



Prévisions économiques août 2016: Le risque politique fait son come-back

PAR CHRISTOPHER DEMBIK, RESPONSABLE RECHERCHE MACROECONOMIQUE, SAXO BANK

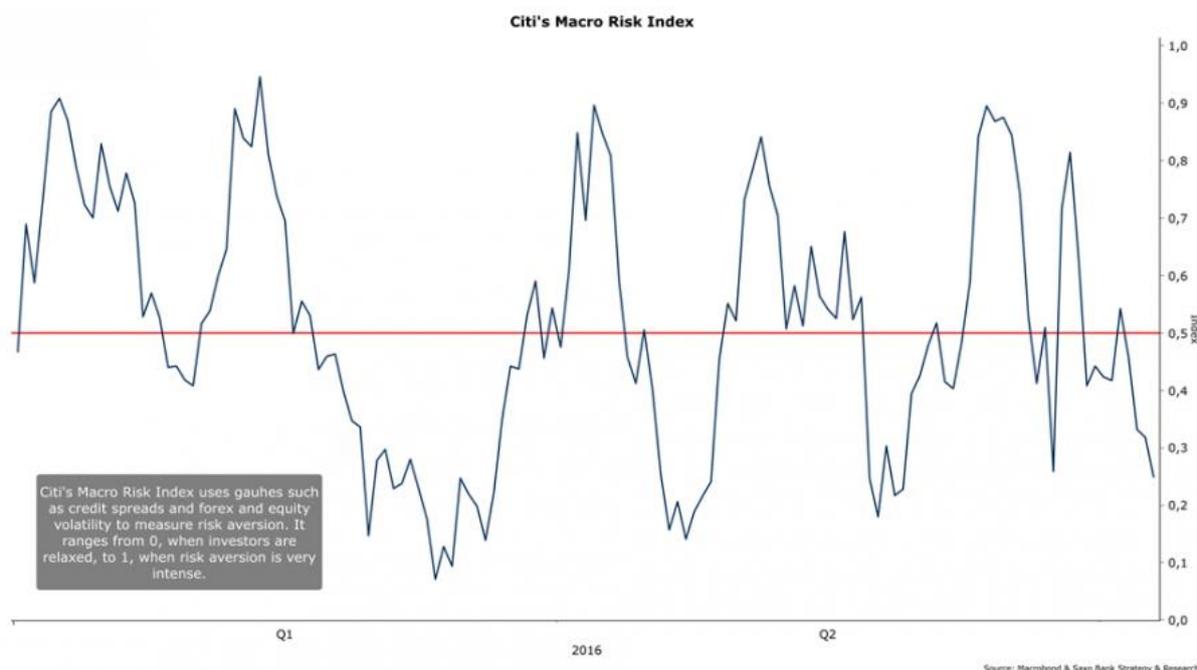
Les investisseurs ont vite appris qu'il n'y a pas d'été calme sur les marchés financiers. Depuis la victoire des partisans du Brexit au Royaume-Uni, les risques ont considérablement augmenté. Les voyants sont rouges pour l'économie mondiale. Les PMI mondiaux indiquent que l'économie a connu son pire trimestre depuis 2012, les premiers signes d'une récession au Royaume-Uni apparaissent et, surtout, les risques géopolitiques continuent de croître, en particulier en Europe. Cela pourrait être le principal moteur d'évolution des marchés financiers et de l'économie mondiale dans les mois à venir.

Le plus grand paradoxe de la période actuelle est que les risques n'ont jamais été aussi nombreux depuis longtemps et que, pourtant, les investisseurs semblent avoir confiance dans le futur. L'indice Citi Macro Risk Index est actuellement à 2.24 ce qui prouve que les investisseurs sont plutôt détendus. Le fossé entre la vision du marché et la situation économique ne peut pas durer longtemps. Il y aura tôt ou tard un retour brutal à la réalité.

Tous les regards sont à nouveau tournés vers les banques centrales en août. Un assouplissement de la politique monétaire est attendu par la Banque d'Angleterre et par la Banque centrale turque. Au-delà de ces événements, comme chaque année, la principale préoccupation des investisseurs concernera le Symposium de Jackson Hole qui se tiendra du 25 au 27 août dans le Wyoming. Le sujet de cette année est « Concevoir un cadre de politique monétaire résilient pour le futur ». Le discours de Janet Yellen sera suivi de près par les investisseurs qui cherchent des indices sur l'évolution de la politique monétaire américaine, et en particulier, l'issue de la réunion de septembre de la Fed qui constitue certainement la seule fenêtre de tir crédible pour augmenter les taux aux Etats-Unis cette année.

Panorama mondial: forte augmentation du risque politique

Les risques augmentent, et paradoxalement les investisseurs semblent assez détendus. L'indice de risque macro de Citi, qui permet de mesurer l'aversion au risque, s'élève à 2.24%, ce qui prouve que les investisseurs ne sont pas préoccupés du tout par l'avenir. Le même optimisme est constaté sur les marchés émergents : L'indice de Risque Forex des marchés émergents de Barclays a récemment atteint son plus bas depuis le début de l'année. Le risque est clairement mal priced par les investisseurs. L'écart significatif entre la perception des investisseurs et la réalité économique ne durera pas. Le retour à la réalité sera difficile.



