du métal jaune, la récente progression des cours de l'argent n'est guère surprenante.*

Avril a été un mois porteur pour l'or, qui a enregistré une progression de 4,9% l'once en dollars. Mais il a été encore plus époustouflant pour l'argent, en hausse d'environ 15,6%.

De manière générale, l'argent est fortement corrélé à l'or (la corrélation moyenne sur 12 mois glissants depuis 1980 s'établit à 0,70). Il n'y a donc rien d'étonnant à ce que les deux métaux précieux évoluent dans la même direction. Sur le plan de la demande, c'est l'industrie qui constitue le principal facteur de différenciation entre les deux métaux. La demande industrielle représente en effet moins de 10% de la demande totale d'or, contre plus de 50% de la demande totale d'argent. Ainsi, l'appréciation des cours des métaux industriels est plus favorable à l'argent qu'au métal jaune. C'est la raison pour laquelle l'argent est souvent considéré comme un métal hybride, mi-précieux, mi-industriel.

Sa surperformance traduit donc l'embellie récente des perspectives de demande industrielle, principalement grâce à la stabilisation de la Chine. Pourtant, l'accroissement de l'endettement doit inciter les investisseurs à faire preuve de prudence vis-à-vis des politiques de relance qui étayent la demande chinoise.

## Devises

### Statu quo pour la BoJ

*Alors qu'elle a abaissé ses prévisions de croissance et d'inflation et repoussé la date à laquelle elle espérait atteindre une inflation de 2%, la Banque du Japon (BoJ) a opté pour le statu quo monétaire.*


Le comité de la BoJ a choisi de ne pas modifier sa politique monétaire lors de sa réunion du 28 avril, même si la banque centrale a abaissé sa prévision de PIB (-0,9% au total pour les exercices budgétaires 2015 à 2017) et d'inflation. Sur ce dernier point, le changement pour l'exercice 2017 est minime (1,7% contre 1,8% prévu en janvier), mais la date du retour à une inflation de 2% a été repoussée du «premier semestre de l'exercice 2017» à «pendant l'exercice 2017».

Conséquence: le statu quo d'avril a surpris, notamment après la récente hausse du yen et les inquiétudes grandissantes que la BoJ ait épuisé ses munitions pour relancer l'inflation.

Sans surprise, les marchés ont réagi en faisant encore monter le yen. Les négociations salariales étant vouées à produire des résultats décevants, sans nouvel assouplissement, les chances que la BoJ atteigne son objectif d'inflation pendant l'exercice 2017 semblent minces. Et des mesures budgétaires pourraient également être nécessaires. A ce stade, le second relèvement de la TVA, prévu en avril 2017, devrait pénaliser la croissance.

### Investisseurs obligataires: protection ou rendement, un choix à faire?

Si les obligations souveraines des pays «core» protègent encore les portefeuilles, les récentes mesures de la BCE pourraient doper les obligations d'entreprise européennes. Les obligations des marchés émergents (ME) en monnaie forte pourraient aussi afficher des rendements solides sans exposition à un risque de change direct.

 L'association d'actions et d'obligations dans un portefeuille équilibré a toujours permis une amélioration du niveau de risque («l'avantage de la diversification») et de la performance en cas de baisse des rendements à long terme. Les obligations souveraines des pays «core» étant inversement corrélées aux actions pendant les périodes de tension sur les marchés, un portefeuille équilibré stabilise ses performances. On se rappelle que les obligations remplissent deux rôles essentiels: comme les actions, elles sont conçues pour générer un rendement positif, mais elles servent également à protéger les investisseurs des chocs financiers et des risques systémiques.

