

-9%

La baisse des revenus des principales banques d'investissement venant du négoce en 2015
Page 2

2,5%

Nos prévisions de croissance du PIB américain au troisième trimestre (en glissement trimestriel annualisé)
Page 4

+20,2%

L'augmentation, en glissement annuel, des investissements en infrastructures en Chine au mois d'août
Page 5

+1,7%

La progression (en USD) de l'indice MSCI Asia (hors Japon) en septembre
Page 7

240%

Le ratio dette publique/PIB au Japon
Page 9

1,7%

Nos prévisions concernant le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans pour la fin de l'année
Page 10

579 tonnes

La demande des fonds indiciels (ETF) adossés à l'or au premier semestre 2016
Page 11

USD275 mia

Le montant du plan d'investissement en infrastructures sur cinq ans proposé par Hillary Clinton
Page 12

A l'approche des élections américaines, les incertitudes entourant l'évolution réglementaire et la politique des banques centrales continuent d'influer sur les marchés
Octobre 2016

Perspectives

Les évolutions réglementaires bouleversent les marchés



Cesar Perez Ruiz, directeur des investissements

Si les évolutions réglementaires rendent les banques plus sûres, elles engendrent des bouleversements qui, selon certains, rendent les marchés financiers moins sûrs. Depuis la crise financière de 2008-09, la réglementation bancaire s'est considérablement durcie: règle Volcker, qui les prive de certaines formes de négoce pour compte propre, ou nouvelles exigences de type Bâle III, qui les obligent à détenir plus de fonds propres. Les banques ont donc réduit leurs activités de *trading*. Les recettes liées au négoce d'obligations, de devises et de matières premières des douze plus grandes banques d'investissement mondiales ont chuté de 9% en 2015, à 70 milliards de dollars, contre 109 cinq ans plus tôt.¹

La prochaine réforme des règles applicables aux fonds monétaires américains bouleverse déjà les marchés, car le marché monétaire, évalué à 2700 milliards de dollars, constitue une source essentielle des financements en dollars. Cette réforme menée par la Securities and Exchange Commission (SEC), qui entrera en vigueur le 14 octobre, vise à protéger le secteur de chocs tels que celui qu'il a subi après l'effondrement de Lehman Brothers, et rapproche les États-Unis de l'Europe en matière de réglementation des fonds monétaires.

Tout d'abord, les *prime funds* (qui investissent dans divers actifs) devront publier une valeur liquidative basée sur la valeur de leurs actifs. Les prix fluctueront donc en fonction des conditions du marché et pourront aussi bien augmenter que baisser.

Par ailleurs, les fonds pourront aussi imposer des barrières (limites de retrait), par exemple en facturant une commission sur les rachats si les actifs détenus passent sous certains seuils. Enfin, ils pourront interdire les retraits pendant 10 jours si certains seuils sont franchis.

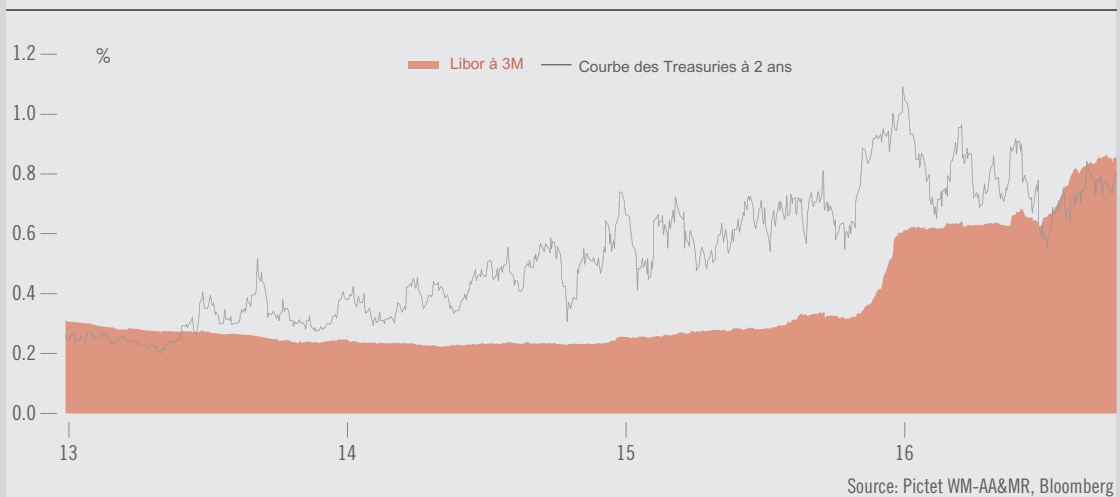
Soucieux d'éviter le surcroît de risque généré par ces changements, les investisseurs délaissent les *prime funds* au profit des fonds limités à la dette d'État. Si le rendement du Libor à 3 mois ressort à 85 points de base, pour obtenir l'équivalent avec des obligations d'État, il faut opter pour des échéances à 2,5 ans (et à 5 ans pour le Libor à 6 mois).

Plus de 700 milliards de dollars ont déjà été déplacés des *prime funds* vers les fonds d'obligations d'État, dont les montants sous gestion ont, pour la première fois, dépassé ceux des *prime funds* en mars. Quitte à voir les *spreads* évoluer au point que le rendement supplémentaire offert par les *prime funds* compense les inconvénients des nouvelles règles, la situation a peu de chances de s'inverser.

Cette évolution bouleverse le rapport entre Libor et bons du Trésor (*Treasuries*) à court terme, les taux du Libor dépassant exceptionnellement ceux des *Treasuries* à

¹ <http://www.reuters.com/article/us-banks-investment-trading-idUSKCN0VV007>

RENDEMENT DU LIBOR À 3 MOIS ET DES TREASURIES À DEUX ANS



deux ans. Considéré au départ comme un signe d'aversion croissante au risque, il s'agit plutôt d'un problème technique.

En tout état de cause, nous assistons à un durcissement des conditions financières, ce qui n'échappera pas à la Fed. Les taux des emprunts à court terme des banques, des entreprises et des collectivités locales ont augmenté. Le contexte financier se tendant, il est peu probable que la Fed opte pour un resserrement agressif, ce qui est en ligne avec notre scénario de relèvement graduel des taux américains (une hausse de 25 pb en décembre et deux relèvements de même ordre en 2017).

Les changements sur le marché monétaire devraient également donner un coup de pouce à la rentabilité des banques, qui profiteront de la pentification de la courbe de taux (dont le relatif aplatissement avait fortement pesé sur les actions bancaires). Cela nous conforte dans notre préférence pour les actions bancaires américaines, les banques européennes rencontrant plus de difficultés, liées notamment aux taux négatifs et à la fragilité de leur bilan.


Dans l'immédiat, ces évolutions pourraient également créer des opportunités d'investissement. Ayant déjà réduit notre exposition aux *Treasuries*, nous cherchons actuellement des moyens de profiter de cette évolution réglementaire par le biais d'investissements liés au Libor, ce qui nous permettrait de déplacer une partie du risque de duration.

Dans un monde marqué par une corrélation toujours plus forte entre les différentes classes d'actifs et un durcissement de la réglementation, il est essentiel d'exploiter les inefficiences des marchés. Nous devons conserver une approche rigoureuse tout en cherchant à profiter de ces bouleversements.

Attention à la divergence entre banques centrales

La résistance de l'économie de la zone euro trois mois après le vote sur le Brexit et l'amélioration de la conjoncture en Chine sont encourageantes, mais la divergence de politique entre banques centrales devient préoccupante.

Christophe Donay, Bernard Lambert, Frederik Ducrozet, Dong Chen et Nadia Gharbi

 *Vues comme des remparts contre la déflation et la croissance molle (voire pire) ou de plus en plus comme les responsables de dangereuses bulles des prix des actifs, les banques centrales demeurent au cœur de l'action, mais trouvent progressivement des réponses divergentes aux défis qu'elles ont à surmonter.*

Dans un bel ensemble, la Réserve fédérale américaine (Fed), la Banque centrale européenne (BCE), la Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque du Japon (BoJ) ont tenu des réunions de politique monétaire en septembre. La Fed a laissé sa politique inchangée, mais devrait relever ses taux d'un quart de point en décembre. Notons cependant qu'au vu de perspectives de croissance et d'inflation relativement faibles, la Fed a révisé à la baisse ses projections médianes de taux d'intérêt. L'économie du Royaume-Uni a quant à elle évolué mieux que prévu depuis le vote sur le Brexit. Mais un risque de ralentissement significatif résultant d'importantes réductions des investissements se profile pour 2017. Et si la BoE n'a pas modifié son taux directeur en septembre, elle a néanmoins laissé entrevoir une nouvelle baisse d'ici à la fin de l'année. La zone euro semble avoir assez bien surmonté le choc du vote sur le Brexit. Toutefois, comme la BoE, la BCE devrait intervenir rapidement pour tenter de stimuler les perspectives d'inflation et d'atténuer la pénurie potentielle d'obligations souveraines éligibles à son programme d'achat d'actifs.

