



1 MONTH IN
10 SNAPSHOTS

Décembre 2017



Adrien Pichoud

Chief Economist
Portfolio Manager



Wanda Mottu

Senior Analyst



Maurice Harari

Portfolio Manager

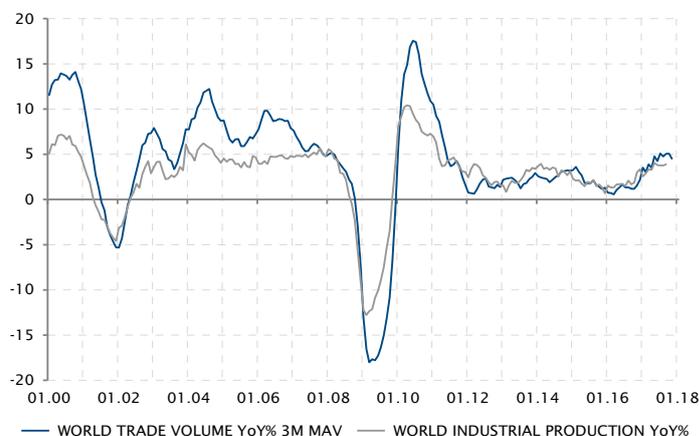
INDEX

- | | |
|---|---|
| 1. Economie mondiale – Pas de grandes améliorations à prévoir pour 2018..... | 1 |
| 2. Etats-Unis – Les investissements des entreprises soutiennent les perspectives de croissance..... | 2 |
| 3. Zone euro – En passe de générer sa plus forte croissance annuelle depuis dix ans..... | 2 |
| 4. Royaume-Uni – La Banque d'Angleterre augmente ses taux, mais reste vigilante..... | 3 |
| 5. Japon – Enfin la fin de la déflation?..... | 3 |
| 6. Chine – Le congrès du parti a-t-il laissé place à la déprime?..... | 4 |
| 7. Obligations – Les rendements obligataires turcs atteignent de nouveaux sommets..... | 4 |
| 8. Actions – La corrélation entre la performance relative du FTSE 100 et la paire EUR/GBP est-elle rompue?..... | 5 |
| 9. Italie – Réduction de l'écart de rendement avec l'Allemagne..... | 5 |
| 10. Actions – Blocage de la fusion entre Time Warner et AT&T..... | 6 |

1. Economie mondiale – Pas de grandes améliorations à prévoir pour 2018

- L'économie mondiale a enregistré sa meilleure progression en 2017 depuis la récession de 2008/2009. L'expansion économique synchronisée à l'international, la hausse des cours du pétrole et des matières premières et la faiblesse des taux d'intérêt ont stimulé la dynamique du cycle économique: la production industrielle et le commerce mondiaux sont enfin sortis de leur léthargie.
- L'année 2018 ne devrait cependant pas connaître beaucoup d'améliorations supplémentaires. Si les conditions nécessaires à la poursuite de la croissance devraient se maintenir (rattrapage de la croissance européenne, expansion du cycle américain alimentée en interne, reprise au Japon, rééquilibrage de la Chine), son potentiel d'accélération est quant à lui limité. Toutes ces économies affichent déjà une croissance supérieure à leur potentiel et les banques centrales devraient (très) progressivement mettre un terme à leurs mesures de soutien. Le maintien d'une croissance semblable à celle de cette année en 2018 constituerait déjà une belle performance dans ce contexte.

La dynamique de croissance mondiale a certainement atteint un plafond en 2017



Sources: Factset, SYZ Asset Management
Données au 8 décembre 2017



2. Etats-Unis – Les investissements des entreprises soutiennent les perspectives de croissance

- En 2017, les cours du pétrole ont cessé de peser sur la croissance américaine. La stabilisation des cours du brut aux alentours de 50 dollars le baril a permis au secteur de l'énergie de se redresser après le choc de 2015. La chute des prix de 60% et la baisse de la production américaine de 20% en 2015 avaient accéléré la contraction des investissements des entreprises, la première en 50 ans qui ne soit pas liée à une récession de l'ensemble de l'économie. Toutefois, la résilience de la consommation, sur fond de baisse du taux de chômage et d'augmentation du crédit à la consommation, a permis à la croissance du PIB américain de rester en territoire positif.
- A fin 2017, la situation est tout autre: les investissements des entreprises ont rebondi et les commandes fermes en biens d'équipement enregistrées au début du quatrième trimestre sont de bon augure quant à la poursuite de cette dynamique, qui pourrait aussi tirer parti de la tant attendue réforme fiscale. Les dépenses des entreprises pourraient ainsi constituer le principal moteur de la croissance américaine l'année prochaine, à l'heure où la consommation perd de sa vigueur en raison du ralentissement de la croissance du crédit à la consommation et de la faiblesse de la progression du revenu réel disponible.