L'un des éléments déclencheurs pourrait être une augmentation critique du risque politique dans les semaines à venir. Six élections et referendums clés se tiendront entre le 26 septembre et le 8 novembre en Europe et aux Etats-Unis. Le référendum en Italie pourrait conduire à la démission du Premier ministre Matteo Renzi et ouvrir un nouvel épisode d'instabilité politique pour le pays, au pire moment, puisque le problème du secteur bancaire italien est encore d'actualité. En parallèle, le référendum sur les quotas de migrants en Hongrie pourrait confirmer la progression inexorable du populisme en Europe et constituer un nouveau revers pour l'Union Européenne, quelques mois après le Brexit. En fait, chacun de ces évènements a un faible impact en tant que tel mais l'accumulation des risques sur une très courte période de temps pourrait avoir un effet négatif sur les marchés financiers et augmenter la crise de confiance en Europe. A partir de septembre, les investisseurs n'auront pas le temps de souffler. Le risque politique fait son come-back.

POLITICAL RISK ? WATCH OUT FOR THESE COUNTRIES

DATE	COUNTRY	ELECTION
September 26, 2016	SPAIN	Catalonia (vote of confidence)
October 2016	SPAIN	General (if a government hasn't been formed)
October 2016	ITALY	Referendum (Constitutional reform)
October 2, 2016	HUNGARY	Referendum (EU migrant quotas)
October 2, 2016	AUSTRIA	Presidential
November 8, 2016	USA	Presidential

Source: Saxo Bank Research & Strategy

Si l'on regarde le bon côté des choses, les banques centrales ont encore les moyens de rassurer le marché à court et moyen terme. D'ailleurs, leur action a certainement été décisive pour éviter une panique financière dans la foulée du référendum au Royaume-Uni. Cependant, l'omnipotence des banques centrales tend à diminuer et les risques liés aux politiques économiques et monétaires sont plus élevés que jamais, avec peu d'outils restants et des gouvernements à l'arrêt, comme celui des Etats-Unis, du fait des échéances électorales. Le dernier rapport annuel de la BRI a été très clair à ce propos : nous avons atteint les limites des politiques monétaires avec des retours sur investissement qui diminuent et un risque très élevé de bulles spéculatives. Bien que plus de 660 baisses de taux d'intérêt aient eu lieu depuis Lehman, la croissance est toujours inférieure par rapport à la période précédant la crise. Les banquiers centraux n'ont aucune idée précise de ce qu'il faut faire mais le marché ne semble pas s'en préoccuper pour le moment.

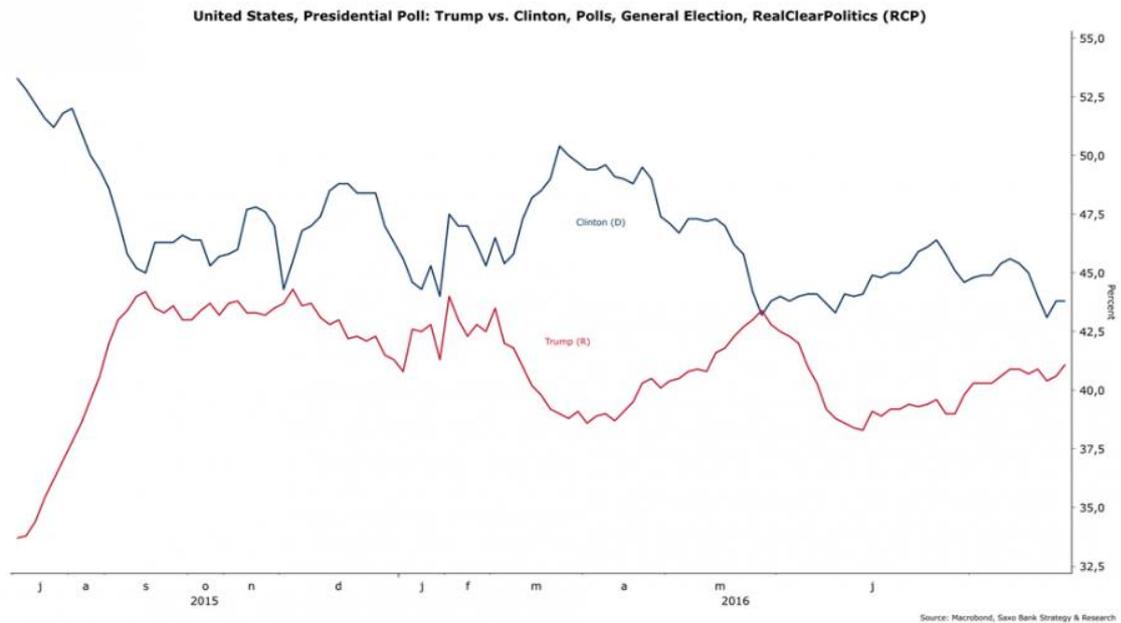
A ce propos, les investisseurs seront attentifs au discours de Janet Yellen à l'occasion du Symposium de Jackson Hole qui se tiendra du 25 au 27 août dans le Wyoming. Cependant il n'y a pas grand-chose à en attendre. Les informations concernant le timing de la prochaine hausse des taux seront certainement peu nombreuses. Les risques à court terme, principalement liés au Brexit, diminuent, mais le panorama de

l'économie américaine est toujours contrasté. Le marché du travail et les dépenses de consommation suivent une tendance positive mais la croissance du PIB montre des signes de faiblesse.