Il est cependant peu probable que la BCE révisé son approche aussi radicalement que ne l'a fait la BoJ en septembre. Au lieu de continuer à réduire ses taux directeurs ou d'augmenter son programme d'achat d'actifs d'un montant défini, la BoJ a annoncé son intention de laisser à taux zéro les obligations souveraines japonaises à 10 ans jusqu'à ce que l'inflation dépasse nettement le seuil de 2%. Ce faisant, elle semble admettre que son programme d'assouplissement quantitatif a trouvé ses limites. En se rapprochant d'une forme de ciblage du prix des actifs, elle s'est engagée dans un nouveau style de politique monétaire, capable de lui donner plus de souplesse en s'affranchissant de l'ancien cadre axé sur l'inflation et en s'attachant plus fermement à stimuler la croissance. Mais va-t-elle réussir? Son succès dépendra notamment du soutien d'une politique budgétaire plus agressive. Or, après de nombreuses fluctuations en matière de politique monétaire, la crédibilité de la BoJ est plus que jamais en jeu. Et si le marché considère que son objectif de taux zéro n'est pas crédible, il le testera.

D'une manière générale, les mesures de la BoJ sont caractéristiques de politiques monétaires devenues plus désynchronisées, moins homogènes et moins coopératives.

Etats-Unis: Fed offensive en 2016, accommodante en 2017

Après des chiffres du PIB faibles au deuxième trimestre (+1,2% en glissement trimestriel annualisé), la croissance américaine

devrait accélérer au troisième trimestre, grâce à l'amélioration du rythme de reconstitution des stocks, à l'envolée du nombre des plates-formes pétrolières en exploitation et à l'assouplissement des conditions financières. Mais bien que les créations d'emplois soient restées assez favorables en juillet-août, les indices ISM manufacturier et non manufacturier ont lourdement chuté en août et les chiffres du commerce de détail ont surpris par leur faiblesse. Nous tablons cependant toujours sur une reprise de la croissance du PIB de 2,5% au troisième trimestre et de 2,0% au quatrième. Et nos prévisions de croissance annuelle du PIB demeurent inchangées à 1,5% pour 2016 et 2,0% pour 2017.

Le Comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) est resté attentiste lors de sa réunion de septembre. Cependant, tout en paraissant divisé et hésitant, il a adopté un ton un brin moins accommodant, du moins à court terme. Dans leur déclaration, les responsables de la politique de la Fed ont réintégré une phrase indiquant que les risques étaient globalement équilibrés et affirmant que les arguments en faveur d'un relèvement de taux s'étaient renforcés. Il est significatif par ailleurs que trois membres du FOMC aient voté pour une hausse immédiate. C'était la première fois depuis cinq ans que trois membres

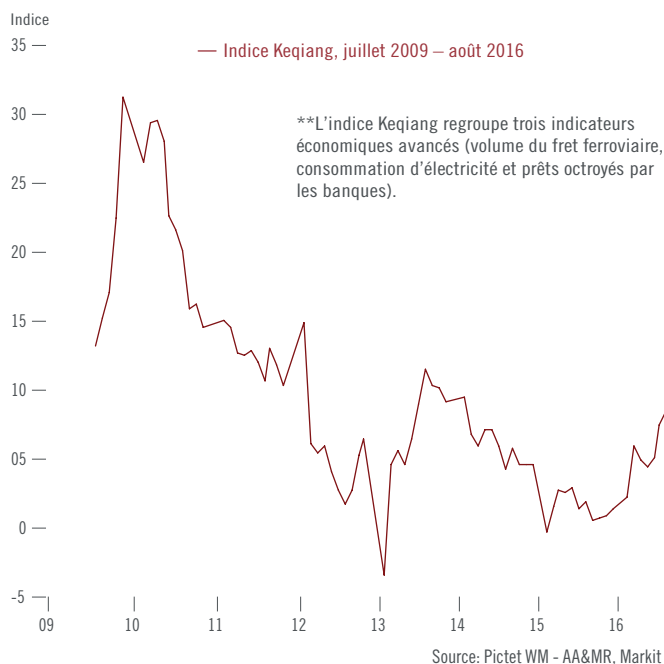
«Après de nombreuses fluctuations en matière de politique monétaire, la crédibilité de la BoJ est plus que jamais en jeu.»

exprimaient leur désaccord pour une raison identique. De plus, 14 membres du FOMC sur 17 (82%) continuent de prévoir au moins une hausse d'ici à la fin de l'année. La Fed reste donc clairement favorable à un resserrement et les chances d'un non-relèvement en décembre nous semblent assez faibles. Le scénario le plus probable correspond donc à une hausse des taux d'un quart de point en décembre. A moyen terme, la Fed paraissait toutefois plus accommodante. Les prévisions de taux des Fed Funds, y compris le taux final à plus long terme, ont une fois de plus été révisées à la baisse et la Fed prévoit désormais deux hausses «seulement» en 2017 (contre trois en juin dernier), ce qui correspond à notre propre scénario, qui reste inchangé pour l'année prochaine.

Zone euro: retour vers la politique

Les derniers indicateurs avancés reflètent la résistance de la zone euro, trois mois après le vote sur le Brexit. Rien n'indique que la demande intérieure, qui reste le principal moteur de croissance, pourrait ralentir à court terme, bien que des données récentes – telles que les flux de crédit – laissent entrevoir un certain fléchissement du rythme de l'expansion. Cette évolution pourrait

L'INDICE KEQIANG* MONTRE UNE REPRISE DE L'ACTIVITÉ EN CHINE



être contrebalancée par l'amélioration des échanges internationaux, peut-être grâce à une plus forte demande venant des États-Unis et de la Chine, comme l'indiquent quelques indicateurs avancés. Nous maintenons donc nos prévisions de croissance pour le PIB de la zone euro inchangées à 1,5% en 2016 et 1,3% en 2017, avec des risques de hausse et de baisse encore largement équilibrés.

Au cours des prochains mois, la politique reviendra sur le devant de la scène. Le référendum constitutionnel en Italie (qui se tiendra le 4 décembre) devrait être le dernier événement politique important en Europe cette année. Cette consultation retient une attention croissante, principalement en raison de l'engagement du Premier ministre Matteo Renzi de démissionner en cas de rejet. À l'heure actuelle, les sondages indiquent toujours un résultat très serré, des élections anticipées semblant toutefois improbables, même en cas de vote négatif.

L'inflation est restée limitée dans l'ensemble de la zone euro, malgré un léger effet de base positif lié aux prix de l'énergie, qui devrait se renforcer au cours des mois à venir. En revanche, l'inflation de base (hors alimentation et énergie) demeure faible et la plupart des indicateurs de prix sous-jacents sont dépourvus de dynamique haussière. Nous restons donc convaincus que la BCE sera contrainte d'étendre son programme d'achat d'actifs au-delà de l'échéance informelle de mars 2017 et qu'elle annoncera une série de changements techniques visant à répondre au déficit d'obligations qu'elle peut acquérir lors de sa réunion de politique monétaire en décembre.

Chine: des hausses surprises sont possibles à court terme, mais nos perspectives à moyen terme restent inchangées

Après un début de second semestre atone, les dernières données macroéconomiques en provenance de Chine pointent vers un regain de dynamisme économique sous l'effet d'un rebond des investissements en capital fixe dans les secteurs de l'immobilier et des infrastructures.

En glissement annuel, la croissance des investissements en capital fixe a atteint 8,2% en août, contre 3,9% le mois précédent, le niveau le plus élevé depuis avril 2016. La croissance des investissements en infrastructures a progressé, en glissement annuel, à 20,2% en août, contre 16,4% le mois précédent, et la croissance des investissements immobiliers est passée à 6,2%, contre 1,4%.