Les dépenses des entreprises américaines devraient soutenir la croissance en 2018

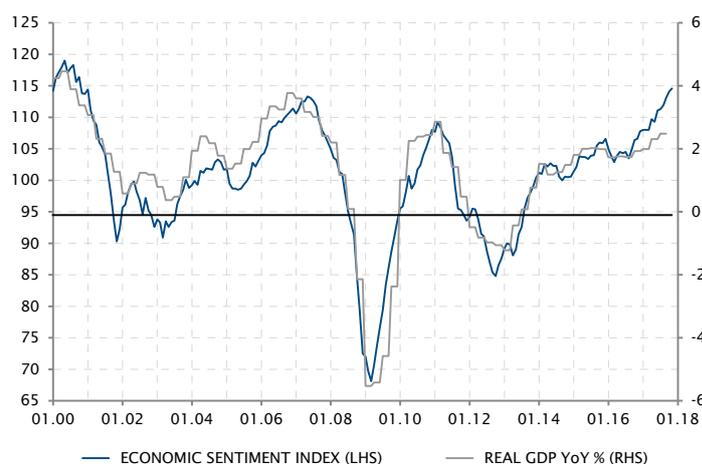


Sources: Factset, SYZ Asset Management
Données au 8 décembre 2017

3. Zone euro – En passe de générer sa plus forte croissance annuelle depuis dix ans

- Les économies européennes ont prospéré en 2017. La série de données économiques positives s'est poursuivie avec la même intensité à la fin de l'année, déjouant les prévisions du marché. Les performances économiques ont systématiquement dépassé les attentes du marché au cours des 14 derniers mois, une situation inédite depuis quinze ans.
- L'indice du sentiment économique de la Commission européenne a ainsi atteint un plus haut depuis 17 ans en novembre, grâce à l'amélioration de la confiance des consommateurs et des entreprises. D'autres indicateurs comme les PMI, les taux de chômage et les indices pays par pays dressent le même tableau. La croissance du PIB conservera sa vigueur au quatrième trimestre.
- Dans ce contexte, la croissance annuelle de la zone euro devrait s'établir à près de 2,5%, soit son niveau le plus élevé depuis dix ans. Pour une économie sortie de la récession il y a seulement quatre ans, ce dynamisme de milieu de cycle contraste avec l'atonie de fin de cycle de l'économie américaine, et cette tendance devrait se confirmer en 2018.

Le sentiment économique et l'activité dans la zone euro continuent d'offrir de bonnes surprises



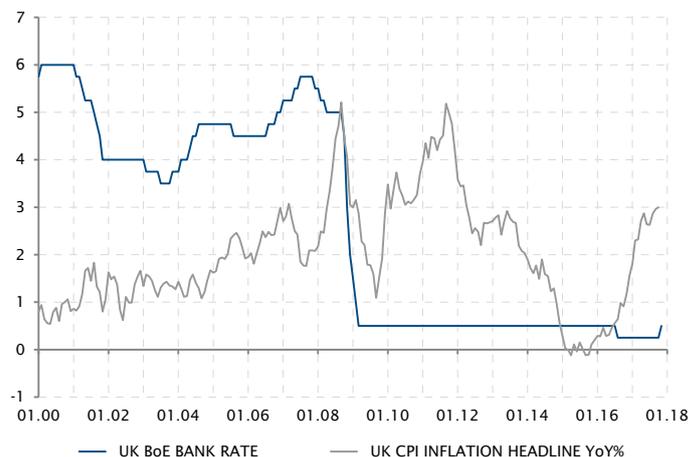
Sources: Factset, SYZ Asset Management
Données au 8 décembre 2017



