

+61%

Gain cumulé des Bunds à 10 ans depuis
mars 2009 (en euros)
Page 2

2,5%

Nos prévisions pour la croissance
américaine au deuxième trimestre
Page 4

+3,6%

La performance du S&P500 sur les cinq
premiers mois de 2016
Page 6

-34%

Le revenu net des entreprises japonaises
par rapport aux prévisions
Page 7

+7,9%

La croissance du PIB indien au
premier trimestre
Page 9

4,74%

Le rendement des obligations
européennes à haut rendement fin mai
Page 10

-6,0%

La chute du cours de l'or en mai
Page 11

30%

La décote de la valeur comptable
négociée par les banques européennes
fin mai
Page 13

Les perspectives économiques aux Etats-Unis et en Europe s'améliorent, mais certains craignent que les banques européennes se japonisent.

Juin 2016

Perspectives

Wicksell ou Fisher: un siècle après, qui aura raison?



Christophe Donay,
responsable de l'allocation d'actifs et
de la recherche macroéconomique,
chef stratège

Les banques centrales interviennent massivement sur les marchés financiers depuis 2008. Où mène cet interventionnisme? Deux économistes du siècle passé fournissent des éléments de réponse... quelque peu déroutants.

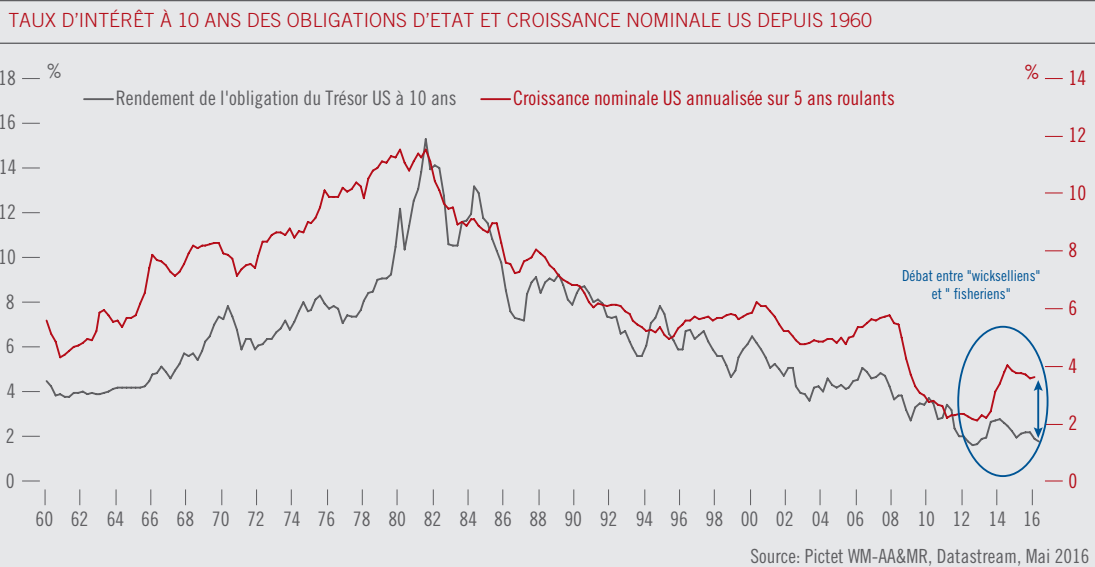
L'extension par la Banque centrale européenne (BCE) de ses achats d'obligations souveraines aux obligations d'entreprise constitue la plus récente illustration de l'intervention des banques centrales après les programmes d'assouplissement quantitatif pratiqués par la Réserve fédérale américaine entre 2008 et 2013 et celui de la Banque du Japon initié en 2013. Ces interventions lourdes ont conduit à un dérèglement des mécanismes des marchés financiers. Certes, c'est par la confrontation entre l'offre et la demande que le prix des actifs est «fabriqué», mais le prix et la valorisation de certains actifs,

notamment les obligations, ne reflètent plus la valeur justifiée par les fondamentaux économiques, car les objectifs des banques centrales en tant qu'acheteurs d'obligations diffèrent de ceux des investisseurs. En effet, à travers l'assouplissement quantitatif, et donc l'achat d'obligations d'Etat et/ou d'entreprise, les banques centrales visent simultanément à éviter une hausse des taux d'intérêt à long terme et à financer au meilleur coût tant l'Etat que les agents privés. En aucun cas, elles ne font reposer leur programme d'achat sur la valorisation fondamentale des obligations. Il en résulte une divergence des taux de marché par rapport à leur valeur d'équilibre.

En 1898, l'économiste suédois Knut Wicksell avait déjà émis l'idée que les taux monétaires observés sur les marchés financiers pouvaient différer des taux d'intérêt «naturels» (considérés comme les taux compatibles avec un niveau de prix stable) justifiés par les fondamentaux. Il a constaté que quand les taux du marché étaient inférieurs aux taux naturels, l'expansion économique était stimulée. De ce point de vue, on peut dire que les politiques élaborées par les banques centrales ces dernières années sont «wickselliennes». Par comparaison, avec une croissance nominale d'environ 3,5% (2% de croissance réelle et 1,5% d'inflation), le taux d'intérêt «naturel» des obligations d'Etat américaines («Treasuries») à 10 ans devrait être de l'ordre de 3,5% au lieu des 1,8% actuels.

Au tournant du XX^e siècle, l'Américain Irving Fisher s'est opposé à Wicksell. Il récusait la notion de taux «naturel» et, à sa place, défendait l'idée qu'à terme, le niveau des taux d'intérêt reflèterait toujours la relation entre les forces économiques fondamentales en place. A la suite du krach de 1929 - où il a perdu une grande partie de sa fortune - Fisher a cherché à théoriser les crises économiques. Il a expliqué que les phénomènes de *boom-bust* étaient directement liés aux excès de crédit et que l'éclatement de la bulle causée par l'excès de crédit menait irrémédiablement à la déflation par la dette. Une des conséquences de la déflation par la dette, selon Fisher, était constituée par une chute des taux d'intérêt nominaux et une hausse des taux «réels» (en d'autres termes ajustés pour prendre en compte la déflation). De ce point de vue, les banques centrales agissent actuellement pour contrer le scénario «fishérien» en cherchant à aider les agents économiques à se désendetter tout en soutenant le prix des actifs.

Aujourd'hui, ces deux écoles de pensée se retrouvent dans le positionnement des investisseurs. Les «wickselliens» considèrent que dans les circonstances actuelles, où les marchés sont inondés par l'argent fourni par les banques centrales à travers l'assouplissement quantitatif, les taux d'intérêt à long terme des obligations d'Etat devraient enregistrer une hausse importante afin qu'ils reviennent à leur niveau «naturel». Une hausse inopinée de l'inflation pourrait



déclencher un tel mouvement. Selon les partisans de ce scénario, il en résulterait un krach obligataire, comme en 1994¹. En revanche, les investisseurs «fishériens» considèrent que le faible niveau des taux d'intérêt des obligations d'Etat reflète la mauvaise santé de l'économie et que, par conséquent, les banques centrales feront tout pour que les taux restent à un niveau bas afin d'éviter un retour de la récession.

Les investisseurs «wickselliens» se délestent donc de leurs obligations d'Etat, alors que les «fishériens» les accumulent. Depuis plusieurs années, ces derniers tiennent la corde puisque les «Treasuries» et les «Bunds» allemands à 10 ans ont respectivement affiché une performance cumulée de 38% et 61% en monnaies locales depuis mars 2009.

En tout état de cause, les banques centrales détiennent le pouvoir de faire basculer le marché obligataire. Aujourd'hui, certaines d'entre elles, comme la BCE et la Banque du Japon, continuent activement de faire baisser le coût de financement et de favoriser le désendettement lorsqu'il constitue un obstacle à la croissance.