L'accélération des investissements en capital fixe a entraîné un net rebond de plusieurs indicateurs, tels que la production d'électricité et le fret ferroviaire. La demande de produits de base industriels a également augmenté au cours des derniers mois. En volume, les importations chinoises de pétrole brut ont bondi de 23,5% en glissement annuel en août (contre une moyenne de 14,6% de mai à juillet). Celles de minerai de fer se sont accrues de 18,3% (contre une moyenne de 11,3% de mai à juillet). Au vu de la progression de la demande, les prix de divers produits de base industriels ont fortement augmenté en Chine ces derniers mois.

La performance meilleure que prévu de l'économie chinoise s'explique par: 1) les reconstructions qui ont suivi les importantes inondations cet été dans de nombreuses régions de Chine du Sud; 2) le fort soutien budgétaire du gouvernement en faveur de projets d'infrastructures; et 3) un boom immobilier qui s'est étendu au-delà des villes de premier rang. Une reprise progressive de la demande mondiale pourrait avoir contribué à renforcer le secteur manufacturier chinois grâce à l'augmentation des exportations. D'autres signes pointant également vers une dynamique renforcée, l'économie chinoise devrait très probablement surprendre à la hausse durant les trois à six prochains mois, avec une croissance du PIB qui s'établit à plus de 6,5% au second semestre 2016.

Nos perspectives à moyen terme pour l'économie chinoise restent toutefois largement inchangées. Nous nous attendons à ce que l'économie ralentisse de nouveau, dans le sillage d'un affaiblissement des investissements en capital fixe. La récente flambée des prix immobiliers en Chine n'est pas soutenue par les fondamentaux du marché et a suscité de sérieuses inquiétudes de la part des responsables politiques. Plusieurs grandes villes ont par conséquent rétabli les restrictions à l'achat de biens immobiliers abolies il y a un an à peine. Au vu de l'essoufflement du marché immobilier et du maintien de mesures gouvernementales visant à réduire les surcapacités industrielles, nous attendons un fléchissement de la croissance du pays à 6,2% en 2017.

Les accès de volatilité appellent à la vigilance des investisseurs

La saison des résultats du troisième trimestre, l'action des banques centrales et l'évolution des cours du pétrole devraient contribuer aux tendances de marché au cours des semaines à venir

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet et Alexandre Tavazzi

MARCHÉS FINANCIERS

Performance en % des indices financiers en monnaies locales. Données arrêtées au 30.09.2016

		Indice	Depuis le 31.12.2015	Mois précédent
Actions USA*	USD	S&P 500	7.8%	0.0%
Actions Europe*	EUR	Stoxx Europe 600	-3.3%	-0.1%
Actions marchés émergents*	USD	MSCI Emerging Markets	16.4%	1.3%
Oblig. d'entreprise <i>investment grade</i> US*	USD	ML Treasury Master	5.3%	-0.2%
Oblig. d'entreprise à haut rendement US*	USD	ML Corp Master	9.1%	-0.3%
US high yield*	USD	ML US High Yield Master II	15.3%	0.6%
Hedge funds	USD	Credit Suisse Tremont Index Global**	0.0%	0.5%
Matières premières	USD	Reuters Commodities Index	5.8%	3.4%
Or	USD	Gold Troy Ounce	24.0%	0.5%

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

* dividendes/coupons réinvestis ** fin juillet 2016

🚩 *Les actifs risqués gardent le cap pour l'heure, malgré le manque de visibilité tant au niveau politique que des banques centrales.*

En dépit de trous d'air passagers, les actifs risqués n'ont guère été perturbés par les événements de marché en septembre. Le calme qui a caractérisé la période estivale aura donc perduré quelque temps. Cependant, ce calme ne doit pas pousser à la complaisance. Au contraire, plusieurs facteurs devraient inciter les investisseurs à rester sur leurs gardes au cours des semaines et des mois à venir. L'absence de coordination entre les principales banques centrales en fait notamment partie. La Banque du Japon (BoJ), la Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale américaine (Fed) appliquent désormais chacune leur propre style de politique monétaire, la Fed s'appêtant à relever ses taux, la BCE poursuivant vaillamment son programme d'assouplissement monétaire et la BoJ instaurant un «contrôle» de la courbe des rendements. La divergence entre les politiques des banques centrales fait qu'il est difficile d'évaluer leur orientation et leur impact, conduisant à un manque de visibilité pour les marchés. Les événements politiques

constituent également une source potentielle de volatilité, avec les élections présidentielles et législatives aux Etats-Unis début novembre, l'instabilité gouvernementale en Espagne et le référendum sur une réforme constitutionnelle en Italie le 4 décembre.

Et pourtant, les actions demeurent comparativement attractives pour l'instant. Les valorisations, quelque peu élevées à l'heure actuelle, semblent toutefois plus raisonnables à l'aune des prévisions de bénéfices. Parallèlement à une croissance américaine honorable (mais pas spectaculaire), la Fed conserve une bonne dose de crédibilité auprès des investisseurs, si bien que notre positionnement long sur les actifs américains nous inspire une relative confiance. En revanche, des doutes sont apparus en Europe et au Japon concernant la crédibilité des banques centrales et les limites de leur action. En conséquence, nous sommes de plus en plus attentifs au risque que les anticipations du marché en matière de politique monétaire soient déçues. Par ailleurs, les difficultés du secteur bancaire européen n'ont pas disparu. Le niveau élevé des créances douteuses au sein du système bancaire italien est bien connu mais ces dernières semaines, les

problèmes de capitalisation de ce poids lourd qu'est la Deutsche Bank ont eux-mêmes fait les gros titres.

Tout en offrant l'opportunité de négocier des options, le risque d'une hausse de la volatilité — qu'elle découle de facteurs de marché, d'événements politiques ou du manque de visibilité sur l'action des banques centrales — plaide en faveur d'une large diversification de l'exposition aux actions. Ces mêmes facteurs sont la raison pour laquelle nous continuons de détenir des emprunts d'Etat de référence en dépit de leurs faibles rendements, aux fins de protection de nos portefeuilles. Le manque de visibilité a également des conséquences pour les marchés du crédit, qui ont jusqu'ici bénéficié des achats de dette d'entreprise par les banques centrales et du resserrement récent des *spreads* dans le secteur financier.

Actions: la saison des résultats du 3^e trimestre sera décisive

Ces deux derniers trimestres, les résultats publiés aux Etats-Unis et en Europe ont dépassé les attentes. A y regarder rétrospectivement, le premier trimestre a marqué un point bas en termes de révisions des bénéfices. En parallèle, ce trimestre a correspondu au creux des prix des métaux industriels et de l'énergie. L'indice Bloomberg Industrial Metals a progressé de 20% par rapport à ses plus bas de janvier, tandis que les cours du pétrole gagnaient plus de 80%. Ces redressements sont au cœur des solides performances enregistrées cette année par les indices MSCI EM (+13,7% en USD jusque fin septembre), MSCI US Energy (+15%) et MSCI Europe Materials (+14%). Ainsi, les secteurs dans lesquels les bénéfices ont le plus déçu en 2014, 2015 et 2016 (de même que les valeurs financières) commencent à afficher des révisions à la hausse.

L'annonce des résultats du 3^e trimestre sera scrutée par les investisseurs, qui commencent à tourner leurs regards vers 2017. Comme nous l'avons souvent évoqué dans nos précédents rapports, les valorisations actuelles se situent dans la partie haute de leur fourchette historique et toute accélération de la croissance des bénéfices pourrait permettre aux places boursières de progresser. En Europe, les marges d'exploitation ont récemment atteint leur point bas à 10% et s'établissent désormais à 11%. Aux Etats-Unis, elles ont rebondi de 14,8% en février, pour afficher actuellement un niveau d'environ 15,2%. Les entreprises américaines et européennes sont ainsi en mesure de générer des bénéfices plus élevés pour un même chiffre d'affaires. Les investisseurs sont susceptibles de passer les résultats du 3^e trimestre au crible pour voir si cette tendance se confirme. Si tel était le cas, les marchés actions devraient conserver un potentiel de hausse supplémentaire.

