



1 MOIS EN  
10 IMAGES

Mai 2019



**Adrien Pichoud**  
Economist



**Maurice Harari**  
Senior  
Portfolio Manager



**Christophe Buttigieg**  
Analyst

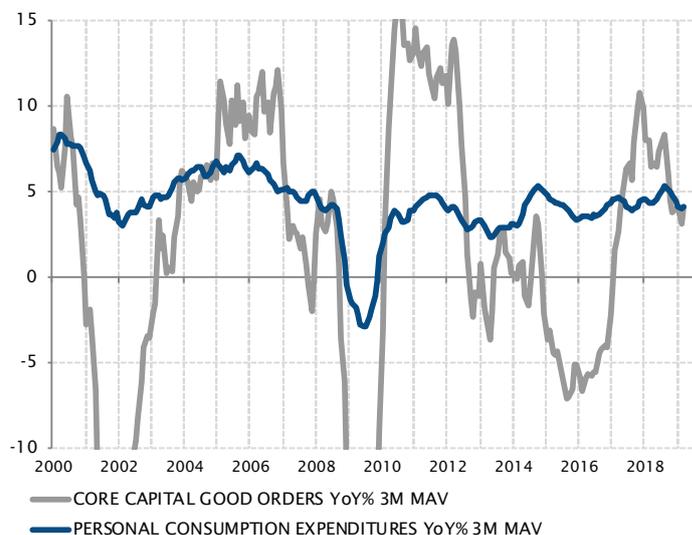
## INDEX

- |  |   |
|--|---|
| 1. La consommation des ménages continue de soutenir la croissance américaine ..... 1                       | 6. Spreads de crédit – Dette émergente contre titres à haut rendement ..... 4     |
| 2. Zone euro – La divergence entre les secteurs manufacturier et des services ne saurait durer ..... 2     | 7. Les actifs argentins à nouveau sous pression ..... 4                           |
| 3. Zone euro – Les investisseurs jettent l'éponge concernant les anticipations d'inflation ..... 2         | 8. Inde – La banque centrale abaisse ses taux pour soutenir la croissance ..... 5 |
| 4. Le dollar US présente un faible potentiel haussier... de même qu'un potentiel baissier limité ..... 3   | 9. Chine – Des signes de reprise encourageants, mais fragiles ..... 5             |
| 5. Taux – Le rendement des emprunts d'Etat grecs à 5 ans tombe en deçà des taux américains à 5 ans ..... 3 | 10. Actions – De nouveaux sommets ..... 6   |

### 1. La consommation des ménages continue de soutenir la croissance américaine

- L'économie américaine plie, mais ne rompt pas. La dynamique de croissance ralentit depuis le quatrième trimestre 2018 sous l'influence de différents facteurs. Ceux-ci incluent la fin attendue de la relance budgétaire fondée sur les baisses d'impôts introduites par le président Trump l'an dernier, le resserrement des conditions de crédit pour les entreprises et les ménages induit par la hausse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale, et l'impact de la détérioration des relations commerciales sino-américaines sur l'investissement intérieur.
- Dans ce contexte, le ralentissement de la croissance américaine observé ces derniers mois n'est guère surprenant. La question est toutefois de savoir s'il s'agit là des prémices d'une tendance baissière plus inquiétante susceptible de persister au cours des mois et des trimestres à venir.
- Nous sommes rassurés de constater que le principal moteur de la croissance américaine, à savoir la consommation des ménages, continue de s'accélérer à un rythme satisfaisant, soutenue par la dynamique positive du marché de l'emploi. L'investissement des entreprises s'est globalement adapté à cet environnement moins favorable. Au lieu de s'effondrer, cet aspect cyclique de l'économie a simplement connu une modération après une forte accélération ces deux dernières années.
- Avec la suspension voire l'arrêt complet du cycle de rehaussement des taux de la Fed et la dissipation des «effets de base» des mesures fiscales de Donald Trump, les freins à la croissance américaine ont désormais diminué. Les négociations commerciales sino-américaines restent une menace s'agissant des perspectives, mais les moteurs économiques au plan national devraient maintenir la croissance du PIB aux alentours de son potentiel à long terme de 2%.