4. Royaume-Uni – La Banque d'Angleterre augmente ses taux, mais reste vigilante

- Alors que les négociations entre l'Union européenne et le gouvernement britannique s'intensifient, la croissance reste positive au Royaume-Uni, mais dans une moindre mesure qu'avant le référendum sur le Brexit. Le chômage ne cesse de baisser et s'établit à 4,3%, son plus bas niveau en 42 ans.
- Parallèlement, l'inflation dépasse l'objectif de 2% de la Banque d'Angleterre depuis février 2017. Ce niveau s'explique par les pressions sur l'inflation importée au premier semestre et par l'augmentation des prix de l'énergie depuis l'été dernier.
- Cette situation a conduit la Banque d'Angleterre à relever son taux directeur de 25 pb en novembre à 0,5%, revenant ainsi sur la réduction de taux opérée en urgence après le vote du Brexit. La Banque centrale anglaise a souligné que sa politique monétaire continuera de soutenir fortement l'économie. Bien qu'elle n'ait pas exclu la possibilité de relever à nouveau ses taux, elle a également fait savoir qu'elle était tout à fait consciente des répercussions du Brexit sur les ménages, les entreprises et les marchés financiers.

La Banque d'Angleterre est revenue sur sa réduction des taux post-Brexit en les relevant en novembre

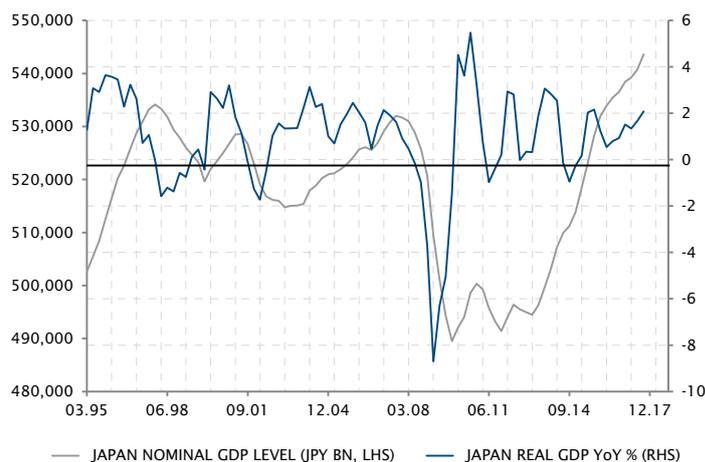


Sources: Factset, SYZ Asset Management
Données au 8 décembre 2017

5. Japon – Enfin la fin de la déflation?

- Assistons-nous à la revanche des anciennes économies? Aux côtés de l'Europe, le Japon impulse la dynamique des grandes économies développées. Les entreprises se montrent particulièrement confiantes et la réélection du Premier ministre Shinzo Abe devrait favoriser la tendance observée depuis 2013 et la mise en œuvre des Abenomics.
- Ces politiques destinées à sortir le pays de vingt ans de déflation se sont jusqu'à présent avérées relativement fructueuses. La croissance du PIB réel a atteint 2,1% au troisième trimestre, alimentée par la vigueur des investissements des entreprises. Plus important encore, ce pays autrefois marqué par la déflation a renoué avec la croissance de son PIB nominal après une longue période de stagnation durant laquelle la croissance du PIB réel s'est traduite par une baisse des prix nominaux. Le PIB du Japon n'a que récemment dépassé son pic de 1997. Avec une croissance du PIB réel supérieure à son potentiel et une inflation en territoire positif, le Japon a affiché une croissance nominale positive en 2017 et cette tendance est amenée à se poursuivre en 2018.

Progression solide du PIB réel et retour de la croissance du PIB nominal



Sources: Factset, SYZ Asset Management
Données au 8 décembre 2017



6. Chine - Le congrès du parti a-t-il laissé place à la déprime?

- La stabilisation impressionnante de la croissance chinoise a de toute évidence été favorable en 2017. L'ajustement minutieux de la politique monétaire et budgétaire a permis à Xi Jinping d'ouvrir le Congrès du Parti communiste en octobre sur fond de stabilisation de la croissance en phase avec les objectifs. Toutefois, les données indiquent que la croissance chinoise repose encore très largement sur l'expansion du crédit.
- La détermination de Xi Jinping à privilégier la qualité de la croissance au détriment de la quantité suscite des craintes quant au risque que le désendettement de l'économie en accélère le ralentissement. Toutefois, ces inquiétudes ne se sont jusqu'à présent pas matérialisées, les indices PMI continuant d'afficher une croissance positive, quoique sans éclat.
- Cela étant, il se peut que les mesures ciblant les sociétés financières en vue de contenir la croissance du crédit aient eu des effets plus importants sur les marchés financiers chinois. En novembre, l'indice Shanghai Composite a perdu 4% après avoir atteint un plus haut sur deux ans, tandis que les taux des obligations d'Etat à 10 ans ont dépassé 4% pour la première fois depuis trois ans. Cette augmentation a été alimentée par les efforts de désendettement à l'origine de ventes forcées.