Dans l'immédiat, la combinaison d'une hausse par la Réserve fédérale de ses taux directeurs de 25 points de base au cours de l'été et d'une accélération de la croissance américaine pourrait entraîner une hausse des taux d'intérêt longs américains. De ce fait, les «Treasuries» à 10 ans présentent un risque asymétrique pour l'investisseur. Si ce risque devenait plus concret, on pourrait enfin donner raison au camp des «wickselliens» après une divergence qui dure depuis deux ans entre la trajectoire de la croissance nominale et celle du taux d'intérêt à 10 ans, qui empêche les taux de retrouver leur niveau «naturel» (voir graphique). Mais si une récession devait survenir aux Etats-Unis à mesure que les taux retrouveraient leur taux «naturel» et si la Fed devait faire moins d'efforts pour empêcher, alors on pourrait considérer que les «fishériens» ont eu raison, même si une récession nous paraît peu probable cette année vu le flux de données macroéconomiques généralement robustes liées à l'économie domestique américaine.

¹ La valeur des obligations varie inversement à l'évolution des taux d'intérêt à long terme: une hausse des taux d'intérêt à long terme conduit à une baisse de la valeur des obligations et vice-versa. Aujourd'hui, une hausse des taux à 10 ans de 1,8% à 3,8% ferait baisser la valeur des obligations d'Etat américaines d'environ 17%.

Le ciel reste relativement dégagé au-dessus des Etats-Unis et de l'Europe

Malgré les risques à court terme, nous maintenons notre évaluation relativement optimiste des perspectives conjoncturelles pour les Etats-Unis et l'Europe. Par ailleurs, les autorités chinoises ont pris des mesures suffisantes pour permettre à leur économie de «passer entre les gouttes».

Christophe Donay, Bernard Lambert, Nadia Gharbi et Frederik Ducrozet

🚩 *Mai a vu une atténuation passagère des tensions au sein de l'économie mondiale, avec un renforcement de la dynamique en Europe et une progression régulière aux USA, après un 1^{er} trimestre médiocre.*

L'économie mondiale a bénéficié de vents porteurs, avant un mois de juin riche en événements.

Bien que l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) de la zone euro ait fléchi en mai, l'activité reste sur une trajectoire expansionniste. L'économie allemande demeure robuste et les perspectives s'améliorent en France, nous incitant à confirmer nos prévisions de croissance de 1,8% pour la zone euro en 2016. Aux USA, la croissance du PIB réel au 1^{er} trimestre n'a pas dépassé 0,8%, mais les dépenses de consommation, représentant plus des deux tiers de l'économie américaine, demeurent soutenues, et la croissance annualisée du PIB devrait s'établir à 2,5% au 2^e trimestre. Sur l'autre rive du Pacifique, les inquiétudes liées à la Chine ont diminué, avec une croissance de 6,7% au 1^{er} trimestre, en ligne avec nos anticipations de 6,5% pour 2016. Dans le même temps, la hausse des cours du pétrole, proches de USD 50 le baril, a soutenu le Brésil et la Russie, et la contraction de 5,4% en glissement annuel de l'économie brésilienne au 1^{er} trimestre, certes sévère, s'avère légèrement inférieure aux attentes. Mais tout comme la Russie, le Brésil reste enfoncé dans la récession et doit faire face à de graves problèmes structurels.

Ailleurs, le répit pourrait ne pas durer. Le durcissement du ton de la Fed (les marchés intègrent désormais une hausse de taux en juin/juillet) a entraîné une embellie du dollar qui pourrait provoquer un regain de tensions sur des marchés émergents déjà fragiles. L'économie européenne s'améliore, mais l'inflation reste basse, alors que le secteur bancaire continue d'être plombé par des taux de dépôt négatifs. Autre source de volatilité, le Japon car ni l'assouplissement quantitatif ni les taux d'intérêt négatifs n'ont généré de l'inflation. La BoJ, qui se réunira à la mi-juin, est soumise à de fortes pressions pour agir contre la hausse du yen et soutenir une croissance vacillante, le gouvernement étant confronté à des demandes de mesures supplémentaires de relance budgétaire, après avoir annoncé le 1^{er} juin le report d'une augmentation de la TVA en octobre 2019.

Aux Etats-Unis, la croissance se renforce au 2^e trimestre

Même révisée de +0,5% à +0,8% en variation trimestrielle annualisée, la croissance américaine au 1^{er} trimestre a été décevante. Heureusement, les derniers chiffres pointent vers une amélioration significative au 2^e trimestre. L'investis-

issement en biens d'équipement reste anémique et une nouvelle contribution négative des stocks semble probable. Mais les chiffres du logement incitent à l'optimisme, les données prévisionnelles du commerce pour avril ont été encourageantes et la croissance des dépenses de consommation semble brusquement rebondir, après avoir déçu au 1^{er} trimestre. Nous tablons toujours sur une reprise notable de la croissance à environ 2,5% du PIB au 2^e trimestre, sur fond de forte croissance des dépenses de consommation, laquelle pourrait bien dépasser 3,0% sur la période.

Le compte rendu de la réunion d'avril du FOMC de mai et certains discours des membres de la Fed incitent les marchés à intégrer une hausse des taux en juin ou juillet. La croissance américaine s'améliore au 2^e trimestre, avec une économie proche du plein emploi et des conditions financières considérablement assouplies depuis le pic de janvier. Mais les anticipations d'inflation restent assez faibles et le dollar s'apprécie, ce qui devrait déboucher sur un nouveau

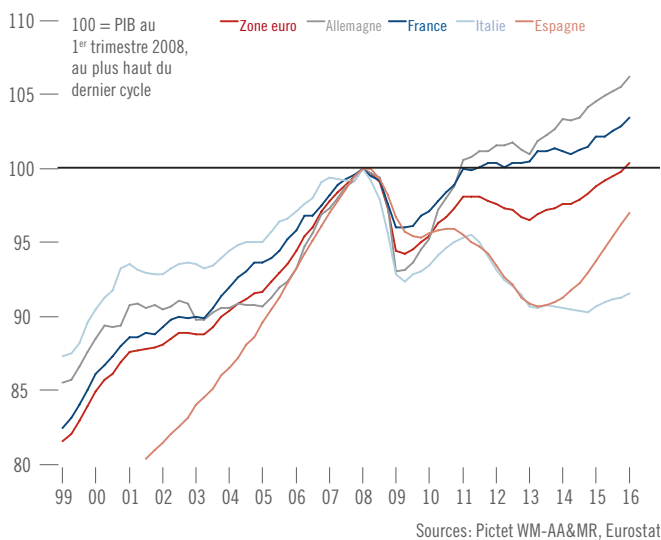
Nous tablons toujours sur une reprise notable de la croissance à environ 2,5% du PIB au 2^e trimestre

resserrement des conditions financières. Mais demeurent d'autres risques, liés à la conjoncture mondiale, aux problèmes de change et de politique économique en Chine, au Brexit et aux élections américaines de novembre. Et si la possibilité de hausse de taux en juin ou juillet a augmenté, le FOMC devrait attendre plutôt septembre. Quoi qu'il en soit, la Fed se montrera très prudente, avec probablement une seule hausse cette année.

Les perspectives restent favorables en zone euro, malgré des soubresauts

Après les bons chiffres du 1^{er} trimestre, les dernières enquêtes sur le climat des affaires en zone euro indiquent un certain fléchissement, laissant penser que la croissance du PIB pourrait ralentir de 2% à environ 1,5% en termes annualisés au 2^e trimestre. Mais les indices de confiance et les données sur l'activité restent en ligne avec une demande intérieure robuste, contribuant à compenser une éventuelle faiblesse des facteurs exogènes. Sur le front budgétaire, la Commission européenne pourrait faire preuve de souplesse en termes de règles applicables aux dépenses publiques (moyennant des efforts de réforme accrus). En mai, l'Italie s'est ainsi vu

ÉVOLUTION DES ÉCONOMIES DE LA ZONE EURO DEPUIS LA CRISE FINANCIÈRE



accorder une marge d'une ampleur sans précédent en matière d'assouplissement budgétaire, tandis que le Portugal et l'Espagne évitaient des amendes pour ne pas avoir respecté leurs objectifs de déficit public. Dans le même temps, l'accord de l'Eurogroupe du 25 mai sur la Grèce a eu un effet positif, même si les détails cruciaux sur la restructuration de la dette ont été repoussés jusqu'à la fin du programme d'aide en 2018. Néanmoins, des risques à court terme subsistent, suite au référendum britannique du 23 juin sur le Brexit ainsi qu'aux nouvelles élections générales en Espagne trois jours plus tard. La récente chute des enquêtes sur les directeurs d'achat a été très nette dans la périphérie de la zone euro, ce qui exigera une étroite surveillance. Il faudrait néanmoins que l'ensemble des risques mentionnés se matérialisent pour que nos prévisions, supérieures au consensus, soient remises en cause, notamment concernant la croissance du PIB de la zone euro de 1,8% en 2016.