Le PIB au deuxième trimestre a constitué un raté magistral (1.2% vs 2.5% attendu) et le PIB au premier trimestre a été revu en baisse (0.8% vs 1.1% en première estimation). Selon moi, la meilleure fenêtre de tir pour la hausse des taux cette année reste septembre, mais, à l'heure actuelle, la décision finale du FOMC se jouera à 50/50 et dépendra fortement des données économiques collectées en juillet et en août. Il est trop tôt pour se forger une conviction en ce qui concerne la réunion de septembre de la Fed.

Etats-Unis: L'élection n'est pas courue d'avance

L'autre moteur américain des marchés sera l'élection présidentielle. La campagne va s'intensifier maintenant que les conventions des partis sont terminées. Le résultat de l'élection est très incertain. Le résultat inattendu du référendum au Royaume-Uni est la meilleure preuve que rien n'est écrit d'avance. Il serait risqué de croire que l'élection présidentielle est courue d'avance et que Hillary Clinton sera sans aucun doute la future présidente. L'écart entre les deux candidats à la présidentielle s'est considérablement réduit ces dernières semaines et correspond plus ou moins à la marge d'erreur. De nombreux votants qui considèrent qu'ils n'ont pas profité de la reprise économique seront certainement séduits par le discours populiste et anti-establishment de Donald Trump. A l'inverse, la démographie américaine joue indéniablement en faveur d'Hillary Clinton. Le résultat de l'élection sera étroitement lié au taux de participation de la jeunesse et des minorités raciales, deux groupes de votants traditionnellement enclins à se prononcer en faveur du candidat démocrate.

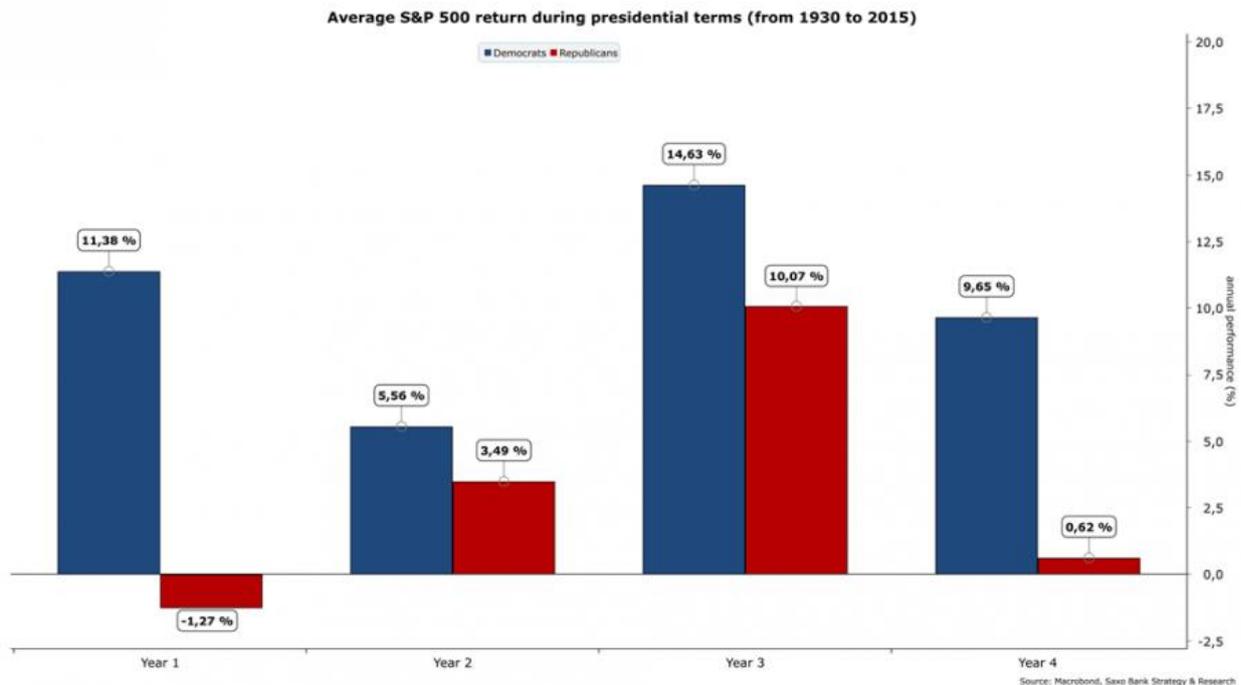


Un président démocrate est historiquement plus bénéfique à la bourse qu'un président républicain. En moyenne, lors de la première année de mandat, le S&P 500 connaît une hausse de 11,38% lorsque le président est démocrate et une baisse de 1,27% lorsqu'il est républicain. En fin de mandat, un différentiel tout aussi frappant est perceptible.