Les mesures de désendettement ont entraîné le repli des actions et la hausse des taux en novembre

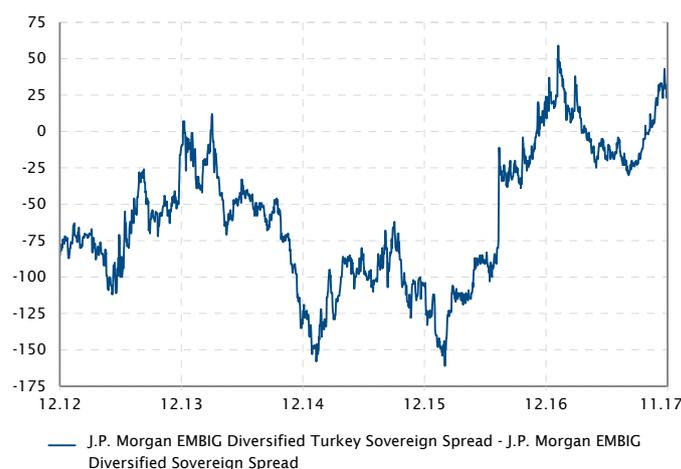


Sources: Factset, SYZ Asset Management
Données au 8 décembre 2017

7. Obligations - Les rendements obligataires turcs atteignent de nouveaux sommets

- En novembre, l'écart entre le spread des obligations turques en monnaie forte (obligations en USD) et celui de l'univers des marchés émergents a atteint un de ses plus hauts des dernières années, s'approchant même du niveau affiché en janvier. Par conséquent, les investisseurs détenant des obligations turques réclament une prime plus élevée que sur les obligations émergentes.
- La Banque centrale turque a annoncé des changements dans sa politique de liquidité, relevant le coût moyen de financement des banques de 25 pb à 12,25%, afin d'endiguer la dépréciation rapide de la livre turque (TRY - 12% face à l'USD depuis fin août).
- Le président Recep Tayyip Erdogan a réitéré ses critiques à l'égard de la politique de la Banque centrale turque consistant à augmenter les taux d'intérêt pour lutter contre le repli de la monnaie et contrôler l'accroissement de l'inflation. L'indépendance de la banque centrale est très fragile, ce qui pèse sur les perspectives du pays alors que ses relations diplomatiques avec l'Europe et les Etats-Unis sont déjà menacées.

J.P. Morgan EMBIG Diversified Turkey Sovereign Spread - J.P. Morgan EMBIG Diversified Sovereign Spread



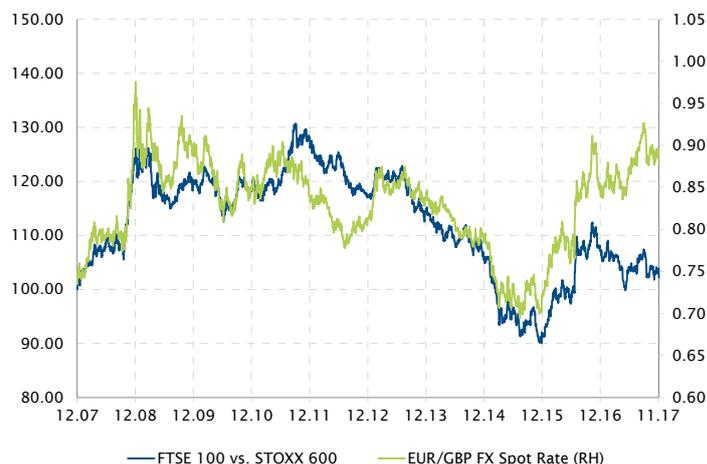
Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management
Données au 8 décembre 2017