Quant à l'évolution des prix en zone euro, l'inflation sous-jacente est repassée en dessous de 1% en avril, alors que la hausse nominale des salaires négociés tombait à un plus bas historique de 1,4% en glissement annuel, malgré quelques signes de vigueur en Allemagne. Nous n'envisageons pas de changement majeur dans le réglage monétaire de la BCE, mais il est probable que ses achats d'actifs soient étendus au-delà de mars 2017, entraînant de nouveaux ajustements des paramètres du programme d'assouplissement quantitatif, avec une augmentation en septembre des limites applicables aux émetteurs.

L'économie chinoise se stabilise

Les données sur la Chine ont été un peu faibles ces dernières semaines, compte tenu du montant des crédits injectés dans l'économie cette année, et le rebond conjoncturel entrevu en mars ne s'est pas confirmé. Le PMI manufacturier officiel est resté à 50,1 en mai, inchangé par rapport à avril et à peine en territoire positif, tandis que le PMI non manufacturier (services et construction) cédait du terrain, tombant à 53,1 (53,5 en avril et 53,8 en mars). La croissance de la production industrielle est retombée à 6% en glissement annuel en avril (6,8% en mars), les investissements en biens d'équipement ont fléchi à 10,5% entre janvier et avril, contre 10,7% entre janvier et mars, et la croissance des ventes de détail a atteint 10,1% en avril (10,5% en mars). Le ralentissement dans le secteur manufacturier s'atténue, mais le secteur des services éprouve des difficultés à maintenir sa dynamique passée. Et bien que la politique de soutien des autorités ait permis d'éviter un atterrissage brutal, on peut craindre qu'elle ne parvienne pas à relancer la croissance à partir des niveaux actuels.

Par ailleurs, des signes de désaccord à propos de la politique économique sont perceptibles, avec des critiques émises par le président Xi Jinping lors d'un discours et dans la presse, sur le recours accru à la dette pour soutenir la conjoncture. Cette reconnaissance du fait qu'une croissance excessive du crédit aggrave les problèmes est lourde de sens. Mais la tendance à recourir au levier du crédit quand la croissance ralentit perdure et les tentatives précédentes de réorientation vers des réformes structurelles ont donné peu de résultats.

De fait, le crédit s'est resserré en avril. Le total des prêts à l'économie est tombé à RMB 751 mia, contre 2300 en mars. Mais il peut s'agir plus d'une reprise en main après l'énorme envolée du crédit au 1^{er} trimestre que d'une réorientation politique fondamentale. Et les autorités devraient continuer de compter sur les politiques de «stop and go» actuelles faisant appel, en fonction des nécessités, au stimulus monétaire et budgétaire pour maintenir un taux de croissance élevé. Nous confirmons donc nos prévisions de croissance de 6,5% du PIB réel sur l'année, dans le bas de la fourchette de 6,5 à 7% fixée par les autorités.

Le risque a de nouveau le vent en poupe, mais des obstacles majeurs demeurent

Même si l'on observe un regain d'appétit en parallèle à une amélioration des performances des différentes classes d'actifs, une prochaine hausse des taux aux États-Unis et le rebond du dollar, associés aux échéances politiques à venir, rendent l'évolution des marchés difficile à anticiper.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet et Alexandre Tavazzi

MARCHÉS FINANCIERS

Performance en % des indices financiers en monnaies locales. Données arrêtées au 31.05.2016

		Indice	Depuis le 31.12.2015	Mois précédent
Actions USA*	USD	S&P 500	3.6%	1.8%
Actions Europe *	EUR	Stoxx Europe 600	-2.7%	2.7%
Actions marchés émergents*	USD	MSCI Emerging Markets	2.4%	-3.7%
Oblig. d'entreprise <i>investment grade</i> US*	USD	ML Treasury Master	3.3%	0.0%
Oblig. d'entreprise à haut rendement US*	USD	ML Corp Master	5.3%	-0.1%
US high yield*	USD	ML US High Yield Master II	8.1%	0.7%
Hedge funds	USD	Credit Suisse Tremont Index Global**	-1.9%	0.3%
Matières premières	USD	Reuters Commodities Index	5.7%	0.8%
Or	USD	Gold Troy Ounce	14.3%	-6.0%

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

* dividendes/coupons réinvestis** fin avril 2016

🚩 *Même si les valorisations sont élevées, les actions ont encore un léger potentiel. Mais les risques de taux et un agenda politique dense nous poussent à couvrir nos positions en actions et à limiter la durée des obligations.*

Le rebond du marché survient dans un contexte de valorisations élevées

La hausse des cours du pétrole et, plus généralement, des matières premières, a contribué à relever les estimations de bénéfices des sociétés énergétiques, tandis que les autres secteurs cycliques profitaient de perspectives semblant s'éclaircir, tout au moins sur les marchés développés. Les estimations de bénéfices paraissent avoir atteint un plancher, sur fond d'amélioration des tendances de prix. Les résultats du premier trimestre en Europe et, dans une moindre mesure, aux États-Unis, ont révélé plusieurs bonnes surprises, et les banques ont surperformé ces dernières semaines. Une nouvelle pentification de la courbe des taux pourrait par ailleurs avoir des effets positifs sur les perspectives des valeurs financières et contribuer un peu plus à l'optimisme ambiant.

Toutefois, le rebond des cours après le point bas atteint en février a été beaucoup plus rapide que l'amélioration des bénéfices. Les valorisations se situent donc à des

niveaux proches des sommets atteints il y a plus d'un an. Notre scénario central s'appuie sur un potentiel de nouvelles hausses, quoique limitées, sur les marchés actions grâce à l'augmentation des bénéfices, ce qui nous encourage à maintenir une surpondération tactique de ces dernières. Cependant, compte tenu des valorisations élevées et d'une croissance modeste (ce qui entrave l'expansion des multiples), nous restons relativement prudents. Nous avons en effet commencé à couvrir nos positions en actions compte tenu de deux risques majeurs à court terme auxquels les marchés vont être confrontés. Le premier correspond au risque que les marchés ne parviennent pas à intégrer correctement les prochaines hausses des taux par la Fed. Le second provient des retombées potentielles d'une multitude de risques politiques, à savoir le référendum sur le Brexit et les élections législatives en Espagne en juin, le référendum constitutionnel en Italie en octobre et les élections présidentielles américaines en novembre.

Si le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans (environ 1,8%) peut sembler intéressant vu d'Europe, on peut également s'inquiéter du fait que les taux d'intérêt réels (après inflation) des bons du Trésor américain à long

terme soient passés dans le rouge et du rapport asymétrique qui en découle entre risques et rendements. Cela ne signifie pas que nous prévoyions une hausse spectaculaire des rendements obligataires, mais nous avons réduit la durée. Parallèlement, les investisseurs continuent d'être rémunérés pour leur exposition au risque dans certains secteurs des obligations d'entreprise, notamment celles à haut rendement. La baisse des taux d'intérêt provoquée par l'assouplissement quantitatif (QE) et les prévisions d'achat d'obligations d'entreprise par la BCE ont donné lieu à une course au rendement qui continue, entre autres, de doper le haut rendement européen.