*Les dépenses d'investissement fluctuent, mais la consommation des ménages reste ferme et résiliente*



Sources: Factset, SYZ Asset Management  
Données au: 08.05.2019



## 2. Zone euro – La divergence entre les secteurs manufacturier et des services ne saurait durer

- Depuis le début de l'année, la dynamique de croissance contrastée soulève de fortes interrogations concernant les perspectives de la zone euro à un horizon de court à moyen terme. Le secteur manufacturier est quasiment entré dans une phase de mini-récession, particulièrement en Allemagne, l'effet combiné de la baisse de la demande chinoise en 2018, des droits de douane américains sur l'acier et l'aluminium et des incertitudes liées au Brexit provoquant le plus fort ralentissement de l'activité depuis 2013. Dans le même temps, la demande et les activités de service axées sur le marché intérieur ont relativement bien résisté, contribuant à l'accélération de la croissance au premier trimestre, à 0,4% contre 0,2% au quatrième trimestre 2018.
- Cette divergence entre les secteurs manufacturier et des services ne saurait durer. L'issue la plus probable est la confirmation des signes précoces de redressement du secteur manufacturier. Grâce à la stabilisation de la croissance chinoise sous l'effet des mesures de relance monétaire et budgétaire des autorités, et au soutien d'une solide demande intérieure alimentée par la bonne tenue du marché du travail, les investissements des entreprises européennes devraient au minimum se stabiliser ces prochains mois, même si le Brexit est vécu comme une épée de Damoclès par les sociétés de la région. Compte tenu de la dynamique actuelle de la consommation des ménages, cela devrait suffire pour permettre une stabilisation de la croissance de la zone euro à un niveau proche de son potentiel à long terme de 1-1,5% au second semestre 2019.

*La divergence entre les secteurs manufacturier et des services pourrait difficilement être plus prononcée*



Sources: Factset, SYZ Asset Management  
Données au: 08.05.2019

## 3. Zone euro – Les investisseurs jettent l'éponge concernant les anticipations d'inflation

- L'Europe est-elle tombée dans le même piège que le Japon il y a 20 ans? Les deux situations présentent certes de nombreuses similitudes, mais bien des différences subsistent malgré tout. Il existe toutefois un domaine dans lequel la zone euro a manifestement pris une tournure japonaise, à savoir l'atonie de la dynamique d'inflation et ce que les banquiers centraux appellent «le désancrage des anticipations d'inflation».
- Non seulement l'inflation reste obstinément en deçà de l'objectif de la banque centrale d'un taux «inférieur à, mais proche de 2%» depuis 2013, mais l'inflation sous-jacente demeure inférieure aux attentes depuis 10 ans. Elle reste également en deçà des anticipations à moyen terme du marché, à l'aune des prévisions d'inflation à cinq ans dans cinq ans, ou des points morts d'inflation «à 5 ans dans 5 ans». Après avoir été constamment surévaluées, les anticipations d'inflation sont progressivement retombées pour se stabiliser à un niveau inférieur à l'objectif de la BCE.
- En clair, cela signifie que les marchés rejettent depuis 2015 l'hypothèse de voir l'inflation revenir de sitôt dans la fourchette visée par la BCE. Cette position remet en question la crédibilité de l'objectif d'inflation de la BCE, une situation similaire à celle à laquelle la Banque du Japon (BoJ) s'est trouvée confrontée. Il s'ensuit également que le seul moyen pour la BCE de défendre la crédibilité de son objectif d'inflation est de maintenir une politique très accommodante aussi longtemps que nécessaire pour ramener les anticipations d'inflation à un niveau conforme à sa cible. Et cela pourrait prendre un certain temps, comme le sait bien la BoJ.