8. Actions – La corrélation entre la performance relative du FTSE 100 et la paire EUR/GBP est-elle rompue ?

- Le marché des actions britanniques (FTSE 100) est habituellement fortement corrélé à l'évolution du taux de change. En effet, lorsque la GBP se déprécie face à l'EUR (et à d'autres monnaies), le FTSE 100 surperforme généralement le marché européen dans son ensemble (STOXX 600). Par conséquent, les marchés actions britanniques sont inversement corrélés à la livre sterling. Toutefois, cette corrélation s'affaiblit du fait des incertitudes politiques liées au Brexit.
- De plus, le taux de change GBP/USD s'est montré relativement volatil à l'approche du Brexit dans le cadre duquel le Royaume-Uni devrait payer 40 à 60 milliards EUR à l'Union européenne.
- Dans ce contexte, les investisseurs ont réévalué les actifs britanniques. Les rendements des Gilt ont grimpé à la fin du mois de novembre et la livre sterling a atteint l'un de ses plus hauts sur deux mois, car les marchés prévoient que l'économie restera solide si le divorce avec l'UE se passe en douceur.

FTSE 100 vs STOXX 600 et taux de change EUR/GBP au comptant



Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management
Données au 8 décembre 2017

9. Italie – Réduction de l'écart de rendement avec l'Allemagne

- L'écart de rendement entre les obligations italiennes à 10 ans et les emprunts allemands équivalents se rétrécit à mesure que l'économie italienne s'améliore. Depuis 2013, l'économie italienne dépasse les attentes des économistes, comme le montre la progression de son PIB en glissement annuel. En outre, les investisseurs continuent d'acheter des titres de dette italienne, car ils offrent un effet de portage de moins en moins fréquent dans le cadre des obligations d'Etat européennes.
- Cependant, des changements pourraient survenir en 2018 pour les investisseurs en obligations italiennes, avec la tenue des élections législatives lors desquelles le mouvement populiste 5 étoiles pourrait créer la surprise. Par ailleurs, les bilans des banques italiennes comportent encore des créances douteuses et des actifs toxiques, ce qui les empêche de soutenir pleinement la croissance. Les banques doivent poursuivre leurs efforts afin d'assainir leur bilan pour que le pays puisse maintenir ses niveaux de croissance attractifs.

L'économie italienne se renforce



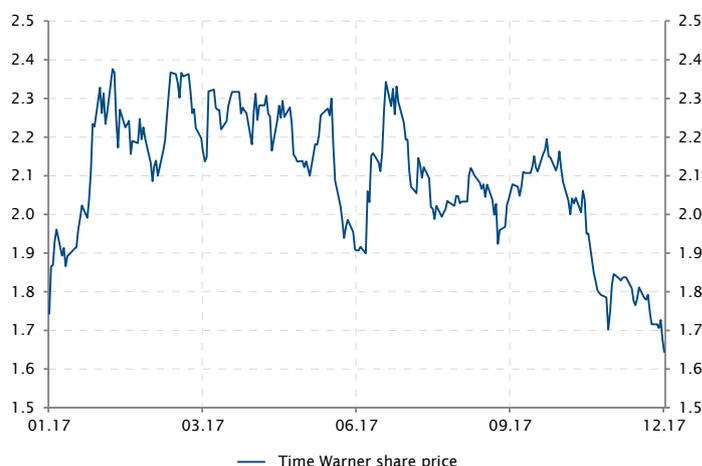
Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management
Données au 8 décembre 2017



10. Actions – Blocage de la fusion entre Time Warner et AT&T

- Le ministère américain de la Justice a annoncé en novembre le blocage de la fusion géante entre le producteur de contenu Time Warner et l'opérateur AT&T. Cette décision a surpris les investisseurs, alors que la transaction avait été annoncée il y a plus d'un an et faisait l'objet d'une analyse minutieuse de la part de l'autorité de réglementation américaine. Les cours des actions de Time Warner ont chuté suite à cette nouvelle et sont quasiment revenus à leur niveau précédant l'annonce de la fusion.
- AT&T envisage de poursuivre le ministère de la Justice, car la société juge sa décision infondée et estime que son argument selon lequel cette fusion réduirait la concurrence sera rejeté. En outre, AT&T exigera probablement que le ministère de la Justice divulgue ses échanges avec la Maison-Blanche, car Trump s'est opposé publiquement à l'opération.

Les actions de Time Warner ont chuté après l'annonce dans le Wall Street Journal de la décision du ministère américain



Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management
Données au 8 décembre 2017