Dans la quatrième année, le S&P500 augmente de 9.65% sous le parti démocrate vs 0.62% sous le parti républicain. Cette analyse gomme évidemment de nombreux facteurs pouvant influencer l'évolution des indices, comme la politique monétaire, la couleur politique du Congrès, la trajectoire de la croissance ou encore la corrélation positive avec d'autres actifs (à l'instar du pétrole). En outre, elle ne préfigure en rien des performances futures. Toutefois, elle a pour intérêt principal de corroborer un sentiment aujourd'hui largement partagé par la communauté des affaires outre-Atlantique : une présidence Clinton sera meilleure pour la bourse qu'une présidence Trump.

Cependant, il est probable que la victoire de Donald Trump n'ait pas un impact si négatif sur les marchés, au moins à court terme, dû au fait que les investisseurs ont déjà anticipé cette éventualité. Le scénario que les marchés n'ont pas intégré dans les prix est l'élection de Donald Trump à la présidence et une Chambre des Représentants dominée par les démocrates. Cela pourrait conduire à un blocage politique similaire au cliff fiscal à la fin de l'année 2012.

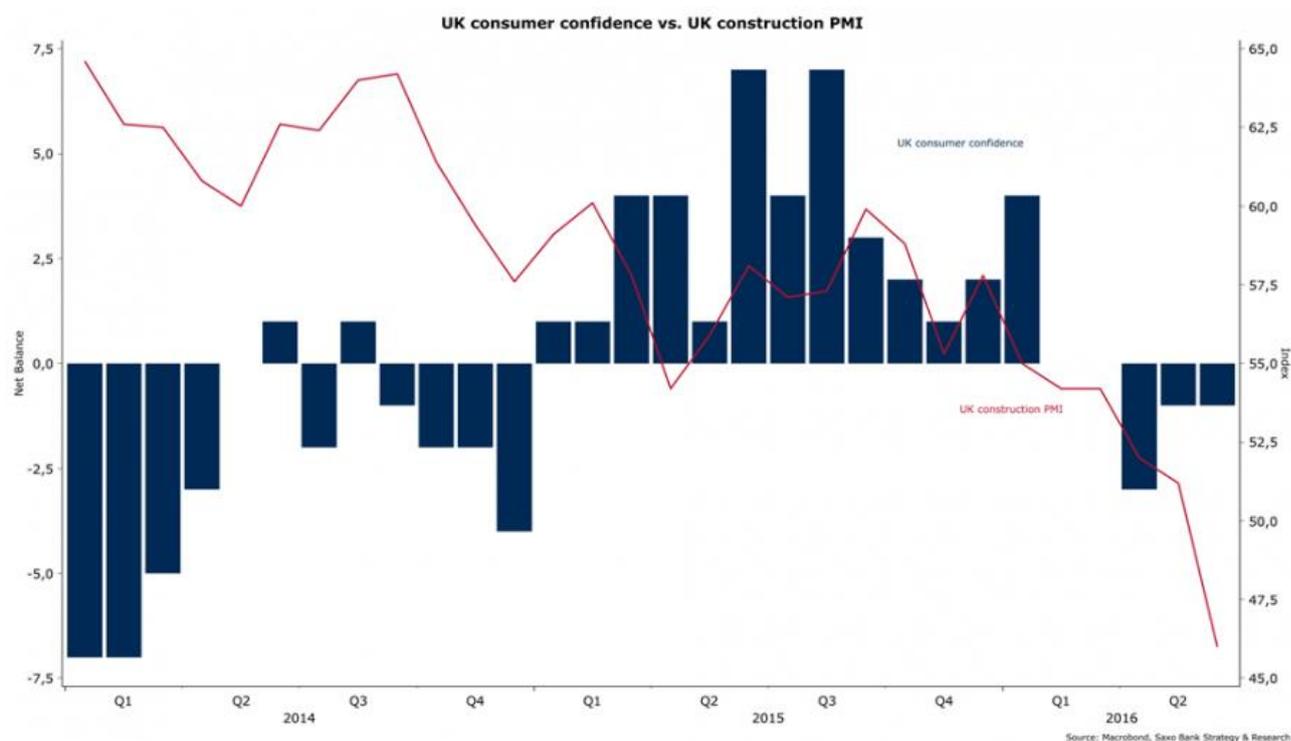
Cela serait le résultat le moins favorable de l'élection présidentielle américaine pour les investisseurs. En parallèle, la volatilité augmenterait sur les marchés financiers.