#### Le rôle protecteur des obligations souveraines des pays «core»

Récemment, l'attractivité des rendements des obligations souveraines des pays «core» a progressivement disparu, les bons du

Trésor américain à 10 ans (les *Treasuries*) rapportant tout juste 1,80% et les Bunds allemands à 10 ans effleurant 0,30%. Le rôle protecteur des obligations souveraines reste intact: lorsque les marchés baissent, les investisseurs se tournent vers ces «valeurs refuge» et leur cours augmente. Depuis juillet 2007, les marchés actions ont connu 20 périodes d'agitation de diverses durées dont 16 où les *Treasuries* ont affiché une performance positive. Du 1<sup>er</sup> décembre 2015 au 11 février 2016, alors que le S&P 500 perdait 12,6%, les *Treasuries* ont gagné 4,9%. Cependant, les obligations souveraines des pays «core» peuvent aussi suivre les actions dans le rouge. Dernier exemple en date, le *taper tantrum*—la panique déclenchée par l'idée que la Fed pourrait devenir moins accommodante a provoqué une chute de 5,6% du S&P 500 et de 5,1% de la rentabilité (coupons inclus) des *Treasuries* entre le 22 mai et 24 juin 2013.

Cependant, un tel scénario négatif ne devrait pas nécessairement se répéter. Selon nous, la Fed continuera à rassurer les investisseurs sur un relèvement prudent et graduel des taux. Le pétrole bas, les effets différés de l'appréciation du dollar US et la faible croissance des revenus devraient aussi maintenir les dépenses de consommation américaines sous l'objectif de 2% cette année. Le risque qu'elle intervienne trop tard (par un resserrement abrupt de sa politique pour éviter une explosion de l'inflation) est donc réduit. Les

risques existent encore, car la chute des matières premières et le ralentissement de l'économie chinoise peuvent réapparaître comme problèmes et le référendum sur le Brexit bouleverser tout le continent. Selon nous, les *Treasuries* garderont donc leur rôle protecteur cette année, malgré une rentabilité faible. Avec une croissance nominale du PIB américain de 3,24% par rapport à l'année précédente au T1 2016 et des taux directeurs bas, les rendements des *Treasuries* devraient augmenter dans les années à venir, conformément à nos prévisions de croissance nominale et de resserrement monétaire continu. Selon nos projections internes de taux à court terme (cf. rapport «Horizon» de l'automne 2015), la performance totale annuelle prévue des bons du Trésor US et des Bunds à 10 ans devrait s'établir à 1,5% et -0,5% ces 10 prochaines années.

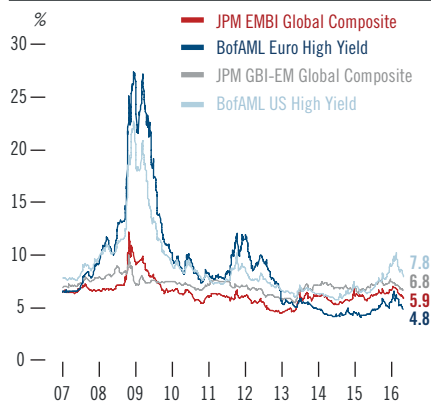
#### Chasse aux rendements

Compte tenu des faibles rendements des obligations souveraines des pays «core», les investisseurs avides de meilleures performances sur les marchés obligataires ont intérêt à prendre plus de risque. Des obligations aux rendements supérieurs sont disponibles pour qui accepte un risque de crédit (risque de défaut de l'émetteur), comme les émetteurs privés notés *investment grade* (IG) ou *high yield* (HY). Les obligations des ME libellées en monnaie locale ou forte (généralement le dollar US) sont une autre option. Le HY ou les



Lauréline Chatelain  
Stratège junior  
Pictet Wealth Management

GRAPHIQUE 1: RENDEMENTS DES OBLIGATIONS SOUVERAINES ME ET CRÉDIT HY (JAN. 2007 - JAN. 2016)



Source: Pictet WM - AA&MR, Datastream

obligations souveraines ME offrent une prime de 400-600 points de base supérieure aux obligations non risquées (*Treasuries* et Bunds allemands) (voir graphique 1).