Concernant les devises, les tensions se sont encore exacerbées en mai, sur fond de hausse du dollar, en prévision d'un resserrement des taux aux États-Unis. La Fed a cependant une marge de manœuvre limitée, car tout rebond du dollar pondéré en fonction des échanges découlant des progrès de l'économie intérieure aux États-Unis pourrait déstabiliser les marchés émergents exposés au billet vert.

Les actions des marchés développés font face à des obstacles

Les marchés actions ont poursuivi leur reprise en mai. Les résultats du premier trimestre, meilleurs que prévu, et l'amélioration des prévisions de bénéfices pour 2016 dans les secteurs cycliques et de l'énergie ont soutenu le rebond continu des principaux indices. Le S&P 500, exprimé en dollars américains et dividendes inclus, a ainsi gagné 3,6% au cours des cinq premiers mois de 2016, tandis que le Stoxx Europe 600 restait négatif (-2,7% sur la même période). Le Topix japonais a perdu 2,3% selon les mêmes critères, en raison de révisions décevantes des résultats.

La croissance des bénéfices a commencé à se redresser sur les marchés développés, ce qui a permis

d'atténuer les tensions. Les *spreads* au niveau des titres à haut rendement du secteur de l'énergie se sont resserrés de manière spectaculaire aux Etats-Unis en mai, tandis que les prix des swaps sur défaillance de crédit (CDS) des banques européennes restaient stables. Reflet de cet apaisement, la volatilité des marchés a baissé, les indices Vix et V2X étant passés de 15,7% à 14,2% et de 24% à 21% respectivement en mai. Alors que les révisions à la hausse des bénéfices devraient continuer grâce aux prix plus élevés de l'énergie, les marchés vont devoir franchir plusieurs obstacles au cours des semaines et mois à venir s'ils veulent poursuivre leur ascension. Parmi ceux-ci figurent le vote sur le Brexit du 23 juin et les élections espagnoles du 26 juin, un possible resserrement monétaire de la Réserve fédérale américaine au cours de l'été et les élections présidentielles aux Etats-Unis en novembre, des pics de volatilité à l'approche de ces événements étant à craindre malgré l'amélioration de la croissance des bénéfices. Nous maintenons donc une position tactique vis-à-vis des actions en nous efforçant de tirer le maximum des évolutions à court terme du marché.

La dispersion des rendements entre les actifs s'est accrue en mai

Les deux actifs les plus performants depuis le début de l'année, le pétrole brut et l'or, ont suivi des trajectoires différentes en mai: le pétrole a gagné 5,4% quand l'or reculait de 6,0%. La dispersion s'est aussi accentuée parmi les actions: les marchés actions développés ont enregistré des rendements positifs favorables, tandis que les actions des marchés émergents décevaient. Alors que le S&P 500 gagnait 1,8%, l'indice MSCI Emerging Markets a perdu 3,7% (en dollars) et l'indice MSCI Asia (Ex Japan) 1,3%. Les marchés émergents ont pâti du ton moins accommodant de la Fed au

cours du mois. Les politiques monétaires divergentes menées par la Fed et la BCE ont également conduit à des différences de performance des obligations souveraines à 10 ans: les bons du Trésor américain ont légèrement reculé en devise locale, tandis que les Bunds allemands gagnaient 1,3% supplémentaire. Le dollar, qui a remonté à nouveau en mai, est le facteur qui a le plus joué sur la performance récente de la plupart des classes d'actifs.

Le Japon connaît un léger répit grâce à l'affaiblissement du yen

Le TOPIX a surperformé les autres marchés actions développés en mai, gagnant 2,9%, contre 1,8% pour le S&P 500 et 2,7% pour le Stoxx Europe 600 (toutes les performances étant exprimées en devises locales). Cette surperformance s'explique cependant principalement par l'évolution des changes: le yen a perdu 3,2% en mai après une hausse continue depuis le second semestre 2015, reflet de la corrélation durablement forte entre le marché boursier nippon et sa devise. Les résultats des entreprises japonaises au premier trimestre 2016 ont été particulièrement mauvais, avec un chiffre d'affaires de 3,8% et un résultat net inférieurs de 34% aux attentes. C'est l'industrie manufacturière qui a le plus souffert de la vigueur du yen. Alors que l'efficacité de la politique monétaire de la Banque du Japon s'amenuise, la relance budgétaire semble être la meilleure option pour doper l'économie, d'où le report de la hausse de la TVA annoncé le 1^{er} juin. Dans un environnement de taux de change devenu plus compliqué, des annonces de nouveaux stimuli fiscaux pourraient favoriser à nouveau les actions japonaises.

Le réveil de la Fed connaît sa deuxième partie

L'approche prudente adoptée par la Fed depuis le début de l'année a

contraint les marchés à totalement revoir leurs prévisions d'évolution du resserrement monétaire. Début mai, les marchés ne tablaient qu'à 7% sur une hausse des taux directeurs en juin. Toutefois, compte tenu de l'amélioration de la situation internationale et des données économiques aux Etats-Unis, la Fed a pris les marchés de court en mai en suggérant qu'elle était prête à augmenter les taux, peut-être même dès le mois de juin. Plusieurs données publiées aux Etats-Unis et une Fed moins conciliante ont déjà contribué à la reprise du dollar. A l'avenir, l'amélioration attendue de l'activité économique aux Etats-Unis aux deuxième et troisième trimestres devrait continuer de favoriser le billet vert. Mais la Fed ne devrait augmenter les taux qu'une seule fois en 2016, et la hausse du dollar devrait être moins spectaculaire qu'au cours des années précédentes.

Les arrêts de production de pétrole dopent les cours

La fermeté constante des cours du pétrole en mai a été soutenue par des interruptions sans précédent de l'approvisionnement. Même si elles sont par nature temporaires, comme pour les incendies de l'Alberta, au Canada, il est possible qu'un élément structurel explique aussi ces arrêts de production, souvent causés par des conflits, comme ceux du Moyen-Orient. Mais il est également possible que les réductions de coûts opérées par les compagnies pétrolières et les pays producteurs contribuent à augmenter le risque d'interruption d'approvisionnement en raison de facteurs techniques ou sécuritaires. Nous risquons donc d'être confrontés à une volatilité persistante de l'offre, et donc des prix de l'or noir.

Les consommateurs émettent des signaux contradictoires

L'OCDE estimant que la croissance mondiale devrait stagner à un taux «modeste» de 3% cette année, les dépenses des ménages sont censées soutenir l'économie domestique dans plusieurs grands pays - mais avec un succès variable.

+3%

Les dépenses de consommation ont progressé de plus de 1% en avril par rapport au mois précédent, confirmant notre opinion selon laquelle elles franchiraient la barre des 3% annualisés au deuxième trimestre. **La hausse de la consommation – pilier de l'économie américaine – pourrait pousser la croissance du PIB réel jusqu'à 2,5% au deuxième trimestre.**

-44%

Le Brésil est plongé dans la récession, son PIB ayant reculé durant ces cinq derniers trimestres. **Celui du premier trimestre indique que la demande des ménages a baissé de 0,8%** en glissement trimestriel. La chute de 29% en glissement annuel des ventes d'automobiles produites au Brésil et de 44% des ventes d'automobiles importées au premier trimestre témoigne aussi du ralentissement de la demande intérieure.

-0,9%

Les consommateurs allemands envoient des signaux contradictoires. L'augmentation, supérieure aux prévisions, de 0,7% du PIB au premier trimestre a été stimulée par la demande intérieure (qui a plus que contrebalancé les faibles exportations), tandis que d'autres statistiques indiquaient une hausse vigoureuse de 2,3% des ventes de détail du début de l'année à fin avril. Mais **la dynamique de consommation ralentit, les ventes de détail ayant baissé de 0,9% en glissement mensuel en avril et de 1,4% en mars.**

GBP 7 mia

La croissance du PIB britannique a chuté durant les trois premiers mois de l'année (à un taux en glissement trimestriel de 0,4%). Mais les dépenses des ménages émettent toujours un signal positif, car malgré les incertitudes dues au référendum sur le Brexit, **les consommateurs britanniques ne lèvent pas le pied: ils ont dépensé en moyenne GBP 7 mia par semaine en avril** selon l'Office de la statistique, soit une hausse de 4,3% par rapport à avril 2015.