La faible volatilité est favorable aux actifs risqués

Bien que la volatilité ait quelque peu fluctué en septembre, elle devrait rester basse dans les prochains mois, selon nos modèles. Fin septembre, l'indice VIX est ressorti à 14 et le VSTOXX à 20, malgré les inquiétudes récentes suscitées par la Deutsche Bank. Ce contexte s'est révélé favorable aux actifs risqués durant le mois, et en particulier aux actions. De fait, les actions des marchés émergents ont enregistré leur meilleure performance mensuelle (l'indice MSCI Asia (hors Japon) a gagné +1,7% en USD et le MSCI Eastern Europe +1,5%). Cet environnement est selon nous susceptible de persister jusqu'à la fin de l'année. La corrélation moyenne entre les actions des marchés développés et les emprunts d'Etat à 10 ans est restée négative en septembre, avec une

performance légèrement en baisse pour le S&P 500 et le Stoxx Europe 600 et une légère augmentation de la performance des bons du Trésor américain à 10 ans et des *Bunds* de même échéance.

L'action de la BoJ soutient les actions

La décision de la BoJ lors de sa réunion de septembre de ne pas procéder à un nouvel abaissement de son taux de dépôt a favorisé les banques japonaises qui, à la fin du mois, se négociaient à des niveaux proches de ceux les plus élevés depuis janvier. Les investisseurs étrangers ont continué de vendre des actions nippones, mais les achats de la BoJ par le biais de fonds indiciels (ETF) au rythme annuel de USD 30 mia ont largement compensé cette tendance. La BoJ, en septembre, a modifié son programme d'achat pour limiter l'effet de distorsion sur les actions et achètera désormais environ 70% d'ETF liés à l'indice TOPIX pondéré du flottant. La corrélation entre le TOPIX et le taux de change yen/dollar US a diminué depuis juillet dernier. En septembre, le TOPIX a gagné 0,3% en monnaie locale, en dépit d'un léger redressement de 1% du yen. La tendance à court terme positive des actions japonaises devrait se poursuivre, mais les bénéfices joueront un rôle décisif dans l'évolution à plus long terme. Les révisions à la baisse des profits ont été endiguées pour le moment, mais la croissance de 9,3% escomptée pour 2017 dépendra d'un affaiblissement du yen.

Les incertitudes politiques ont un impact sur les devises

Plusieurs événements politiques sont susceptibles d'affecter les marchés des changes au cours des mois à venir. Les élections aux Etats-Unis devraient avoir un impact modeste mais néanmoins positif sur le billet vert, sachant que les deux candidats à la Maison Blanche prônent la relance budgétaire sous une

forme ou une autre. Au Royaume-Uni, les incertitudes quant à la nature de l'accord avec l'Union européenne concernant le Brexit risquent de peser sur les perspectives de croissance et, de ce fait, sur la livre sterling. Dans la zone euro, le référendum italien sur une réforme de la constitution début décembre pourrait déboucher sur une crise politique susceptible d'affaiblir l'euro.

Enfin, la Banque du Japon s'efforce de favoriser la remontée des anticipations d'inflation afin d'induire une baisse des taux d'intérêt réels — tâche que la BoJ aura bien du mal à accomplir à elle seule. Une plus grande coordination entre les politiques budgétaire et monétaire et/ou un programme plus ambitieux de réformes structurelles sera sans doute nécessaire au Japon pour permettre une baisse sensible des taux réels et rendre ainsi le yen moins attractif.

Les détails sur le gel de la production pétrolière sont peu nombreux

Lors d'une réunion informelle à Alger fin septembre, l'Opep a convenu de réduire sa production à 32,5-33,0 millions de barils par jour. Et même si les détails et les quotas de production par pays ne sont déterminés qu'à l'occasion du sommet officiel de l'Opep à Vienne fin novembre, l'accord d'Alger constitue un facteur positif pour les pays producteurs et devrait contribuer à la stabilisation des cours du brut. A plus long terme, il ouvre la voie à un rebond de la production de pétrole de schiste américain, laissant entrevoir une offre mondiale d'or noir orientée à la hausse.

Dette publique: les marchés émergents font mieux

La dette publique des pays développés a explosé durant la crise financière, passant de 53% du PIB en 2007 à près de 80% fin 2012, selon le Fonds monétaire international (FMI). Tout en montrant depuis des signes de stabilisation dans certains pays riches, la dette publique de pays exportateurs de matières premières augmente depuis quelque temps (bien que souvent par rapport à des niveaux bas) en raison des efforts des gouvernements pour pallier la forte baisse des prix de ressources naturelles comme le pétrole.

106%

La dette publique brute des Etats-Unis, dette extérieure comprise, se chiffrait à 106% du PIB fin 2015, selon le FMI². **Ce ratio a connu une augmentation qui s'est accélérée durant la crise financière de 2008-2010.** A titre de comparaison, le ratio dette publique/PIB s'établissait à 34% en 1974.

71%

Le traité de Maastricht de 1992 imposait aux futurs membres de la zone euro de conserver des politiques budgétaires saines, avec une dette limitée à 60% du PIB et un déficit annuel ne devant pas dépasser 3% du PIB. Cependant, **les deux principales économies de la zone euro, la France et l'Allemagne, ne sont ni l'une ni l'autre proches de respecter le critère dette/PIB**, celui de l'Allemagne atteignant 71% à la fin du premier trimestre 2016⁶.

69,5%

L'aggravation des difficultés économiques et politiques du Brésil s'accompagne d'une hausse de sa dette publique. Après avoir été maintenu à un niveau légèrement supérieur à 50% du PIB durant les quatre premières années de la décennie en cours, le déficit budgétaire considérable fait que le ratio dette publique brute totale/PIB s'est envolé depuis 2014, pour atteindre 69,5% en juillet 2016⁹.

17%

Considéré depuis longtemps comme l'un des pays d'Afrique subsaharienne les plus prospères, **Moody's a confirmé en septembre la note A2 du Botswana et sa perspective stable, évoquant ses «réserves budgétaires considérables et le niveau très faible de sa dette».** Le ratio dette publique/PIB de ce pays riche en diamants s'établit à 17%¹¹.

¹ «When Should Public Debt Be Reduced?», étude du FMI, juin 2015, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1510.pdf>

² Fonds monétaire international, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2016, p. 180, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>

³ Eurostat, 22 juillet 2016, <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7573561/2-22072016-AP-EN.pdf/16cdaec5-3f1c-4cab-a8cf-954b917e04a9>

⁴ FitchRatings, 13 juin 2016 <https://www.fitchratings.com/site/pr/1005944>

⁵ Eurostat, Dette brute des administrations publiques par Etat membre, septembre 2016, <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina230&plugin=1>



135%

La dette publique brute de l'Italie, de 135% du PIB, était la deuxième la plus élevée dans la zone euro après celle de la Grèce à la fin du premier trimestre 2016. **Le ratio dette/PIB de l'Italie augmente (il s'établissait à 133% fin 2015), Bruxelles ayant accordé au gouvernement italien une flexibilité supplémentaire en matière de dépenses** dans le but de relancer une économie stagnant depuis longtemps.

45%

Le ratio dette publique brute/PIB de la Chine a augmenté ces dernières années mais restait au niveau supportable de 45% au premier trimestre 2016⁷. Cependant, **ce chiffre ne tient pas compte des dettes des collectivités locales, classées dans la dette d'entreprise**. Le rythme de l'augmentation de la dette totale de la Chine est désormais source d'inquiétude, son niveau ayant bondi de 148% du PIB fin 2007 à environ 255% à la fin du premier trimestre⁸.

240%

Le Japon est le pays le plus endetté au monde, avec une dette publique supérieur à 240% du PIB, selon le FMI. L'agence de notation Fitch a rétrogradé sa note de crédit en avril, puis a abaissé sa perspective de stable à négative en juin, craignant que la dette publique nipponne ne dépasse le pic de 247% du PIB que l'agence prévoyait auparavant pour 2020⁴.

14,7%

L'Arabie saoudite conserve d'amples ressources financières mais ses réserves cessent de gonfler, la forte baisse des cours du pétrole l'an dernier continuant de faire sentir ses effets. Sachant que les autorités sont contraintes de dépenser davantage pour soutenir l'économie, l'agence de notation Fitch s'attend à ce que le ratio dette/PIB du pays augmente à 14,7% cette année, contre 1,6% en 2014¹⁰.

176%

La dette publique déjà astronomique de la Grèce a augmenté jusqu'à 176% du PIB au premier trimestre 2016, contre 170,5% un an plus tôt⁵. **En dépit des taux d'intérêt préférentiels accordés par ses créanciers européens, les appels à un allègement de la dette grecque se multiplient**.