*La faiblesse des anticipations d'inflation montre que le marché ne pense pas que l'inflation puisse s'accélérer de sitôt*



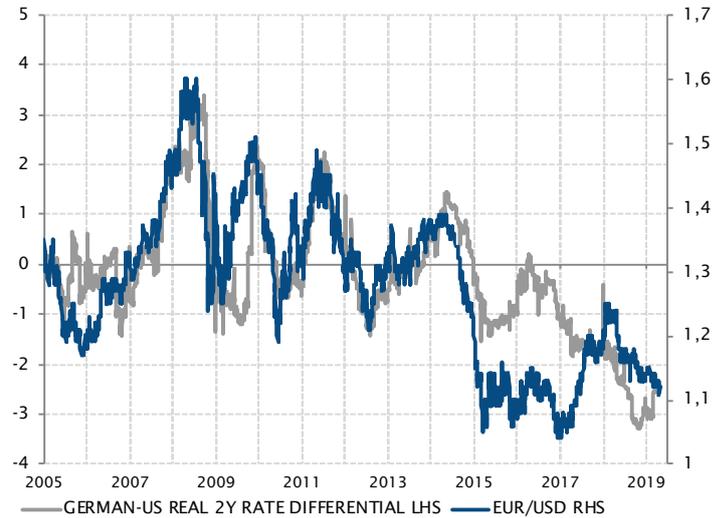
Sources: Factset, SYZ Asset Management  
Données au: 08.05.2019



#### 4. Le dollar US présente un faible potentiel haussier... de même qu'un potentiel baissier limité

- Suite au virage pris par la Fed dans sa politique monétaire au premier trimestre, la vigueur du dollar US a perdu le soutien sous-jacent de la normalisation de la politique monétaire, une tendance qui s'intensifie depuis 2015. En conséquence, la divergence croissante entre les taux à court terme aux Etats-Unis et ceux dans le reste du monde marque une pause depuis quelque temps. Elle pourrait même avoir atteint son pic à supposer que le cycle de hausse des taux de la Fed soit effectivement arrivé à son terme.
- Au-delà de l'évolution des taux à court terme, la fin annoncée de l'allègement du bilan de la Fed d'ici septembre — et sa neutralité ultérieure implicite — a également contribué à enrayer la divergence entre les Etats-Unis et les autres grandes puissances économiques. Dans ces conditions, le potentiel haussier du billet vert semble désormais relativement limité.
- Cela étant, l'écart de rendement en faveur du dollar US reste important, aussi bien du point de vue nominal que réel. Cet écart est susceptible d'empêcher un repli sensible de la monnaie américaine tant qu'elle reste proche des niveaux actuels. Une évolution des taux à court terme ou de la tendance de l'inflation serait nécessaire pour voir le billet vert remonter fortement à l'horizon des prochains mois.

*L'écart de rendement USD/EUR soutient le dollar, mais a probablement atteint un plus haut*