+1,5%

Les chiffres publiés par l'INSEE montrent que les ménages dépensent au rythme le plus élevé depuis 2004 et **l'organisme de sondage a revu la croissance de la consommation fortement à la hausse en 2015, à +1,5%, tout en révisant également les chiffres du premier trimestre 2016 à 1,7%**. Parallèlement, l'indice de confiance des consommateurs de la deuxième économie de la zone euro a bondi à 98 en mai, soit son niveau le plus élevé depuis octobre 2007.

65,3

La Chine réoriente son modèle, mettant plus l'accent sur l'économie domestique pour diminuer sa dépendance aux exportations. Cependant, après quatre mois d'amélioration, **l'indice FTCR China Consumer, enquête menée auprès des consommateurs chinois, a reculé en mai**, montrant une chute du revenu des ménages et des dépenses discrétionnaires par rapport à avril. A 65,3, le chiffre reste bien supérieur au seuil de 50, qui sépare la progression de la contraction, mais bien inférieur aux niveaux observés en 2013 (environ 80).

-0,8%

La consommation reste faible au Japon. Malgré les efforts des autorités pour stimuler l'économie et un yen fort qui a réduit le prix des importations, **les ventes de détail ont baissé en avril de 0,8%** par rapport à l'année dernière et le 1^{er} juin, le Premier ministre japonais a annoncé le report de la hausse de la TVA, prévue pour avril prochain, afin d'éviter de mettre à mal une économie déjà fragile.

+7,2%

Malgré des perspectives économiques mitigées, la croissance de 7,9% du PIB au premier trimestre laisse penser que l'Inde est actuellement l'un des maillons forts des marchés émergents. **Une consommation soutenue a permis d'accélérer la croissance, comme en témoignent les ventes d'automobiles, qui ont augmenté de 7,2% de janvier à fin mars**. Et même si les hausses récentes des cours du pétrole ont un impact défavorable, la prochaine revalorisation des salaires des fonctionnaires pourrait continuer à soutenir les dépenses de consommation.

Apprendre à vivre avec une Fed moins accommodante

Les actions développées et les obligations européennes ont tiré leur épingle du jeu en mai, tandis que les actifs émergents restaient à la peine et que la vigueur du dollar plombait les métaux précieux. La Fed laissant entendre qu'elle pourrait durcir sa politique monétaire prochainement, l'évolution des devises est à suivre.

Actions

Rebond des bénéfiques

Le Japon à la traîne

En mai, l'indice MSCI World, soutenu par le S&P 500 et le Stoxx Euro 600 (+1,8% et +2,7% en devise locale), a progressé de 0,7% en dollars. Le communiqué relativement virulent du FOMC a incité le marché à renforcer ses anticipations de resserrement monétaire américain pendant l'été et entraîné une hausse du billet vert. Conséquence: le MSCI Emerging Markets a cédé 3,7% sur le mois en dollars. Toujours en dollars et dividendes inclus, le S&P500 s'est affiché en hausse sur les cinq premiers mois de 2016 (+3,6%), tandis que le Japon (-1,8%) et l'Europe (-2,7%) étaient orientés à la baisse.

L'avancée des marchés développés reflète les résultats publiés par les entreprises pour le premier trimestre. Ces derniers ont dépassé les prévisions de 11,2% en Europe et 1,4% aux Etats-Unis, mais sont ressortis à 37,5% en dessous des attentes au Japon.

Ainsi, après trois années consécutives de baisse des prévisions, le premier trimestre devrait constituer un point bas pour le S&P 500 et le Stoxx Euro 600. L'amélioration provient surtout de l'énergie et des valeurs cycliques, où les relèvements se sont avérés moins importants que la remontée des prix du pétrole. Ces révisions n'ont pourtant pas suffi à faire baisser des valorisations d'ores et déjà élevées. Le ratio cours/bénéfices (PER) s'établissait à 17,6x aux Etats-Unis fin mai, contre 15,3x en Europe et 13,1x au Japon. Compte tenu du niveau des valorisations, les performances devraient être modérées.

Obligations

Le retour de la Fed

Le ton moins accommodant de la Fed en mai a poussé les rendements des bons du Trésor et des obligations émergentes vers le haut.

Dans les minutes du FOMC d'avril et divers discours, la Fed s'est dite prête à relever à nouveau ses taux dans les prochains mois. Ce ton moins accommodant a légèrement surpris les marchés, qui ont ainsi réévalué l'orientation de la politique monétaire américaine. Ils estiment désormais à environ 70% la probabilité d'un relèvement en juin ou juillet, tandis que le rendement des bons à deux ans, considéré comme annonciateur d'un durcissement, a augmenté de 10 pb. Celui des bons du Trésor à 10 ans a enregistré une hausse moins forte, à 1,85%. En Europe, les rendements souverains ont reculé, celui du Bund allemand à 10 ans retombant à 0,14% fin mai, contre 0,30% en avril. Les rendements périphériques ont fait de même en raison d'un regain d'appétit au risque, les incertitudes entourant le vote sur le Brexit s'atténuant et un accord sur une nouvelle tranche d'aide à la Grèce ayant été conclu. L'accélération de l'assouplissement quantitatif de la BCE et la baisse des émissions nettes ont aussi joué un rôle. La divergence monétaire entre l'Europe et les Etats-Unis s'accroissant, les rendements souverains devraient faire de même, ceux des *Treasuries* enregistrant une hausse plus forte.

Le durcissement du ton de la Fed a également pénalisé les obligations émergentes en devises locales, le dollar repartant à la hausse, et les rendements pourraient continuer à progresser dans l'éventualité d'un relèvement des taux américains cet été.

Obligations corporate

Rebond après un début mai agité

Hausse des cours du pétrole, appétit pour le risque en Europe et baisse des émissions: le crédit a progressé en fin de mois

Le crédit a connu un mois agité, les rendements augmentant en début de période en raison de la baisse des cours du pétrole et des tensions persistantes dans le secteur financier européen. Mais la tendance s'est inversée en fin de mois. Tout d'abord, les cours de l'or noir ont rebondi de 6%, terminant le mois à près de USD 50/baril. Cette remontée a fait baisser les rendements du segment énergie du *high yield* (HY) américain, les obligations les moins bien notées enregistrant une nette surperformance. Le HY américain a progressé de 0,7% et les rendements ont baissé à 7,65%. De son côté, le HY européen a terminé le mois en légère hausse, les inquiétudes entourant les banques étant contrebalancées par un regain d'appétit pour les obligations souveraines périphériques, dont les rendements sont retombés à 4,74%.

L'*investment grade* (IG) européen a surperformé son homologue américain malgré de nombreuses émissions, les entreprises cherchant à profiter de la faiblesse des rendements (1,06% à fin mai) due au lancement imminent des achats d'obligations d'entreprise de la BCE en juin. Une Fed devenue moins accommodante a entraîné une hausse des rendements IG américains (à 3,16%) et une performance légèrement négative (-0,1%). La divergence des politiques monétaires et des taux de défaut HY entre l'Europe et les Etats-Unis devrait favoriser le crédit européen et limiter la volatilité.

Hedge funds

Should I stay or should I go?

Avant le référendum au Royaume-Uni, les gérants de hedge funds couvrent leurs positions

Comme disait un gérant de hedge funds, concernant le flou qui entoure le vote britannique, mieux vaut regarder les *bookmakers* que les sondages. Alors que les derniers font état d'un 50-50, les premiers estiment à 60-70% que le Royaume-Uni restera dans l'UE. Et cette issue semble faire consensus au sein des gérants de hedge funds.