⁶ Eurostat, 22 juillet 2016 <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7573561/2-22072016-AP-EN.pdf/16cdaec5-3f1c-4cab-a8cf-954b917e04a9>

⁷ Banque des règlements internationaux, 16 septembre 2016, <http://stats.bis.org/stat/srs/table/f3.1>

⁸ Ibid. http://www.bis.org/statistics/tables_f.pdf

⁹ Banco Central do Brasil, 14 septembre 2016, <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#1/busca/gross%20government%20debt%20GDP>

¹⁰ FitchRatings, 1^{er} septembre 2016, <https://www.fitchratings.com/site/pr/1011101>

¹¹ Moody's Investors Service, 13 septembre 2016, https://www.moody.com/research/Moodys-Botswanas-rating-balances-large-fiscal-reserves-and-low-debt--PR_354994

Été indien pour les actifs risqués

Les marchés actions ont à nouveau gagné du terrain en septembre, tandis que les *hedge funds* terminaient le troisième trimestre sur une note positive. Cependant, malgré l'action radicale de la Banque du Japon, un yen fort reste un souci pour les actifs risqués nippons. Par ailleurs, les perspectives pour l'or semblent incertaines à court terme.

Actions

Le soleil n'en finit pas de briller

Progression des marchés émergents et de l'Asie.

Après un excellent mois d'août, les actions ont à nouveau progressé en septembre, avec +0,6% pour le MSCI World (rentabilité totale en USD). Le Japon s'est classé en haut du tableau, avec une performance totale de 1,3% pour le Topix (également en USD). La Banque du Japon a laissé ses taux directeurs inchangés en septembre, déclenchant un rebond du secteur bancaire nippon. Outre-Atlantique, le S&P500 est resté stable tandis qu'en Europe, le Stoxx 600 cédait 0,1%. Les marchés émergents ont continué sur leur lancée d'août. Soutenu par l'Asie hors Japon (+1,7%) et l'Europe émergente (+1,5%), l'indice MSCI EM a affiché une performance totale de 1,3% en USD. Le rebond des matières premières et la récente hausse des cours du pétrole (grâce à l'accord de l'Opep sur la production) ont clairement soutenu les pays émergents.

La volatilité est restée faible: 14,2% en moyenne mensuelle aux Etats-Unis et 19,8% en Europe. Certes, des événements politiques et (dans une moindre mesure) économiques ont entraîné des pics d'instabilité, mais qui n'ont pas duré.

Les performances des entreprises ayant dépassé les attentes au cours des deux derniers trimestres, les résultats au troisième trimestre seront suivis de près. Une poursuite de l'amélioration des bénéfices remonterait le moral des investisseurs et apaiserait les craintes suscitées par le niveau actuel des valorisations. En effet, pour 2017, les ratios cours/bénéfices (PER) s'établissent à 16,3x aux Etats-Unis, 14,4x en Europe et 12,9x au Japon.

Obligations souveraines

Faiblesse persistante des rendements *core*

*Les politiques monétaires accommodantes sont synonymes d'anémie des rendements souverains *core*.*

La Fed a indiqué qu'une hausse des taux restait probable en 2016, mais qu'elle anticipait des relèvements plus progressifs à partir de 2017. Le taux américain à 10 ans s'est stabilisé à 1,59% en septembre, avec un pic à 1,73% avant la réunion du Comité de politique monétaire de la Fed, le FOMC. Toujours déformé par l'assouplissement quantitatif (QE) de la BCE, celui du *Bund* à 10 ans a reculé de 5 pb, à -0,12%, sur le mois. La surprise est venue de la Banque du Japon (BoJ), qui a lancé un dispositif de contrôle de la courbe des taux, ancrant le taux des obligations d'Etat (JGB) à 10 ans autour de 0%. Si les anticipations d'inflation progressent, cette mesure de ciblage des prix des actifs détendrait la politique de la BoJ en faisant baisser les taux réels.

En Europe périphérique, le *spread* entre obligations espagnoles à 10 ans et *Bund* allemand s'est contracté, les observateurs estimant que les élections régionales et la démission du leader socialiste renforçaient la probabilité que le centre-droit réussisse à former un gouvernement minoritaire. Inversement, les *spreads* des obligations italiennes et portugaises se sont élargis. DBRS, dernière agence à classer le Portugal en catégorie *investment grade*, reverra sa note le 21 octobre. Un abaissement exclurait le pays du QE de la BCE. Nous confirmons notre objectif de rendement en fin d'année à 1,7% pour les *Treasuries* à 10 ans et 0,08% pour les *Bunds* de même échéance. Les obligations espagnoles devraient continuer de surperformer leurs homologues italiennes.

Obligations *corporate*

Le *high yield* européen dans le rouge

*Pénalisé par une exposition plus importante aux banques, le *high yield* (HY) européen a sous-performé son homologue en dollars.*

Soutenu par une progression de 9% des cours du pétrole et une Fed accommodante, le BOFAML* USD HY est le seul segment du crédit à avoir progressé en septembre (+0,5%). Les *spreads* de crédit ont reculé de 13 pb, alors qu'ils avaient crû de 30 pb pour le HY en euros. Ce dernier a cédé 0,5%, principalement en raison de sa forte exposition au secteur bancaire. L'amende de 14 milliards de dollars imposée par la justice américaine à la Deutsche Bank a généré des tensions, car elle risque d'entraver le paiement du coupon des obligations contingentes convertibles Tier 1 (ou «CoCo», type de dette subordonnée), rappelant aux investisseurs les risques de ces instruments. En effet, le coupon n'est pas versé si le montant distribuable est insuffisant; les CoCo sont converties en actions ou dépréciées si le ratio Tier 1 passe sous le niveau réglementaire. Les craintes entourant la capacité des banques à payer les coupons des CoCo ont entraîné un élargissement des CDS des banques européennes les plus faibles. La performance des crédits *investment grade* a légèrement reculé, avec un élargissement des *spreads* en dollars (+4 pb) et en euros (+8 pb) mais une stabilité des rendements. Les fondamentaux du crédit restent faibles. Nous anticipons un léger accroissement des *spreads* de crédit et une progression des rendements en fin d'année, des évolutions cohérentes avec notre scénario de hausse des rendements souverains *core*.

* Les performances des indices BofAML (Bank of America Merrill Lynch), coupons inclus.

Hedge Funds

Un trimestre globalement positif

Dans l'ensemble, le troisième trimestre s'est révélé porteur pour les hedge funds (HF), et notamment les stratégies axées sur les actions et le crédit.

Le trimestre a bien commencé pour les HF, les craintes liées au Brexit n'étant pas devenues réalité. Et malgré un risque limité au sein des portefeuilles, les gérants tactiques ont bien géré le référendum du 23 juin. Le mois de juillet a soutenu les stratégies *long/short equity* et les gérants ont commencé de reconstruire des positions. En milieu de période, le marché a évolué dans des fourchettes étroites, soutenant ces stratégies en favorisant la sélection des titres. Mais ce déficit de volatilité, conjugué à des inversions de tendance, a donné plus de fil à retordre aux gérants CTA, pénalisés par les positions *long* sur les obligations et *l'or* et *short* sur l'énergie. Sur le front du crédit, le dynamisme des marchés et la solidité des flux ont dopé les stratégies *event driven*, *distressed* et *relative value*. Pour les spécialistes de la dette *distressed*, les histoires au long cours, notamment la restructuration de Caesars Entertainment et de TXU Energy, ont joué un rôle positif, tout comme les valeurs liées à l'énergie, dopées par le rebond des cours du pétrole.

Et, si les poches *special situation* des gérants *event driven* ont connu un trimestre positif, les stratégies de fusion-acquisition ont enregistré des résultats plus contrastés en raison de la volatilité entourant des rapprochements tels que SAB/Anheuser Busch et des procédures antitrust lancées aux Etats-Unis contre les opérations dans l'assurance-santé (Humana/Aetna notamment).

Métaux précieux

L'or risque de décevoir à court terme

L'envolée de la demande en or à des fins d'investissement au premier semestre augmente le risque de déception.

La demande en fonds indiciels (ETF) adossés à l'or a atteint 579,2 tonnes au premier semestre 2016, contre moins de 620 tonnes au total de la mi-2013 à la fin 2015. Cet accroissement s'explique notamment par les craintes entourant l'économie mondiale, la décision des Britanniques de quitter l'Union européenne, la prudence persistante de la Fed et la posture toujours plus accommodante des autres banques centrales.