Europe de l'Ouest: "C'est la faute au Brexit"

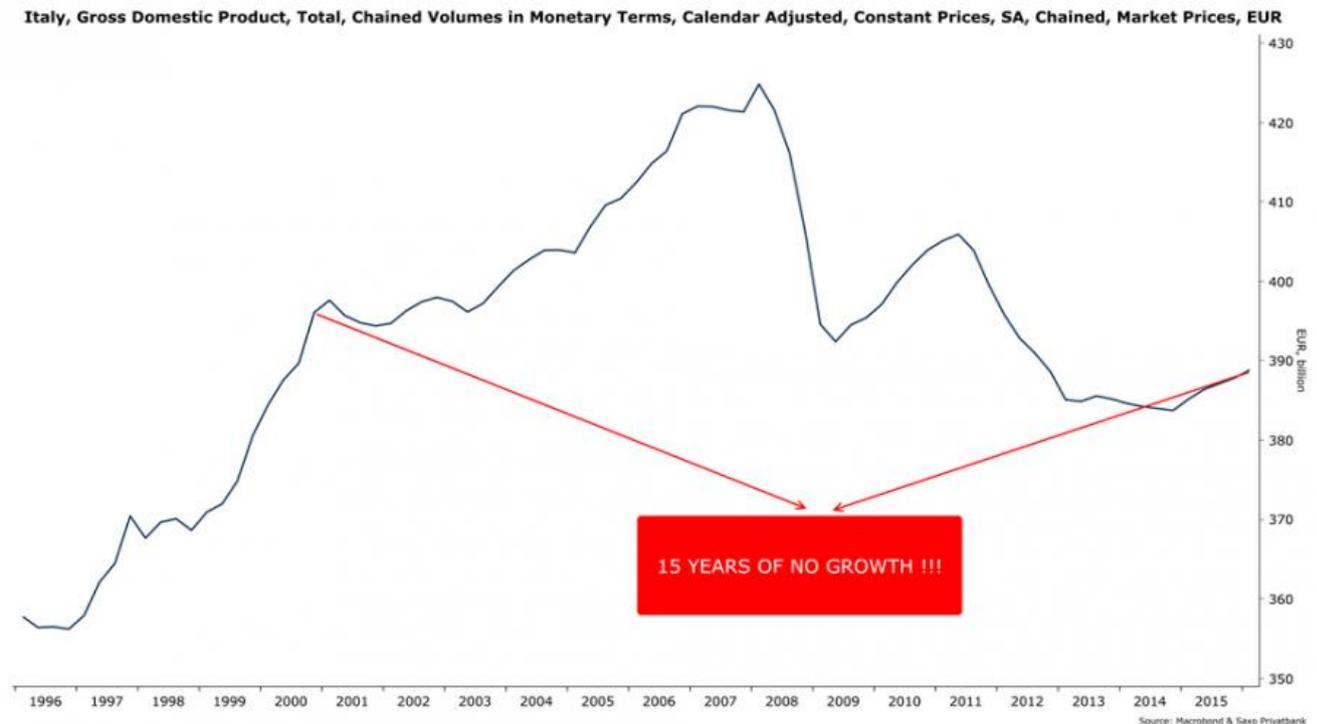
En Europe, la trajectoire de la croissance économique demeure incertaine. Il est aisé de blâmer le Brexit pour la faible croissance. Cependant, le processus de déclin a démarré au début de l'année 2016. L'Europe et les Etats-Unis sont en approche de la fin d'un cycle économique. Au Royaume-Uni, l'indice PMI construction, qui est un indicateur avancé de la tendance du PIB, a connu une contraction depuis plusieurs mois, qui confirme que l'économie britannique aurait ralenti même si le pays avait voté en faveur du Remain. Le résultat du référendum va simplement accélérer le processus. Selon les statistiques préliminaires, le Royaume-Uni devrait être le plus pénalisé économique à court terme. Les PMI indiquent une contraction économique qui est d'une ampleur similaire à 2009 tandis que l'indice d'optimisme des industriels est en chute à -47 en juillet contre -5 le mois précédent, ce qui est le plus bas niveau depuis 2009. Une récession est clairement attendue, comme prévu par la Banque d'Angleterre. La banque centrale a opté pour le maintien des taux inchangés en juillet mais elle pourrait décider de baisser les taux à le 4 août prochain puisque toutes les statistiques corroborent le ralentissement économique dans le sillage du Brexit. Le consensus s'attend à ce que les taux d'intérêt soient réduits de 25 points de base. C'est seulement une question de temps avant que le Royaume-Uni n'assouplisse davantage sa politique monétaire. Le challenge immédiat pour le pays sera de faire face à un important déficit de son compte courant, qui atteint quasiment 7% du PIB. La livre sterling plus faible aidera évidemment l'économie mais il y a un risque que l'excédent observé au niveau des services diminue dans les trimestres à

venir. Cependant, à long terme, l'optimiste prévaut pour l'économie britannique. S'il y a bien un pays qui peut sortir de manière réussie de l'UE, c'est le Royaume-Uni. En ce qui concerne l'UE, l'impact est encore difficile à prévoir. Selon le consensus Bloomberg, le Brexit pourrait diminuer le PIB de la zone euro de 0.1% en 2016 et de 0.3% en 2017. Ces estimations doivent être prises avec précaution quand on connaît les nombreuses incertitudes concernant le processus politique qui vient tout juste de démarrer.