Pourtant, le Brexit reste considéré comme un événement extrême et l'impact d'un oui à la sortie de l'UE, même temporaire, ne passerait pas inaperçu. Le cas échéant, les gérants anticipent une baisse de la livre qui jouerait en faveur des exportations et nuirait aux importations. La consommation des ménages ralentirait en raison des incertitudes et de l'ajustement des perspectives de croissance. Acceptant le risque, les gérants *long/short* n'ont pas drastiquement modifié leurs portefeuilles, hors suivi accru des expositions et diversification de leurs positions. Certains gérants *global macro* utilisent, eux, des stratégies d'options (*dual-digit* notamment) pour couvrir le risque de Brexit. Ces stratégies sont conçues pour profiter d'un repli de la livre face à l'euro. Mais, pour qu'elles s'avèrent porteuses, il faudrait également que l'euro recule face au dollar, l'idée étant que le Brexit pénaliserait le projet européen. Ces structures ne supportant pas le coût d'achat des options, compte tenu de la volatilité, elles constituent une protection bon marché.

Métaux précieux

Impact négatif du dollar fort

En mai, les métaux précieux ont enregistré des performances décevantes coïncidant avec une nouvelle progression du billet vert

Le mois de mai ne s'est pas révélé particulièrement porteur pour les métaux précieux: -6,0% pour l'or (en dollars), -10,4% pour l'argent, -9,0% pour le platine et -12,2% pour le palladium, le regain de vigueur du billet vert constituant très certainement l'une des principales raisons à cette sous-performance.

Mauvaise nouvelle pour ces matières premières, l'embellie des perspectives de croissance américaine aux deuxième et troisième trimestres devrait encore favoriser le renforcement du dollar, ce qui devrait *in fine* peser sur leurs performances. Notons toutefois que le rebond de l'économie américaine constitue une évolution positive pour les métaux dépendant de la demande industrielle, dont le palladium, influencé par les ventes de voitures aux Etats-Unis. Mais, pour l'or, dont la demande industrielle est quasi inexistante, les choses sont différentes. Comme la Fed semble prête à relever ses taux dans les prochains mois, réduisant du même coup le risque d'un emballement de l'inflation, les perspectives à court terme du métal jaune deviennent moins encourageantes qu'elles ne l'ont été. Par ailleurs, les marchés ont jusqu'à présent bien accueilli le durcissement de la Fed, réduisant l'attrait de l'or comme valeur refuge. Cela étant, la solidité de la demande de bijoux et la baisse de production des mines devraient limiter le risque baissier.

Devises

Regain de volatilité en juin?

Des rendez-vous politiques et monétaires clés pourraient avoir un impact important sur le marché des changes

En regardant l'indice de volatilité des devises de Deutsche Bank, proche de son plus bas annuel fin mai, difficile d'imaginer que de nombreux événements qui pourraient secouer les devises auront lieu dans les prochaines semaines.

Sur le front politique, l'issue du référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne (UE), le 23 juin, pourrait avoir un impact fort sur la livre. Et même si les sondages indiquent que le Brexit devrait être évité, n'oublions pas qu'ils s'étaient montrés peu fiables en 2014 et 2015. En outre, en Espagne, les élections générales du 26 juin pourraient donner le pouvoir à un gouvernement désireux d'inverser les réformes économiques, ce qui générerait une certaine volatilité autour de l'euro.

Sur le plan monétaire, le FOMC des 14 et 15 juin pourrait acter un relèvement des taux. Un durcissement aussi précoce doperait sans doute le dollar, comme le marché n'intégrait tout simplement pas cette éventualité début mai. Et cette appréciation pourrait susciter de nouvelles craintes vis-à-vis de la Chine. De fait, le yuan chinois a cédé du terrain face au billet vert et frôle désormais les niveaux atteints lors des turbulences de janvier.

Le Brexit, l'arrivée d'un gouvernement antiréformes en Espagne et un relèvement des taux américains en juin ne font pas partie de notre scénario central. Pourtant, le fait que les marchés ne s'inquiètent pas outre mesure de ces risques nous déconcerte.

Les banques européennes se japonisent-elles?

Plusieurs facteurs, dont des taux d'intérêt faibles, voire négatifs, poussent les investisseurs à délaisser les banques européennes, qui pourraient subir le même sort que les banques japonaises, où des années de taux bas ont fait baisser les valorisations. Mais les politiques de relance de la BCE pourraient leur réserver un tout autre sort.

Yann Goffinet analyste financier, et *Frederik Ducrozet*, économiste senior pour l'Europe

Entre le 1^{er} janvier et le 26 mai, le secteur bancaire a été le moins performant des 19 secteurs du Stoxx Europe 600, avec -2% pour l'indice contre -12% en euros pour le secteur bancaire, qui sous-performe fortement le marché européen depuis cinq ans. Durant cette période, les banques européennes ont perdu 22%, alors que le Stoxx progressait de 23%, seules les ressources de base ayant été moins performantes.

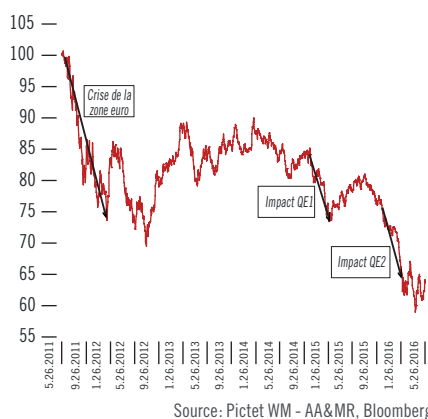
Les banques ont connu trois grandes périodes de sous-performance ces cinq dernières années (voir graphique 1). En 2011, durant la crise souveraine de la zone euro, puis de fin 2014 à début 2015, suite au premier programme d'assouplissement quantitatif (QE) de la BCE, et fin 2015, avec l'impact du deuxième QE de la BCE.

Les derniers programmes de relance de la BCE se caractérisent par des taux d'intérêt de plus en plus bas, voire négatifs, à court terme, et une baisse des taux sans risque à plus long terme.

Le défi des taux bas, voire négatifs

L'aplatissement de la courbe des taux et les taux d'intérêt négatifs découlant des mesures de la BCE pénalisent les banques. Celles-ci empruntant généralement à court terme (les dépôts à vue peuvent être retirés à tout moment) et prêtant à plus long terme (la moitié des crédits immobiliers dans la zone euro sont à taux fixe sur plusieurs années), une courbe des taux plus plate réduit leurs marges. Mais l'impact des taux d'intérêt négatifs sur ces marges est plus récent et pernicieux. Aucun grand système bancaire européen n'a

GRAPHIQUE 1: PERFORMANCE RELATIVE DES BANQUES EUROPÉENNES PAR RAPPORT AU STOXX EUROPE 600, MAI 2011 – MAI 2016



encore répercuté les taux négatifs sur sa clientèle, ce qui abaisse les marges (si elles existent) que les banques gagnent sur les dépôts. Et à moins de compenser cette baisse ailleurs dans leur bilan, notamment par une hausse des taux des prêts, les taux négatifs leur nuisent.

En dehors de la zone euro, les banques suédoises, danoises et suisses compensent généralement cette baisse des marges de dépôt par une hausse des marges sur les crédits immobiliers. Dans ces pays, le secteur bancaire est très concentré et les initiatives prises bénéficient du soutien des autorités de surveillance et des banques centrales pour éviter la surchauffe du secteur immobilier due aux taux négatifs. Mais cette solution est difficilement transposable à la zone euro, où les prix et les marges des crédits immobiliers sont souvent liés contractuellement à l'Euribor, dont la baisse des taux réduit le produit des intérêts pour les banques.