Les perspectives de croissance américaine devraient rester favorables, tandis que l'économie chinoise ne devrait pas subir de ralentissement brutal dans les prochains mois. En outre, après le FOMC de septembre, un relèvement des taux de la Fed semble probable en décembre. Enfin, si les élections présidentielles peuvent engendrer des incertitudes à court terme, les deux candidats (surtout Trump) défendent des politiques budgétaires favorables à la croissance susceptibles de donner un coup de pouce aux perspectives économiques des Etats-Unis.

Conséquence : l'or pourrait peiner à gagner encore du terrain et donc décevoir les investisseurs qui misent sur le court terme. Mais, dans la durée, le contexte de rendements faibles dans les pays développés et l'intérêt croissant porté aux politiques de relance de l'inflation pourraient stimuler la demande en or.

Devises

Tensions haussières durables sur le yen

L'impact de la nouvelle politique de la BoJ dépend surtout d'éléments hors de sa portée.


Le 21 septembre, elle a dévoilé un nouveau cadre pour sa politique monétaire basé sur le contrôle de la courbe des taux. Il s'agit non seulement de fixer les taux directeurs à court terme, aujourd'hui à -0,1%, mais aussi de maintenir le rendement de la dette souveraine à 10 ans autour de son niveau actuel (0%).

Ce dispositif ne devrait pas aider à affaiblir le yen. En effet, la BoJ n'est pas près de lancer un nouvel assouplissement, car la politique actuelle de taux négatifs tend à pénaliser les établissements financiers et *in fine* à ralentir la vitesse de circulation de la monnaie. En outre, la BoJ n'est plus contrainte de mener des hausses précises de la base monétaire (auparavant fixées à 80 000 milliards de yens par an), ce qui peut ouvrir la voie à une réduction progressive des achats d'actifs.

Pourtant, comme les devises sont fortement influencées par le taux d'intérêt réel (taux nominal moins inflation), l'impact des anticipations d'inflation sur le yen devrait s'intensifier. En promettant de «doper l'inflation», la BoJ cherche à soutenir les anticipations d'inflation, mais l'objectif sera difficile à atteindre car l'inflation se situe actuellement bien loin des 2%. Sauf si les mesures budgétaires jouent un rôle plus important dans la relance de la croissance, le yen devrait rester fort. Tout du moins, ce nouveau cadre semble propice à une meilleure coordination entre politiques budgétaire et monétaire.

Les politiques du prochain président devraient être plus favorables à la croissance

Les prochaines élections américaines sont entourées d'incertitudes. Bien qu'à l'heure où nous écrivons ces lignes, la victoire d'Hillary Clinton semble toujours le scénario le plus probable, un triomphe de Donald Trump reste une réelle possibilité. Dans un cas comme dans l'autre, l'issue devrait aboutir à une politique budgétaire quelque peu plus favorable à la croissance. Cependant, en cas de victoire de Donald Trump et à supposer que les Républicains conservent la majorité aux deux chambres du Congrès, nous pourrions assister à un virage plus marqué vers une politique budgétaire expansionniste.

 Les élections présidentielles américaines se tiendront le 8 novembre. Hillary Clinton reste devant Donald Trump dans les sondages, mais l'écart se resserre à l'heure où nous écrivons ces lignes (mi-septembre), et l'issue du scrutin est loin d'être acquise. La cote de popularité des deux candidats est très faible et bien qu'Hillary Clinton soit actuellement donnée favorite, elle se trouve dans une situation fragile. Des problèmes de santé et/ou de nouvelles accusations d'abus de pouvoir pourraient nuire à sa candidature, tandis que Donald Trump pourrait parvenir à rassurer les électeurs en adoptant une posture plus présidentielle, et ses chances de victoire sont loin d'être négligeables. Quelles sont donc les principales propositions politiques au programme des deux candidats? Quelles sont celles réellement susceptibles d'être mises en œuvre? Et quel sera l'impact de ces élections sur l'économie et les marchés financiers?

La première chose à souligner est que les élections de novembre ne portent pas uniquement sur le choix du prochain président des Etats-Unis. En effet, les élections au Congrès auront également lieu, pour l'ensemble des 435 membres de la Chambre des

représentants et pour 34 des 100 sièges du Sénat. Ce point est important car tout changement durable et significatif de politique requiert habituellement l'approbation du Congrès. C'est particulièrement le cas pour les questions budgétaires et, dans une moindre mesure, pour celles d'ordre commercial.

Le président américain en place, le démocrate Barack Obama, est confronté à une majorité républicaine aussi bien à la Chambre des représentants qu'au Sénat - cause majeure de l'impasse politique qui perdure aux Etats-Unis. Cette situation va-t-elle se résoudre en novembre?

Sur les 34 sièges à pourvoir au Sénat, 24 sont actuellement détenus par les Républicains. Un gain net de quatre sièges suffira ainsi aux Démocrates pour obtenir une majorité (cinq si Trump remporte la présidence), ce qui semble tout à fait réaliste. De fait, le scénario le plus probable est que le parti vainqueur à la Maison Blanche remporte aussi la majorité au Sénat. En ce qui concerne la Chambre des représentants, les Démocrates devront remporter 30 nouveaux sièges pour atteindre une majorité. Les sondages leur donnent actuellement un gain de quatre sièges, avec une issue indécise pour 16 autres. Les chances de voir les Démocrates obtenir une majorité à la Chambre des représentants sont donc minces. L'issue la plus probable reste à ce stade que les Républicains conservent leur majorité.

Le programme politique des deux candidats diffère considérablement sur un grand nombre de sujets, notamment l'immigration, l'environnement, la réglementation financière, la santé, la sécurité sociale et la supervision de la Fed (voir tableau). Bien que ces questions soient toutes importantes, nous nous focaliserons ici sur les deux sujets les plus essentiels pour l'économie américaine, à savoir la politique

budgétaire et la politique commerciale.

Clinton et Trump prônent tous deux des politiques budgétaires expansionnistes

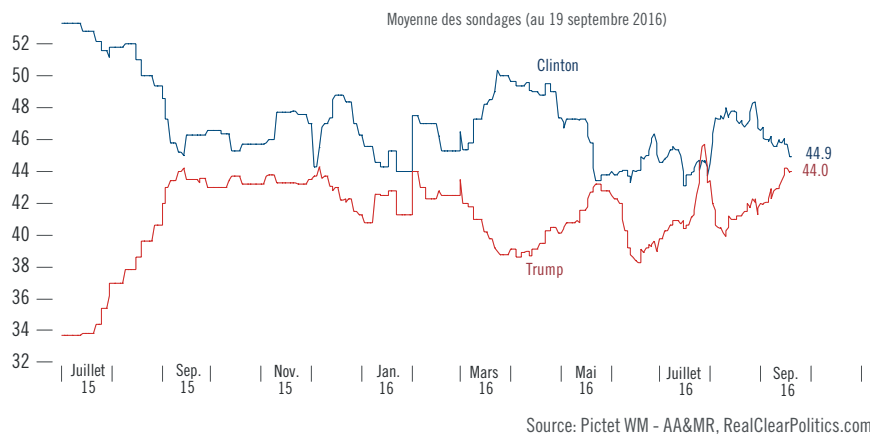
Les deux candidats ont émis des propositions qui conduiraient à une augmentation des dépenses publiques en général, et des investissements en infrastructures en particulier. Hillary Clinton propose un programme d'USD 275 milliards de dépenses d'infrastructures sur cinq ans, assorti d'un levier (sous forme de prêts et de garanties de prêts notamment) susceptible de porter ces investissements à USD 500 milliards. Donald Trump s'est montré moins précis jusqu'ici mais semble envisager un programme encore plus ambitieux. Si les deux candidats s'accordent au moins sur le besoin d'accroître les dépenses d'infrastructures, leur programme diverge considérablement en ce qui concerne le financement de ces dépenses. Hillary Clinton prévoit de financer une partie des dépenses d'infrastructures via un relèvement des impôts sur les entreprises. Et bien qu'elle reste relativement floue sur le sujet, l'accroissement des recettes pourrait provenir notamment des profits réalisés à l'étranger par les multinationales américaines, lesquels ne sont pas taxés à l'heure actuelle tant qu'ils ne sont pas rapatriés. Elle propose également de taxer davantage les hauts revenus. Pour sa part, Donald Trump suggère globalement de financer les dépenses d'infrastructures via le recours à l'emprunt. De plus, il envisage d'abaisser le taux maximum d'imposition des entreprises de 35% à 15% et celui de l'impôt sur le revenu de 39,6% à 33%.