L'autre préoccupation européenne est la santé du secteur bancaire italien qui s'est détériorée lentement mais sûrement depuis de nombreuses années. Le pourcentage de prêts non performants par rapport au portefeuille de prêts total atteint 1,5% au Royaume-Uni, 5% en France et 18% en Italie. Au total, les prêts non performants en Italie s'élèvent à 400 milliards d'euros, ce qui représente 20% du PIB italien. Cependant, seulement 10% de ce montant représente un risque immédiat. C'est un niveau critique, mais en aucun cas, un problème qui ne peut être résolu. Ce qui manque, c'est la volonté politique d'agir. En fait, les banques italiennes sont l'arbre qui cache la forêt. Le principal problème pour l'Italie est le manque de croissance économique, malgré les réformes structurelles, en particulier celles du marché du travail, mises en place par Matteo Renzi. A prix constants, le PIB italien n'a pas augmenté en l'espace de 15 ans. 15 ans de croissance zéro ! Les problèmes du secteur

bancaire seront résolus mais ressurgiront tôt ou tard si le pays ne parvient pas à créer une croissance durable.



Asie-Pacifique: La balle est dans le camp du gouvernement au Japon

Au Japon, les mesures timides prises par la banque centrale en Juillet, qui consistent à doubler les rachats d'ETF à 6000 milliards de yens par an et à doubler la taille du programme de financement en USD des entreprises japonaises, ont forcé le gouvernement à entrer dans le ring.

Trois conclusions peuvent être tirées de la dernière réunion de la Banque du Japon :

- 1) La banque centrale avoue implicitement qu'elle n'a pas beaucoup de marge de manœuvre pour agir dans le cadre de la politique monétaire actuelle. Elle a déjà acheté 90% de la dette nouvelle émise par le pays, ce qui rend difficile l'augmentation des achats, et dans tous les cas, cela n'aurait virtuellement aucun effet sur l'économie. La seule échappatoire est d'acheter plus d'ETF car il s'agit de l'un des rares segments de marché où la BoJ n'est pas un acteur hégémonique, détenant « seulement » 55% des ETF japonais;
- 2) La Banque du Japon semble comprendre qu'il est vain d'essayer de dévaluer le yen japonais. Malgré de nombreuses interventions sur le Forex, le QQE et le QQE2, le taux de change augmente

inexorablement. Depuis juin 2015, le yen est en hausse de 25% face au panier de monnaies de ses principaux partenaires commerciaux ;

3) La banque centrale reconnaît qu'il y a un problème d'accès au financement en USD pour les entreprises ce qui pourrait être facteur de nouvelles turbulences sur les marchés. Ce problème est perceptible à un niveau global mais est toujours sous-évalué par les décideurs. La prochaine étape pour la banque centrale sera en septembre quand une étude sur l'impact du programme de politique monétaire actuel sera soumis au gouvernement. Jusque-là, aucune nouvelle mesure n'est attendue par la Banque du Japon. Le rapport pourrait cependant ouvrir la porte à la mise en place de « l'helicoptère money ». Cela pourrait consister à émettre des obligations souveraines perpétuelles sans échéance qui pourraient être achetées par la banque centrale. Cette forme de financement monétaire de la dette publique est une mesure de dernier recours qui sera certainement inefficace tout comme les mesures précédentes prises pour contrer la déflation. Pour le moment, la balle est dans le camp du gouvernement. Renforcés après sa victoire à la Chambre Haute en juillet et faisant face à de timides mesures prises par la Banque du Japon, le gouvernement a décidé d'user de l'arme fiscale. Un nouveau stimulus autour de 28 000 milliards de yens est prévu. Cela pourrait être canalisé vers la production industrielle qui a chuté de 1,9% en juin sur un an et permettre une hausse des bas salaires. Le défi pour le pays est de promouvoir une meilleure coordination entre les politiques monétaire et fiscale, ce qui pourrait être le cas si l'application du plan du gouvernement japonais se fait sans tarder, en concertation avec les entreprises, les syndicats et la BoJ.

Bernanke Floated Japan Perpetual Debt Idea to Abe Aide Honda (1)

- Prominent foreign economists drawn into nation's policy making
- Honda emerges as an ideas matchmaker for the prime minister