- La dernière période de sous-performance des banques est due

essentiellement à la baisse des taux sur leurs marges, mais aussi à leurs perspectives moroses:

- La volatilité et la tendance baissière des marchés ont fait pression sur les revenus liés aux marchés, notamment dans la gestion d'actifs et la banque d'investissement.
- La faiblesse des prix des matières premières, dont le pétrole, entraîne des pertes sur les prêts dans le secteur énergétique, ce qui fait craindre une inversion du cycle de crédit des entreprises.
- Les questions suscitées par le nouveau Mécanisme de surveillance unique des banques (MSU) de la BCE ont généré des incertitudes et une hausse des coûts d'emprunt en début d'année.
- Les mesures prises par la BCE ont amplifié les problèmes, par exemple pour ce qui concerne les prêts non performants des banques italiennes.

Les prévisions de résultats des banques ont fortement baissé: les estimations à 12 mois ont chuté de 16% sur les cinq premiers mois de 2016, contre une baisse de 4% pour le marché actions européen dans son ensemble. Les estimations des dividendes dans le secteur bancaire ont aussi reculé.

Compte tenu de la sous-performance et des révisions à la baisse des résultats des banques européennes durant les derniers trimestres, le secteur se négocie aujourd'hui avec une décote inhabituelle par rapport au marché. Le graphique 2 compare le bénéfice par action (BPA) du secteur bancaire européen à celui du marché actions européen au cours des 10 dernières

années. En moyenne, il s'est négocié avec une décote de 18% par rapport au marché sur cette période, contre environ un tiers actuellement. Mis à part 2008, au plus haut de la crise financière, les banques ne se sont jamais négociées à un niveau aussi bas par rapport au marché ces 10 dernières années, pas même en 2011-2012, au pire de la crise de la zone euro.

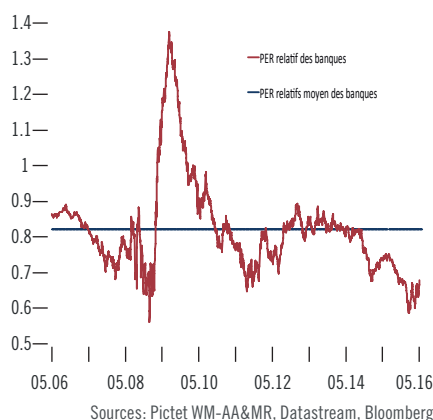
La décote des banques européennes par rapport à leurs actifs comptables, à l'image des banques japonaises

Par ailleurs, les banques européennes se négocient avec une décote toujours plus grande par rapport à leurs actifs comptables (voir graphique 3). La dernière fois qu'elles ont bénéficié d'une prime par rapport à leurs actifs comptables, c'était avant la crise financière, outre une brève période en 2009 suite à un rebond à court terme. Sur fond de forte volatilité, cette décote a atteint environ 30%, et la situation est peu susceptible de s'améliorer en 2016.

Cette décote reflète un rendement des capitaux propres (RoE) inférieur à leur coût pour les banques européennes, avec un RoE moyen d'environ 5%. Même s'il atteignait 7 ou 8%, comme attendu, il resterait inférieur au coût des capitaux propres (plus proche de 10%, et d'environ 2% supérieur au coût des instruments de risque au rendement le plus élevé).

Mais la situation pourrait empirer car face aux prévisions de hausse des taux de la Fed, les banques américaines, qui n'ont pas été soumises aux taux d'intérêt négatifs, se négocient à leur valeur comptable

GRAPHIQUE 2: PER DES BANQUES EUROPÉENNES PAR RAPPORT AU STOXX EUROPE 600, MAI 2006 – MAI 2016



et affichent un RoE moyen d'environ 8%. Mais les banques japonaises, après des années de dévalorisation, se négocient aujourd'hui à environ 50% de leur valeur comptable, soit une décote de 30% par rapport aux banques européennes.

Les banques japonaises font face depuis de nombreuses années à des taux d'intérêt très bas. Si les pertes sur prêts sont minimes (comme en Europe), leur RoE est maigre (3-6% en moyenne), car leurs marges nettes d'intérêt ont été affectées par des taux faibles, aujourd'hui négatifs. Au Japon, le rendement moyen des prêts a chuté de 35% en 15 ans et n'est plus supérieur que de 1,2% au taux de dépôt. Les similitudes des secteurs bancaires japonais et européen font craindre que ce dernier suive la même trajectoire. En Europe, le taux moyen des prêts est d'environ deux fois supérieur à celui du Japon (2-3% pour les pays du cœur de l'Europe), mais il suit une tendance baissière.

Le secteur bancaire européen peut-il échapper à cette japonisation, malgré les prévisions de baisse

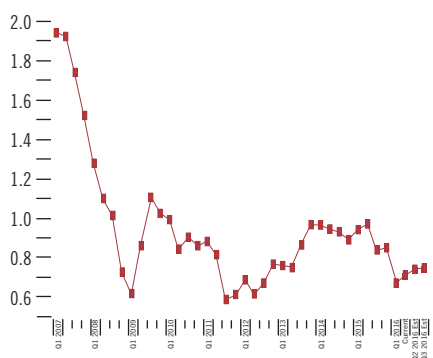
continue des valorisations absolues (cours/valeur comptable) et relatives (PER) dans les prochains trimestres? Cela dépendra en grande partie du succès des dernières mesures de la BCE et d'une reprise durable. «L'Europe n'est pas le Japon», proclament les optimistes, mais si nous partageons cet avis à bien des égards, ce qui compte pour le secteur bancaire, c'est que l'économie renoue avec une croissance nominale élevée, y compris une hausse de l'inflation. Nous voyons donc deux issues possibles.

Les banques européennes suspendues à la «réflation» de l'économie

Dans notre scénario central, le succès de la politique de «réflation» de la BCE permettrait le retour de la croissance nominale et soutiendrait les banques européennes. L'inflation sous-jacente reste faible (inférieure à 1% jusqu'à peu), mais la BCE espère que l'effet cumulé de ses mesures non conventionnelles permettra de ramener l'inflation à un niveau proche de 2% d'ici 2018. Dans l'intervalle, les anticipations d'inflation pourraient être soutenues par la hausse des prix des matières premières.

La situation pourrait toutefois empirer avant de s'améliorer, si la politique monétaire de la BCE ne parvenait pas à relever l'inflation à elle seule. Dans ce cas, cette dernière pourrait avoir recours à de nouvelles mesures innovantes. La politique monétaire approchant ses limites, il nous semble toutefois que la seule solution crédible impliquerait alors une réponse budgétaire, pouvant prendre plusieurs formes.

GRAPHIQUE 3: RATIO COURS/VALEUR COMPTABLE DES BANQUES EUROPÉENNES, T1 2007 – T3 2016 (ESTIMATION)



Sources: Pictet WM-AA&MR, Bloomberg

Le nouveau pacte budgétaire de la zone euro offre une plus grande flexibilité budgétaire en période de difficultés économiques. Une réponse budgétaire significative n'aurait donc pas besoin d'être coordonnée à l'échelle européenne. Elle pourrait prendre la forme d'une réponse des gouvernements nationaux à toute nouvelle dégradation de la situation, laquelle réponse, combinée aux achats d'obligations publiques et privées par la BCE, pourrait s'apparenter à une forme d'«hélicoptère monétaire» a posteriori. La BCE pourrait alors maintenir une politique ultra accommodante, y compris pour ses rachats d'actifs et ses TLTRO, mais le seul levier pour améliorer réellement la confiance serait d'ordre budgétaire. Une relance budgétaire plus affirmée alliée au QE pourrait enfin entraîner une hausse de l'inflation.

Autrement dit, même si le calendrier et les modalités du *policy-mix* diffèrent selon ces deux scénarios, l'inflation européenne devrait augmenter progressivement. Cette normalisation lente de l'inflation entraînerait une pentification des courbes des taux (nominaux), en particulier dans les pays du cœur de la zone euro, ce qui devrait avoir un impact positif sur les marges des banques européennes.