Il semble en fait que des artisans majeurs de l'économie de l'offre (*supply-side economics*) qui conseillaient Ronald Reagan durant



Bernard Lambert,
Macro Research / Chef économiste
Pictet Wealth Management

COURSE À LA PRÉSIDENTIE: CLINTON ET TRUMP



les années 1980 aient contribué au programme budgétaire de Donald Trump. Ainsi existe-t-il un parallèle intéressant entre ses propositions et les «Reaganomics». Certains observateurs vont d'ailleurs même jusqu'à surnommer le candidat républicain «Ronald Trump». Certes, si ce dernier vient à être élu, il n'est nullement certain que le Congrès accepte des politiques susceptibles d'accroître la dette fédérale de façon substantielle. Cependant, le Congrès est sans doute plus ouvert désormais

à l'idée d'une politique accroissant le déficit budgétaire qu'auparavant, dans la mesure où le déficit fédéral a chuté de 9,8% du PIB en 2009 à 2,5% en 2015.

Un protectionnisme accru

Les deux candidats promettent un durcissement en matière de politique commerciale. Tous deux s'opposent au Partenariat transpacifique (TPP) et privilégient une renégociation de l'Accord de libre-échange nord-américain (NAFTA). Trump a

également promis de dénoncer la manipulation de la monnaie chinoise par les autorités à Beijing et appelle au rehaussement des droits de douane sur les marchandises importées de la Chine ou du Mexique. Bien que plus modérée, Hillary Clinton semble elle aussi disposée à augmenter les pressions sur la Chine. Il existe manifestement un risque d'accroissement marqué du protectionnisme quel que soit le vainqueur, et en particulier si Donald Trump est élu. Ce qui pourrait entraîner une réduction de la croissance des importations américaines, une augmentation de l'inflation importée et la mise en œuvre de mesures de rétorsion de la part des partenaires commerciaux des Etats-Unis, conduisant, dans le pire des cas, à une guerre commerciale en bonne et due forme. Cependant, un scénario aussi extrême nous semble très improbable.

Le TPP paraît avoir peu de chances d'être ratifié par le Congrès, les négociations sur l'Accord de partenariat transatlantique (TTIP) devraient être reportées et nous assisterons probablement au relèvement de certaines barrières à

Thèmes	Marge de manœuvre	Programme Clinton	Programme Trump	Issue probable Impact économique
Politique budgétaire: Dépenses	Faible	- Hausse d'USD 275 mia des dépenses d'infrastructures sur 5 ans - assorti d'un levier portant ce montant à USD 500 mia - Financé par une imposition accrue des hauts revenus	- Hausse des dépenses d'infrastructures/de défense d'un montant non précisé (USD 1000 mia?)	Impulsion économie modeste Plus important avec Trump et un Congrès républicain
Politique budgétaire: Fiscalité	Faible	- Réforme fiscale en profondeur - Hausse de l'impôt sur les hauts revenus et les plus-values - Durcissement des règles sur l'optimisation fiscale par les entreprises multinationales, imposition d'une «exit tax»	- Réduction de l'impôt sur les entreprises de 35% à 15% - Lutte contre l'optimisation fiscale via une taxe exceptionnelle de 10% sur les profits <i>offshore</i>	Neutre si Clinton l'emporte Impact sensible avec Trump , surtout si majorité républicaine au Congrès
Politique commerciale	Elevée	- Favorable au libre-échange, mais virage protectionniste - Opposée au TPP dans sa forme actuelle - Renégocier le NAFTA	- Dénoncer la manipulation de la monnaie par la Chine, imposer des droits de douane élevés à la Chine et au Mexique - Abandonner le TPP, renégocier le NAFTA	Renforcement du protectionnisme, notamment avec Trump Peu d'impact économique en 2017-2018
Immigration:	Modérée	- Globalement pour une hausse de l'immigration vers les Etats-Unis - Réformer la législation, accès plus facile à la citoyenneté pour les immigrants illégaux	- Durcissement des lois sur l'immigration, sécurisation des frontières - Fermété: construction d'un mur à la frontière mexicaine, expulsion des immigrants illégaux	Fortes restrictions avec Trump Pourrait freiner la croissance à long terme et accroître l'inflation Peu d'impact économique en 2017
Réserve fédérale:	Faible	- Accroître la diversité au sein de la Fed	- Favorable à «l'audit» de la Fed par le Congrès - Ne reconduirait pas J. Yellen à la tête de la Fed en fév. 2018	Pas de réel impact macroéconomique en 2017-2018.
Réglementation:	Faible	- Favorable au renforcement des réformes Dodd-Frank - Favorable à la réintroduction de la loi Glass-Steagall	- Favorable à la refonte du Dodd-Frank Act - Favorable à la réintroduction de la loi Glass-Steagall	Pas de réel impact macroéconomique en 2017-2018.
Politique de santé	Faible	- Défend l'ACA (Obamacare) et favorable à une couverture accrue - Lutte contre la hausse des prix des médicaments sur ordonnance	- Prône l'abrogation de l'Obamacare - Favorable à des réformes fondées sur les «principes du marché»	Pas de réel impact macroéconomique en 2017-2018.

l'importation. Cependant, l'impact des élections présidentielles sur le commerce et sur la croissance américaine devrait rester relativement limité. Il y a de bonnes chances pour que Donald Trump se montre bien plus modéré comme président que comme candidat, et pas seulement en matière de politique commerciale.

Les conséquences économiques des différents scénarios électoraux

L'arrivée d'un nouveau président et les élections aux deux chambres du Congrès offrent différentes permutations politiques, présentant chacune des implications différentes pour l'économie américaine. Par exemple, une victoire d'Hillary Clinton avec une majorité démocrate aux deux chambres est une possibilité. Mais pour simplifier, nous examinerons ici uniquement deux scénarios: premièrement, le scénario électoral qui nous semble le plus probable, à savoir une victoire de Clinton avec une majorité démocrate au Sénat mais une majorité républicaine à la Chambre des représentants; deuxièmement, une victoire de Trump avec le maintien d'une majorité républicaine aux deux chambres. Sans que ce deuxième scénario soit nécessairement le plus probable, il ne saurait être écarté. A l'heure d'écrire ces lignes, les bookmakers estimaient à 30% les chances de Donald Trump et d'une majorité républicaine au Congrès. Une telle issue aurait des conséquences inédites pour l'économie américaine.

Que se passera-t-il si notre premier scénario électoral, et sans doute le plus probable, devient réalité (une victoire de Clinton accompagnée d'un Congrès divisé)? En premier lieu, à

court terme moins d'incertitudes pré-électorales seraient sans doute légèrement favorables aux actifs risqués. A plus long terme toutefois, un gouvernement divisé impliquerait probablement une prolongation de l'impasse politique actuelle. Il est possible qu'un accord soit trouvé sur un programme d'infrastructures et sur certaines modifications du code fiscal, mais l'expansion budgétaire totale devrait rester limitée. Sur le front du commerce, la ratification du TPP et de son équivalent européen, le TTIP, serait très peu probable. Toutefois, si elle était élue présidente, Hillary Clinton s'efforcerait probablement d'éviter une confrontation trop rude avec les principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis. Globalement, une telle issue se révélerait probablement légèrement favorable à l'économie et relativement neutre pour les marchés financiers.

Une victoire de Donald Trump avec le maintien d'une majorité républicaine aux deux chambres du Congrès pourrait être d'ordre différent. Certaines de ses promesses ont retenu l'attention, mais ce qu'il ferait précisément comme président reste très difficile à déterminer. Sa victoire pourrait renforcer l'incertitude, avec avant tout des inquiétudes particulières autour de ses politiques commerciale et d'immigration. Dans un tel scénario, les actifs risqués seraient susceptibles de souffrir à court terme, ce qui serait favorable aux bons du Trésor et au dollar (sauf par rapport aux autres monnaies refuges comme l'euro et le yen). Cependant, dans un second temps, les marchés financiers pourraient se rendre compte qu'une administration Trump alliée à un

Congrès dominé par les Républicains pourrait annoncer le retour de l'économie de l'offre et, potentiellement, un relâchement majeur de la politique budgétaire. Ce scénario pourrait alors se traduire par un relèvement à la fois des prévisions de croissance et des taux d'intérêt. Une plus forte croissance créerait un environnement plus favorable aux actions et au dollar à moyen terme.