### 1. Crédit en euros ou dollars US

Les obligations d'entreprise IG sont plus sûres que celles HY puisque les émetteurs IG font rarement défaut. Les indices IG européens et américains de Bank of America Merrill Lynch (BofAML) ont affiché des performances légèrement positives entre le 1<sup>er</sup> décembre 2015 et le 11 février 2016, la dernière période de tension sur les marchés financiers. Les indices HY européens et américains de BofAML ont quant à eux perdu respectivement -7,8% et -5,6%. Les obligations d'entreprise IG offrent donc des rendements supérieurs aux obligations souveraines des pays «core» avec un risque plutôt faible. Toutefois, depuis le 11 février 2016, le HY remonte plus que l'IG, le HY américain affichant une performance de 13,2% contre 7,4% pour le HY

européen. La hausse du pétrole et le ton plus conciliant de la Fed expliquent ce retournement, provoquant un retour de l'appétit pour le risque qui profite aux obligations comme aux actions.

Plusieurs facteurs, notamment la politique monétaire et les niveaux d'endettement des entreprises, contribuent à expliquer la différence entre les indices européen et américain et le meilleur positionnement potentiel des HY et IG en euros.

**Politique monétaire.** La politique accommodante de la BCE favorise le crédit européen. En mars 2016, la BCE a annoncé une nouvelle opération ciblée de refinancement à long terme (TLTRO II) pour récompenser les banques qui prêtent. Elle a également décidé d'acheter directement des obligations IG émises par des émetteurs non bancaires basés dans la zone euro. Le programme d'achat d'obligations d'entreprise de la BCE devrait également bénéficier au HY en euros: elle est prête à acheter des titres d'entreprise dès lors qu'une agence de notation leur attribue la qualité IG, même si leur note moyenne est inférieure. L'indice HY euros de BofAML a bénéficié du récent répit dans le secteur bancaire (22% des obligations figurant dans l'indice proviennent de banques), en partie dû aux récentes mesures de la BCE.

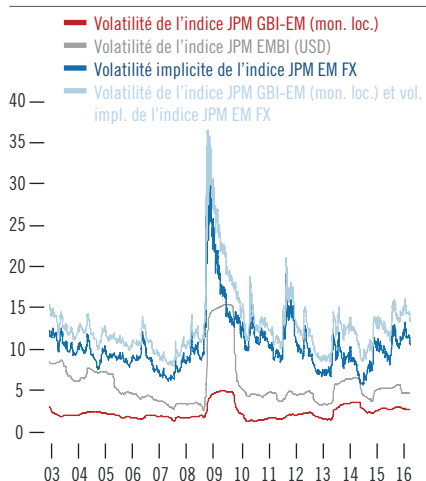
**Cycle d'endettement et exposition à l'énergie.** Les taux historiquement faibles ont permis aux entreprises américaines d'émettre des obligations, générant un endettement excessif, notamment chez les sociétés associées

au boom du pétrole de schiste. L'agence de notation Moody's prévoit que le taux de défaut effectif sur le HY américain va passer de 4,1% actuellement à près de 6% d'ici la fin de l'année. Le HY américain reste extrêmement corrélé aux prix du pétrole: le secteur énergétique représente 12% de l'indice HY américain de BofAML. La hausse des cours du brut explique sa surperformance par rapport au HY en euros depuis février. Cependant, même avec un baril au-delà de 40 dollars, le nombre de défauts pourrait inquiéter les investisseurs et les pousser à réclamer une prime de risque supérieure. A l'inverse, le taux de défaut du HY européen n'est que de 2,7% et devrait rester stable cette année. Contrairement aux Etats-Unis, sur le HY en euros, les améliorations de notation restent supérieures aux dégradations. L'indice HY euros est peu exposé au secteur énergétique (6% du total des obligations HY émises) et est donc moins affecté par les cours du pétrole.

### 2. Dette souveraine ME

La dette souveraine ME, comme le crédit, est très sensible au prix des matières premières, au dollar US et à l'économie chinoise. Depuis la mi-février, le pétrole repart à la hausse, le billet vert redescend des sommets atteints en 2015 et la Chine dope le crédit. Ces facteurs favorisent la dette souveraine ME, bien que les raisons menant à des décisions d'investissement en monnaie forte ou en monnaie locale sont quelque peu différentes.