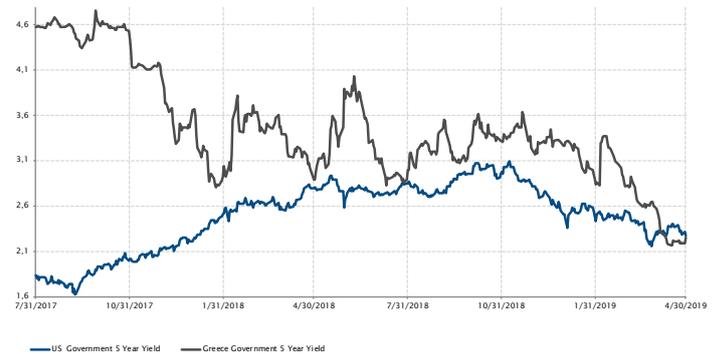


Sources: Factset, SYZ Asset Management  
Données au: 08.05.2019

#### 5. Taux - Le rendement des emprunts d'Etat grecs à 5 ans tombe en deçà des taux américains à 5 ans

- Le rendement des emprunts d'Etat grecs à 5 ans est tombé en deçà des taux américains à 5 ans, à 2,28% contre 2,26% fin avril. Au plus fort de la crise des pays européens périphériques, les taux à 5 ans de la Grèce avaient enfoncé le seuil des 20%, revenant par la suite à un niveau inférieur à 5%. La Grèce se situait alors à l'épicentre de la crise de la dette dans la zone euro, le pays entrant dans une profonde récession, suivie de plusieurs plans de sauvetage du FMI.
- La Grèce n'est pas le seul pays périphérique dont les coûts de financement sont retombés. Les taux portugais à 10 ans sont eux aussi redescendus de leurs sommets, passant de plus de 13% en 2011 à seulement 1% actuellement.
- Dernièrement, la Grèce s'est engagée dans un programme de réforme budgétaire, qui a stimulé la confiance des investisseurs. Athènes a profité de ce contexte pour faire appel au marché obligataire mondial, plaçant sa première émission à 10 ans depuis 2010, laquelle affichait un rendement de 3,36% fin avril.

*Evolution des taux américains et grecs à 5 ans (%)*



Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management  
Données au: 16.05.2019



## 6. Spreads de crédit – Dette émergente contre titres à haut rendement

- Les taux sont retombés après la forte hausse observée le mois dernier, notamment grâce à l'embellie sur le front de la croissance et à la nouvelle ascension des actifs risqués. Ainsi, alors que les taux souverains de référence ont rebondi de 10 à 15 pb en avril, les spreads de crédit ont affiché un resserrement encore plus prononcé dans le segment des titres à bêta élevé, conduisant enfin à des rendements plus qu'honnêtes pour les titres américains à haut rendement (+1,3%) et la dette subordonnée d'établissements financiers européens (+1,4%).
- Les obligations et les actions des marchés émergents (+0,3% et +2,5% respectivement) ont progressé le mois dernier. Cette hausse masque toutefois des disparités d'un pays à l'autre. Bien que la dette émergente, notamment celle en monnaie forte, soit susceptible d'être à nouveau soutenue par les conditions actuellement «idéales», les difficultés particulières que rencontrent la Turquie et l'Argentine ont pesé sur les spreads des obligations émergentes dans leur ensemble, qui ne se sont pas resserrés autant que ceux des créances ordinaires Investment Grade ou à haut rendement en avril ni depuis le début de l'année. En fait, ils se montrent quasi inchangés sur l'année en cours, et le spread de l'indice High Yield est désormais légèrement inférieur à celui de la dette émergente en monnaie forte.

*Le spread de la dette émergente en monnaie forte ne s'est pas resserré autant que celui des créances d'entreprise ordinaires*

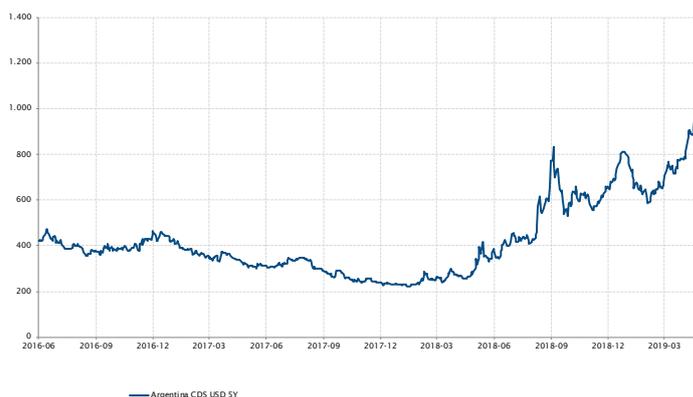


Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management  
Données au: 30.04.2018