By Toru Fujioka and Keiko Ujikane

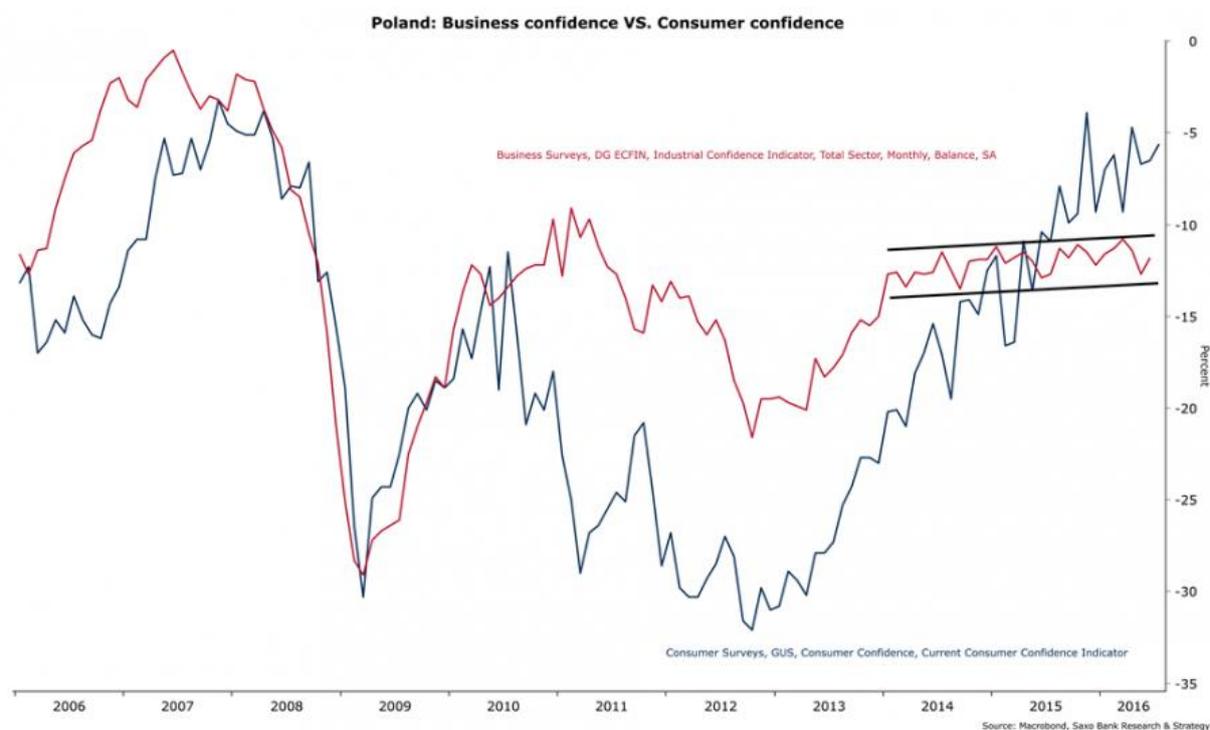
(Bloomberg) -- Ben S. Bernanke, who met Japanese leaders in Tokyo this week, had floated the idea of perpetual bonds during earlier discussions in Washington with one of Prime Minister Shinzo Abe's key advisers.

Etsuro Honda, who has emerged as a matchmaker for Abe in corralling foreign economic experts to offer policy guidance, said that during an hour-long discussion with Bernanke in April the former Federal Reserve chief warned there was a risk Japan at any time could return to deflation. He noted that helicopter money -- in which the government issues non-marketable perpetual bonds with no maturity date and the Bank of Japan directly buys them -- could work as the strongest tool to overcome deflation, according to Honda. Bernanke noted it was an option, he said.

CEE – Russie: La Pologne toujours en bonne voie... pour le moment.

Tout n'est pas morose en Europe. Les statistiques publiées en juillet confirment que la mauvaise performance de la croissance au T1 n'était qu'un accident pour la Pologne. La situation économique demeure clairement positive, du fait de finances publiques en amélioration et de fondamentaux économiques solides. La chute du taux de chômage en juin de 9.1% à 8.8% reflète partiellement un ajustement saisonnier tout à fait normal à cette période de l'année, mais aussi une tendance baissière de long terme qui a démarré en 2002. Depuis 2007, le taux de chômage en Pologne a évolué sous sa moyenne de long terme de 11,4%. C'est un signe clair que le marché du travail s'améliore et continuera de s'améliorer dans les prochaines années. La consommation des ménages reste un facteur clé de la croissance économique ; la confiance des consommateurs est près de son plus haut de 2007. Le seul point noir de l'économie concerne la confiance industrielle qui évolue dans un range étroit depuis le premier trimestre 2014, bien en dessous de son niveau d'avant-crise. Cela se traduit par un faible investissement privé. C'est un sujet clé car cela risque de limiter le potentiel de croissance à long-terme et de réduire les dépenses en R&D. Par conséquent, la Pologne continue d'être une économie basée essentiellement sur l'imitation et non l'innovation. En 2016, les prévisions économiques pour la Pologne sont toujours bonnes : la croissance annuelle pourrait