GRAPHIQUE 2: VOLATILITÉ DES INDICES D'OBLIGATIONS SOUVERAINES ME EN MONNAIE LOCALE ET FORTE (JAN. 2003 – AVR. 2016)



Source: Pictet WM - AA&MR, Datastream

**Exposition géographique.** La composition des indices d'obligations des ME diffère fortement s'ils sont libellés en dollar US ou en monnaie locale. L'indice JP Morgan en devise locale (EM-GBI Global Composite) est très exposé à l'Amérique latine, le Mexique et le Brésil représentant 36% du total, et intègre seulement 15 pays. En revanche, 65 Etats sont dans l'indice JP Morgan en monnaie forte (JPM EMBIG Global Composite). Cette diversification géographique réduit les risques spécifiques, par exemple, l'exposition à l'actuelle saga politique au Brésil.

Un investissement en monnaie locale impose une compréhension profonde de la situation de chaque pays émetteur. Inversement, la politique monétaire de la Fed et l'inflation américaine priment pour la dette ME en monnaie forte, les rendements obligataires ME libellés en dollar US se composant des rendements des bons du Trésor américain plus un *spread* de crédit selon la probabilité de défaut du pays émetteur.

**Exposition au risque**

L'investissement en dette EM libellée en monnaie locale est plus risqué qu'en devise forte, car le risque de change s'y ajoute. La volatilité de la devise doit être ajoutée à la volatilité sous-jacente de la dette pour évaluer son attractivité (graph. 2). Ainsi, l'an dernier, le real brésilien a reculé de près de 50% face au dollar US: une telle chute a divisé par deux le rendement obtenu par les investisseurs américains en dette brésilienne libellée en monnaie locale. Même si elles se sont ressaisies ces dernières semaines, les devises des ME pourraient de nouveau se déprécier face au billet vert si la Fed augmente à nouveau ses taux. Selon nous, la réaction sera toutefois probablement moins spectaculaire qu'en 2015. La dette ME en monnaie

forte devrait être moins affectée par le retour en grâce du dollar US.

**Conclusion**

Les obligations souveraines des pays «core» devraient garder leur rôle protecteur en cas de nouvelles tensions sur les marchés, car nous ne prévoyons pas de nouveau repli spectaculaire comme lors du *taper tantrum* en 2013. Malgré tout, ces obligations refuges ne permettront probablement pas d'obtenir des rendements annuels attractifs sur les 10 prochaines années. Les investisseurs pourraient donc chercher des alternatives aux performances et rendements supérieurs, comme le crédit ou la dette souveraine ME. Côté HY, les *spreads* par rapport au taux sans risque sont suffisamment élevés pour protéger les investisseurs en cas de hausse des taux de défaut jusqu'à 5% en Europe et 6% aux Etats-Unis – bien que ce dernier soit équivalent aux prévisions de défaut de Moody's pour la fin 2016. Pour la dette souveraine ME, l'absence de risque de change direct signifie que la dette en devise forte est plus sûre qu'en devise locale.

**Contributeurs** | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Lauréline Chatelain, Frederik Ducrozet  
**Edition** | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Rédaction achevée le 3 mai 2016 **Relecture** | Sabine Jacot-Descombes **Traduction** | Holger Albrecht, Isabel Alvarez, Juliette Blume, Keith Watson, Mario Clapis **Mise en page** | Production Multimédia Pictet **Papier** | Imprimé sur du papier certifié FSC

**Avertissement** | Le présent document n'est pas destiné aux personnes qui seraient citoyennes, domiciliées ou résidentes, ou aux entités enregistrées dans un pays ou une juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation seraient contraires aux lois ou règlements en vigueur.

Les informations et données fournies dans le présent document sont communiquées à titre d'information uniquement, n'engagent pas la responsabilité du groupe Pictet et ne constituent en aucun cas une offre, une incitation à acheter, à vendre ou à souscrire à des titres ou à tout autre instrument financier.

En outre, les informations, opinions et estimations figurant dans le présent document traduisent une appréciation à la date de publication initiale et peuvent faire l'objet de changements, sans préavis. La valeur et le rendement des titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document reposent sur des cours provenant de sources d'informations financières usuelles et peuvent faire l'objet de fluctuations. La valeur boursière peut varier en fonction de changements d'ordre

économique, financier ou politique, de la durée résiduelle, des conditions du marché, de la volatilité et de la solvabilité de l'émetteur ou de celle de l'émetteur de référence. En outre, les taux de change peuvent avoir un effet positif ou négatif sur la valeur, le prix ou le rendement des titres ou des placements y afférents mentionnés dans le présent document.

Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future, et les personnes destinataires de ce document sont entièrement responsables de leurs éventuels investissements. Aucune garantie expresse ou implicite n'est fournie quant aux performances futures.

Le contenu de ce document est confidentiel et ne peut être lu et/ou utilisé que par la personne destinataire de celui-ci. Le groupe Pictet n'est pas responsable de l'utilisation, de la transmission ou de l'exploitation des données contenues dans ce document. Par conséquent, toute forme de reproduction, copie, divulgation, modification et/ou publication du contenu est sous la seule responsabilité du destinataire de ce document, à l'entière décharge du groupe Pictet. Le destinataire de ce document s'engage à respecter les lois et règlements applicables dans les juridictions où il pourrait être amené à utiliser les données reproduites dans ce document.

Ce document est émis par le groupe Pictet. Cette publication et son contenu peuvent être cités à condition que soit indiquée la source. Tous droits réservés. Copyright 2016.

## Prévisions de croissance 2016: la zone euro rattrape les Etats-Unis

Nous avons abaissé nos prévisions de croissance américaine à 1,8% pour l'année 2016 après les chiffres décevants du premier trimestre: elles se situent désormais au même niveau que celles de la zone euro, où les statistiques sont relativement bien orientées.

Les données des graphiques et tableaux de cette page sont au 29 avril.

### PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

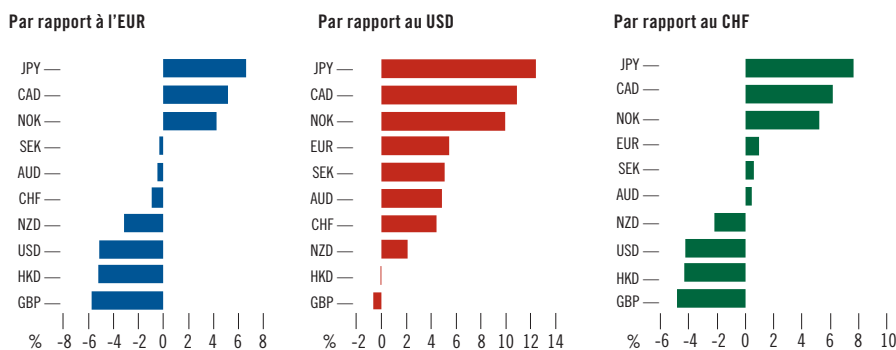
Taux de croissance du PIB	2014	2015	Estimations Pictet – (consensus*)	
			2016E	2017E
USA	2.4%	2.4%	1.8% (2.0%)	2.0% (2.4%)
Zone euro	0.9%	1.5%	1.8% (1.5%)	1.7% (1.6%)
Suisse	1.9%	0.9%	1.1% (1.1%)	1.6% (1.5%)
Royaume-Uni	2.9%	2.3%	2.0% (2.0%)	2.3% (2.2%)
Japon	-0.1%	0.5%	0.6% (0.6%)	0.5% (0.5%)
Chine	7.3%	6.9%	6.5% (6.4%)	6.2% (6.2%)
Brésil	0.1%	-3.9%	-3.7% (-3.8%)	0.9% (0.6%)
Russie	0.5%	-3.3%	-1.6% (-1.3%)	1.2% (1.1%)