Pour conclure, quelle que soit l'issue des élections de novembre, elles devraient déboucher sur la mise en œuvre de politiques budgétaires légèrement plus favorables à la croissance et sur un gouvernement moins favorable au libre-échange. Cependant, une éventuelle relance budgétaire dans le sillage des élections sera peu susceptible d'avoir un véritable impact sur la croissance économique avant le deuxième semestre 2017 au plus tôt.

A ce stade, nous en sommes encore réduits aux conjectures plutôt qu'à des prévisions réalistes lorsqu'il s'agit d'évaluer les retombées des élections américaines. A notre avis toutefois, si Hillary Clinton l'emporte sans que les Démocrates parviennent à obtenir la majorité à la Chambre des représentants, l'impulsion budgétaire devrait rester modeste, de l'ordre de 0,2 à 0,4 point de pourcentage du PIB à l'horizon 2017-2018. A supposer que Donald Trump soit élu et que les Républicains conservent la majorité aux deux chambres du Congrès, nous pourrions assister à un relâchement budgétaire nettement plus important, de l'ordre de 0,5 à 1,0 point de pourcentage du PIB à ce même horizon.

Contributeurs | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Lauréline Chatelain, Frederik Ducrozet, Dong Chen
Edition | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Rédaction achevée le 4 Octobre 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.

La dette émergente et le haut rendement américain enregistrent de très belles performances

La dette émergente libellée en monnaies locales et le haut rendement américain ont enregistré de solides performances depuis le début de l'année. Sur le plan des devises, la livre sterling commence à dévisser de nouveau, dans le sillage du vote en faveur du Brexit le 23 juin dernier. Le yen s'est quant à lui nettement raffermi cette année, malgré les interventions de la banque centrale pour le faire baisser.

Les données des graphiques et tableaux de cette page sont arrêtées au 30 septembre 2016

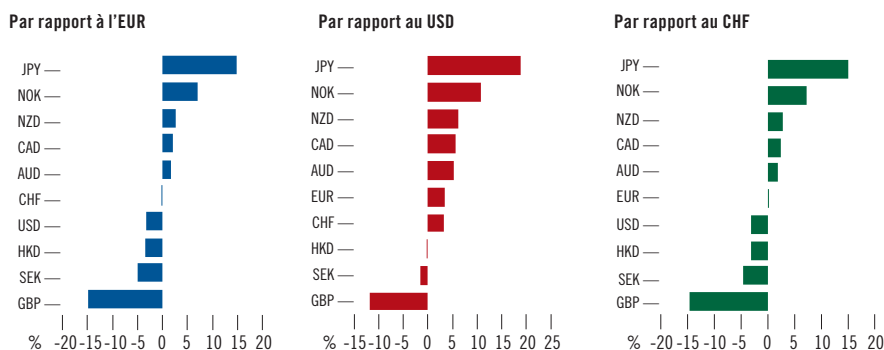
PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Taux de croissance du PIB	2014	2015	Estimations Pictet – (consensus*)	
			2016E	2017E
USA	2.4%	2.6%	1.5% (1.5%)	2.0% (2.3%)
Zone euro	0.9%	1.6%	1.5% (1.5%)	1.3% (1.3%)
Suisse	1.9%	0.9%	1.5% (1.2%)	1.3% (1.3%)
Royaume-Uni	3.1%	2.2%	1.8% (1.7%)	0.9% (0.7%)
Japon	-0.1%	0.6%	0.6% (0.6%)	0.6% (0.8%)
Chine	7.3%	6.9%	6.5% (6.6%)	6.2% (6.3%)
Brésil	0.1%	-3.9%	-3.2% (-3.2%)	0.8% (1.1%)
Russie	0.5%	-3.3%	-0.7% (-0.6%)	1.3% (1.2%)

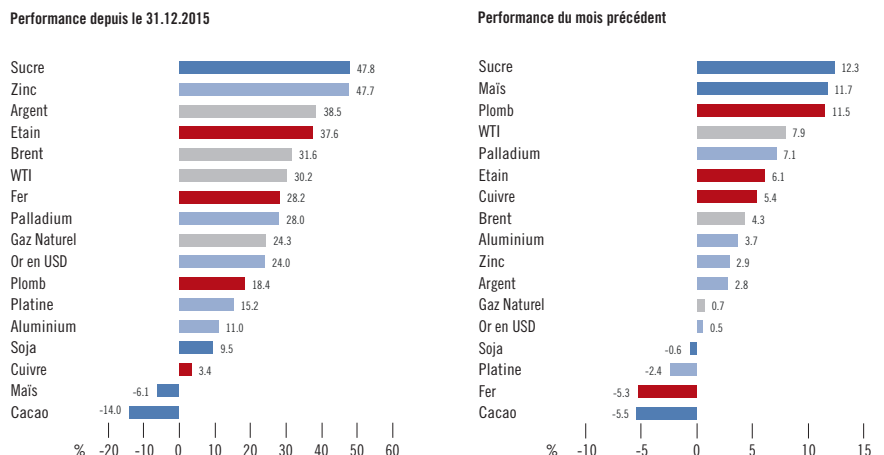
Inflation (IPC) Moyenne annuelle sauf Brésil fin d'année	2014	2015	2016E	2017E
USA	1.6%	0.1%	1.3% (1.2%)	2.4% (2.2%)
Zone euro	0.4%	0.0%	0.2% (0.2%)	1.3% (1.3%)
Suisse	0.0%	-1.1%	-0.3% (-0.4%)	0.4% (0.3%)
Royaume-Uni	1.5%	0.0%	0.9% (0.7%)	2.2% (2.3%)
Japon	2.7%	0.8%	-0.3% (-0.2%)	0.4% (0.4%)
Chine	2.0%	1.4%	1.8% (2.0%)	1.8% (1.9%)
Brésil	6.3%	9.0%	8.8% (7.3%)	5.5% (5.3%)
Russie	7.8%	15.5%	6.8% (6.3%)	5.6% (5.4%)

*Source: Consensus Economics Inc

VARIATION DES COURS DE CHANGE (DEPUIS LE 31.12.2015)



MATIÈRES PREMIÈRES

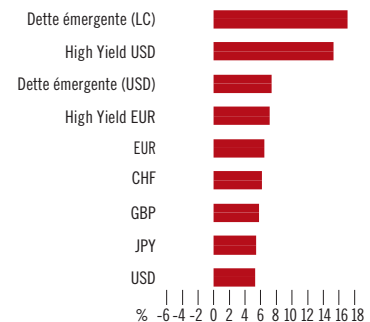


TAUX D'INTÉRÊT

	Courts (3 mois)	Long (10 ans)
USA	0.50%	1.6%
Zone euro	0.0%	-0.1%
Suisse	-0.75%	-0.6%
Royaume-Uni	0.25%	0.8%
Japon	0.0%	-0.1%
Chine	2.10% (1 an)	4.8% (5 ans)
Brésil	14.25%	11.6%

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Performance depuis le 31.12.2015



MARCHÉS ACTIONS

Performance depuis le 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	6.1%	2.5%	2.7%	20.3%
S&P 500*	7.8%	4.2%	4.4%	22.4%
MSCI Europe*	0.6%	-2.8%	-2.6%	14.1%
Tokyo SE (Topix)*	3.7%	0.2%	0.4%	17.6%
MSCI Pacific ex. Japan*	12.8%	9.1%	9.2%	28.0%
SPI*	0.9%	-2.5%	-2.3%	14.5%
Nasdaq	6.1%	2.6%	2.7%	20.4%
MSCI Em. Markets*	16.4%	12.5%	12.7%	32.0%
Russell 2000	10.2%	6.5%	6.7%	25.0%

* Dividendes réinvestis

SECTEURS D'ACTIVITÉ

	USA	Europe	Monde
Industrie	10.0%	3.4%	8.7%
Technologie	11.0%	3.4%	10.2%
Matériaux de base	9.6%	14.4%	17.0%
Télécommunications	14.1%	-16.1%	4.7%
Santé	-0.1%	-11.6%	-2.8%
Energie	15.0%	7.2%	15.1%
Services publics	13.1%	-4.8%	7.0%
Finance	0.0%	-19.0%	-4.1%
Consommation de base	5.5%	2.1%	6.0%
Consommation discrétionnaire	2.6%	-10.1%	-0.2%

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