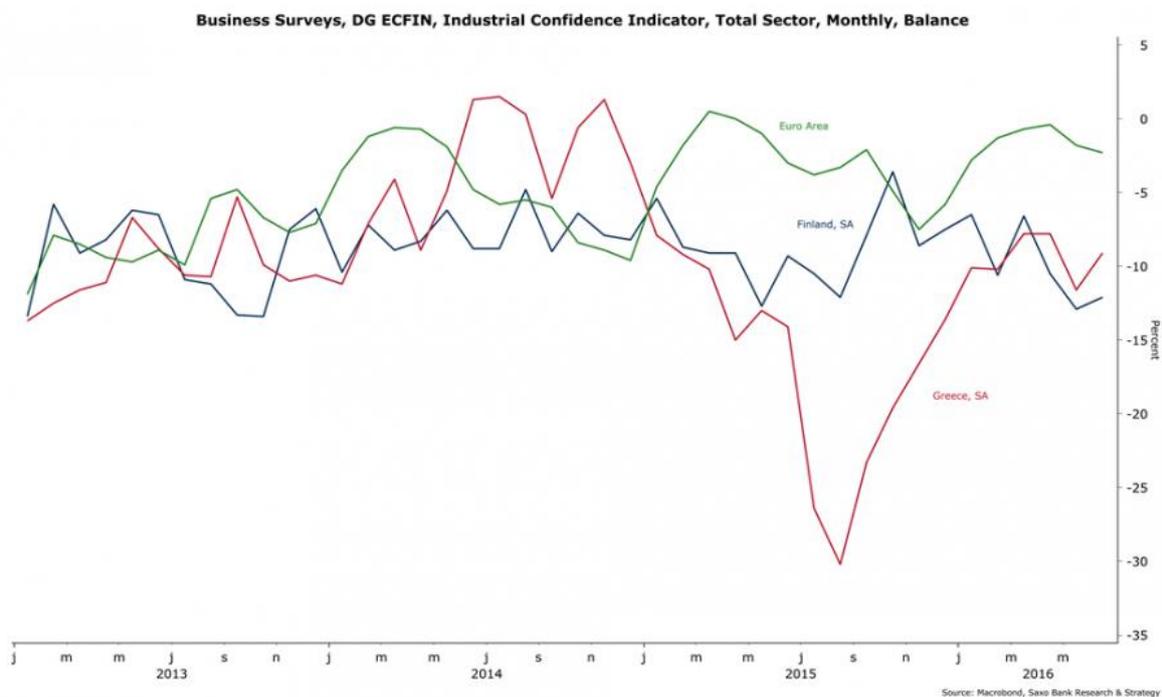
atteindre 3.2%, ce qui est une excellente performance comparé aux autres pays de l'UE.



Du meilleur au pire... Il y a un pays dans la zone euro où l'indice de confiance est encore plus bas qu'en Grèce: la Finlande. Les derniers chiffres montrent que l'indice de confiance est de -12.1 en Finlande alors qu'il est de -9.1 en Grèce et de -2.3 pour la zone euro. La Finlande est le parfait exemple d'un pays qui s'est reposé sur ses lauriers et a échoué à alimenter le cycle d'innovation. Dans un monde idéal, la solution la plus simple pour relancer la compétitivité serait de dévaluer la monnaie, ce qui est devenu impossible depuis que le pays a adopté l'euro. Pour compliquer les choses, le coût du travail a considérablement augmenté d'environ 20% depuis 2008 alors que beaucoup de pays européens ont mis en place des réformes pour précisément diminuer ce coût.

Le coup de grâce a été porté lorsque l'Union Européenne, dont la Finlande fait partie, a décidé d'imposer des sanctions économiques contre la Russie qui est un des principaux marchés à l'exportation pour le pays. Bien que la Finlande soit sortie de la récession depuis 2015, la croissance économique reste fragile et le faible niveau de l'indice de confiance confirme un panorama économique morose. La signature d'un pacte de compétitivité entre le gouvernement et les principaux syndicats du pays il y

a un mois , qui consiste à accroître la durée du temps de travail, est une mesure d'urgence nécessaire mais qui ne suffira pas à consolider la croissance. L'indice de confiance restera certainement à son niveau actuel dans les mois à venir.



Moyen Orient: La chute de l'aigle turc

Pour finir, les regards seront tournés vers la Turquie en ce qui concerne les marchés émergents ce mois-ci.

Dans le sillage du coup d'Etat militaire avorté, S&P ont abaissé la note de la Turquie d'un rang de BB à BB+ assortie d'une perspective négative. Le 19 août, Fitch Rating doit publier se prononcer à son tour et devrait suivre l'exemple de S&P en abaissant la note du pays. Ces dernières années, les décisions des agences de notation n'ont pas eu d'impact décisif sur l'économie et le développement financier des pays. Cependant, ce n'est pas le cas pour la Turquie, qui est extrêmement dépendante des financements étrangers à cause de ses faibles réserves de devises, sa faible épargne domestique et, par-dessous tout, sa dette extérieure en hausse. Depuis l'arrivée au pouvoir de l'AKP en 2002, la dette extérieure a augmenté de 120%. L'instabilité politique aura au moins 4 conséquences pour le pays :

- 1) Les coûts de financement des compagnies turques en USD augmenteront significativement du fait de la dévaluation de la lire par rapport au dollar, ce qui pourrait réduire l'investissement privé et accentuer le risque de crédit bancaire ;

2) La rentabilité des banques, qui a décliné de 55% entre décembre 2007 et décembre 2015, chutera probablement encore soulevant la question de l'accès aux liquidités;

3) le récent rebond des IDE devrait s'inverser, pour intensifier la situation de stress actuelle des marchés; 4) Les réformes promises pour réduire la dépendance vis-à-vis des financements étrangers vont être reportée sine die. La croissance du PIB demeure au-dessus de sa moyenne de long terme mais les risques de baisse ont considérablement augmenté. Un ralentissement de la croissance est inévitable et pourrait mettre davantage de pression sur la banque centrale, dont l'indépendance est déjà remise en question, afin qu'elle assouplisse sa politique monétaire lors de sa réunion du 23 août.