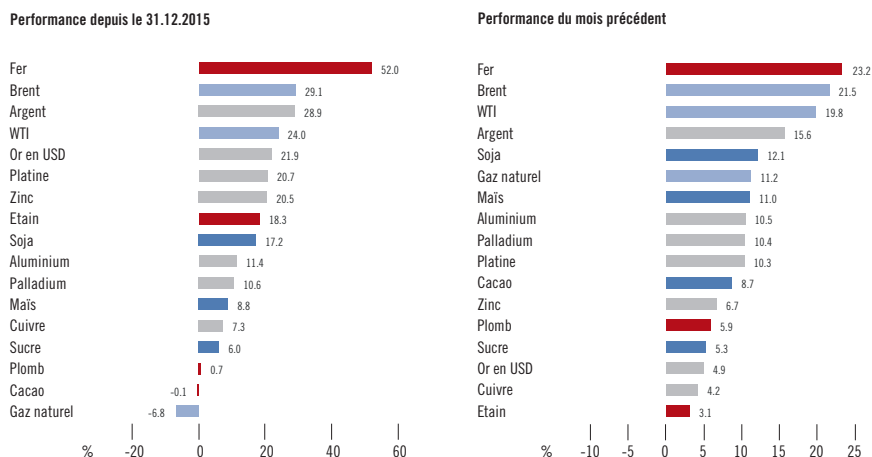
Inflation (IPC) Moyenne annuelle sauf Brésil fin d'année	2014	2015	2016E	2017E
USA	1.6%	0.1%	1.6% (1.3%)	2.4% (2.2%)
Zone euro	0.4%	0.0%	0.2% (0.3%)	1.5% (1.4%)
Suisse	0.0%	-1.1%	-0.6% (-0.6%)	0.2% (0.2%)
Royaume-Uni	1.5%	0.0%	0.9% (0.7%)	1.8% (1.7%)
Japon	2.7%	0.8%	0.2% (0.0%)	1.8% (1.6%)
Chine	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brésil	6.3%	9.0%	6.9% (7.1%)	5.5% (5.6%)
Russie	7.8%	15.5%	7.0% (7.5%)	5.7% (5.7%)

\*Source: Consensus Economics Inc

### VARIATION DES COURS DE CHANGE (DEPUIS LE 31.12.2015)



### MATIÈRES PREMIÈRES

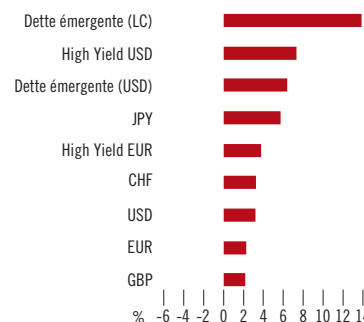


### TAUX D'INTÉRÊT

	Courts (3 mois)	Longs (10 ans)
USA	0.50%	1.8%
Zone euro	0.00%	0.3%
Suisse	-0.75%	-0.3%
Royaume-Uni	0.5%	1.6%
Japon	-0.1%	-0.1%
Chine	2.10% (1 an)	2.4% (5ans)
Brésil	14.25%	12.5%

### MARCHÉS OBLIGATAIRES

#### Performance depuis le 31.12.2015



### MARCHÉS ACTIONS

#### Performance depuis le 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	1.5%	-3.8%	-2.9%	2.1%
S&P 500*	1.7%	-3.5%	-2.6%	2.4%
MSCI Europe*	0.2%	-5.0%	-4.1%	0.8%
Tokyo SE (Topix)*	-1.6%	-6.7%	-5.8%	-1.0%
MSCI Pacific ex. Japan*	0.9%	-4.3%	-3.4%	1.5%
SPI*	-1.6%	-6.7%	-5.8%	-1.0%
Nasdaq	-4.6%	-9.6%	-8.7%	-4.1%
MSCI Em. Markets*	6.4%	0.9%	1.8%	7.0%
Russell 2000	-0.4%	-5.6%	-4.7%	0.2%

\* Reinvested dividends

### SECTEURS D'ACTIVITÉ

Performance depuis le 31.12.2015	USA	Europe	Monde
Industrie	5.8%	-0.6%	4.8%
Technologie	-3.7%	-9.6%	-3.7%
Matériaux de base	7.6%	5.9%	12.2%
Télécommunications	10.7%	-8.8%	5.7%
Santé	-3.7%	-11.0%	-4.4%
Energie	11.4%	7.1%	13.0%
Utilities	11.8%	-2.0%	7.5%
Services publics	-2.8%	-14.3%	-4.0%
Consommation de base	3.3%	-2.6%	3.3%
Consommation discrétionnaire	1.0%	-9.4%	-1.4%