Conclusion

Cette période prolongée d'inflation faible et le précédent japonais incitent à la prudence quant aux perspectives à court terme des banques européennes. Les taux risquent de rester bas un certain temps, ce qui continuerait à peser sur les marges des banques, et donc à abaisser davantage leurs prévisions de bénéfices. Dans ces conditions, les craintes des investisseurs quant à leur rentabilité augmenteraient. La prudence est donc de mise face au secteur bancaire européen, et il convient d'éviter la plupart des sociétés dont le RoE avoisine 5-6%, susceptibles d'être des valeurs pièges. En revanche, les noms les plus attractifs du secteur sont ceux qui affichent une rentabilité supérieure à la moyenne ainsi qu'un bilan solide et qui sont en mesure de verser des dividendes élevés et récurrents. Lloyds Banking Group, BNP Paribas et Intesa Sanpaolo pourraient réunir ces critères par

exemple. Plus généralement, les banques se négociant actuellement à des multiples historiquement faibles, les investisseurs devraient se tenir prêts à investir dans le secteur au cas où les prévisions pointeraient vers une hausse de l'inflation.

Contributeurs | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Laureline Chatelain, Frederik Ducrozet **Edition** | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Rédaction achevée le 1 juin 2016
Relecture | Sabine Jacot-Descombes **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.

Les matières premières et le crédit sont de retour

La hausse du yen et le rebond des cours du pétrole et d'autres matières premières font partie des faits les plus marquants depuis le début de l'année. L'appétit pour le risque connaît également un regain, tandis que les obligations américaines à haut rendement et le MSCI World affichent des performances positives (en USD).

Les données des graphiques et tableaux de cette page sont au 31 mai 2016

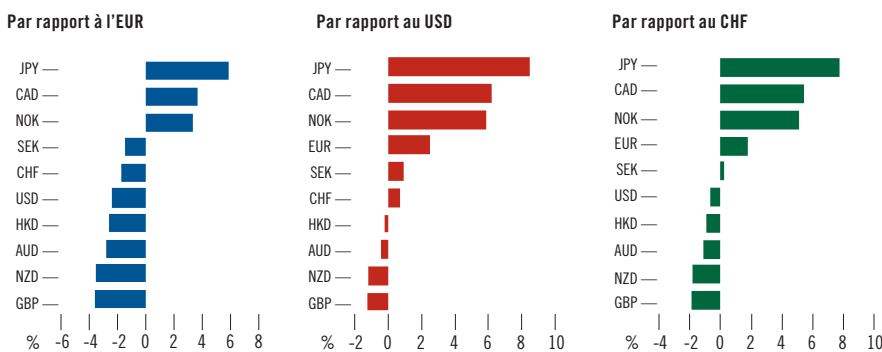
PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Taux de croissance du PIB	Estimations Pictet – (consensus*)			
	2014	2015	2016E	2017E
USA	2.4%	2.4%	1.8% (1.8%)	2.0% (2.3%)
Zone euro	0.9%	1.5%	1.8% (1.6%)	1.7% (1.6%)
Suisse	1.9%	0.9%	1.1% (1.1%)	1.6% (1.5%)
Royaume-Uni	2.9%	2.3%	1.9% (1.9%)	2.3% (2.2%)
Japon	-0.1%	0.6%	0.6% (0.5%)	0.5% (0.5%)
Chine	7.3%	6.9%	6.5% (6.4%)	6.2% (6.2%)
Brésil	0.1%	-3.9%	-3.7% (-3.7%)	0.9% (0.7%)
Russie	0.5%	-3.3%	-1.6% (-1.3%)	1.2% (1.1%)

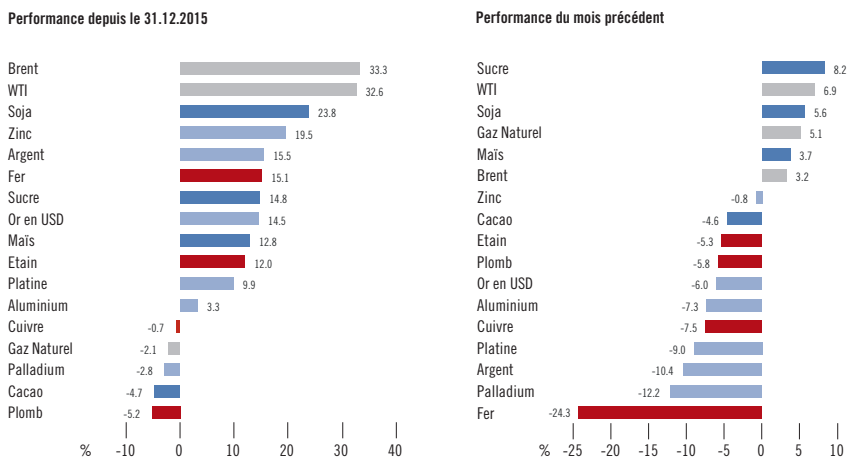
Inflation (IPC) Moyenne annuelle sauf Brésil fin d'année	2014	2015	2016E	2017E
USA	1.6%	0.1%	1.5% (1.2%)	2.4% (2.3%)
Zone euro	0.4%	0.0%	0.3% (0.2%)	1.4% (1.3%)
Suisse	0.0%	-1.1%	-0.6% (-0.6%)	0.2% (0.2%)
Royaume-Uni	1.5%	0.0%	0.7% (0.7%)	1.8% (1.7%)
Japon	2.7%	0.8%	0.2% (0.0%)	1.7% (1.5%)
Chine	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brésil	6.3%	9.0%	8.4% (7.0%)	5.5% (5.5%)
Russie	7.8%	15.5%	8.0% (7.5%)	5.9% (5.7%)

*Source: Consensus Economics Inc

VARIATION DES COURS DE CHANGE (DEPUIS LE 31.12.2015)



MATIÈRES PREMIÈRES

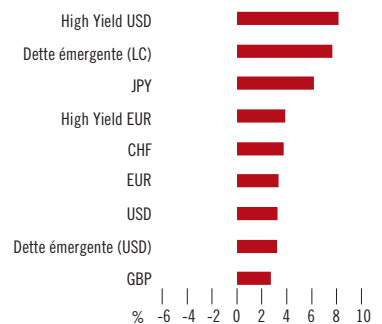


TAUX D'INTÉRÊT

	Courts (3 mois)	Longs (10 ans)
USA	0.50%	1.8%
Zone euro	0.00%	0.2%
Suisse	-0.75%	-0.3%
Royaume-Uni	0.5%	1.4%
Japon	-0.1%	-0.1%
Chine	2.10% (1 an)	2.4% (5 ans)
Brésil	14.25%	13.1%

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Performance depuis le 31.12.2015



MARCHÉS ACTIONS

Performance depuis le 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	2.1%	-0.4%	1.4%	3.4%
S&P 500*	3.6%	1.1%	2.9%	4.9%
MSCI Europe*	-0.2%	-2.6%	-0.9%	1.0%
Tokyo SE (Topix)*	-2.3%	-4.6%	-2.9%	-1.0%
MSCI Pacific ex. Japan*	-0.4%	-2.8%	-1.1%	0.8%
SPI*	-1.6%	-4.0%	-2.3%	-0.4%
Nasdaq	-1.2%	-3.6%	-1.9%	0.1%
MSCI Em. Markets*	2.4%	-0.1%	1.7%	3.7%
Russell 2000	1.7%	-0.8%	1.0%	3.0%

* Dividendes réinvestis

SECTEURS D'ACTIVITÉ

	USA	Europe	Monde
Industrie	5.1%	1.5%	3.9%
Technologie	1.3%	-5.3%	0.6%
Matériaux de base	7.3%	1.7%	7.3%
Télécommunications	10.8%	-6.3%	5.5%
Santé	-1.8%	-8.6%	-3.3%
Energie	9.7%	3.8%	9.8%
Services publics	12.8%	-2.1%	6.8%
Finance	-0.6%	-12.9%	-3.9%
Consommation de base	4.0%	1.0%	3.8%
Consommation discrétionnaire	0.8%	-8.3%	-2.0%

Perspectives est également disponible en ligne.
Suivez quotidiennement et abonnez-vous à nos vues
sur l'économie, les marchés et les tendances séculaires sur
<http://perspectives.pictet.com>