## 7. Les actifs argentins à nouveau sous pression

- Le 25 avril, une vague de panique s'est abattue sur les investisseurs exposés aux marchés émergents suite aux sondages donnant Cristina Kirchner gagnante dans un éventuel second tour face à Mauricio Macri lors des élections présidentielles qui se tiendront en octobre prochain. La perspective du retour aux affaires de l'ancienne présidente Cristina Kirchner a suscité des craintes parmi les investisseurs concernant la poursuite des politiques menées actuellement et le risque de voir l'Argentine faire défaut sur sa dette. En conséquence, le spread des CDS à 5 ans sur l'Argentine s'est envolé de plus de 360 pb sur le mois, et le coût de l'assurance contre le risque d'un défaut souverain a atteint 12%.
- Les chiffres de mars sur l'inflation ont déçu, avec une accélération de 4,7% d'un mois sur l'autre pour atteindre 54,7% sur un an, alors que les analystes tablaient sur une hausse de 4% en glissement mensuel. L'absence de progrès au plan économique, notamment dans la maîtrise des pressions inflationnistes sans entraver la croissance, pénalise les chances de réélection du président Macri.
- S'il convient de lire les sondages avec prudence à ce stade compte tenu de la proportion élevée d'électeurs indécis, Mauricio Macri aura besoin d'une amélioration des conditions macroéconomiques avant le scrutin d'octobre pour maximiser ses chances d'être réélu.

*Le spread des CDS à 5 ans sur l'Argentine s'est envolé à plus de 1200 pb*



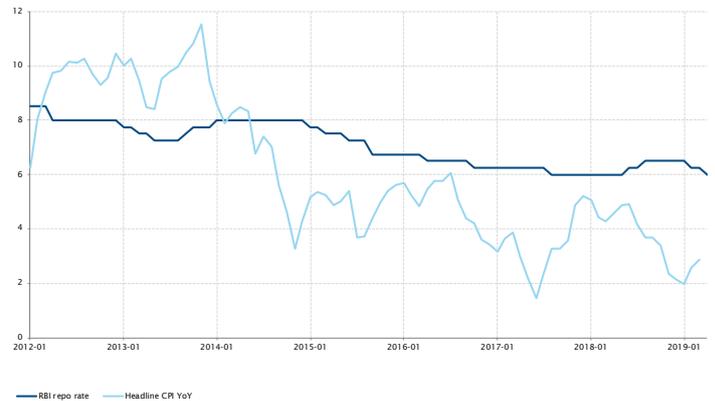
Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management  
Données au: 30.04.2019



## 8. Inde – La banque centrale abaisse ses taux pour soutenir la croissance

- A l'approche des élections générales, la banque centrale indienne (RBI) a abaissé son taux directeur de 25 pb pour la deuxième fois d'affilée, le ramenant à 6%. Cette nouvelle baisse de taux était attendue par les analystes, après que le gouverneur de la RBI Shaktikanta Das, nommé à ce poste suite au départ d'Urjit Patel en décembre dernier, a causé la surprise en abaissant les taux lors de sa première réunion de politique monétaire en février. La faiblesse des chiffres de l'inflation et les inquiétudes grandissantes sur la croissance ont ouvert la voie à ce revirement de la politique monétaire, qui a annulé le relèvement des taux intervenu l'an dernier.
- L'inflation totale affiche une tendance baissière depuis la mi-2018 et se maintient depuis plusieurs mois dans le bas de la fourchette ciblée par la banque centrale, soit 4% (+/- 2%). L'atonie de l'inflation en mars qui, à 2,9%, s'est établie à un niveau globalement conforme aux attentes des analystes, a plaidé en faveur de l'abaissement des taux. Dans le même temps, les données sur l'activité ont dénoté un ralentissement de la croissance au quatrième trimestre 2018, avec une décélération à 6,6% contre un potentiel de 7%.
- A court terme, la faiblesse de l'inflation ouvre la voie à un nouvel assouplissement, mais cela deviendra plus difficile au second semestre, où l'on s'attend à une accélération de l'inflation.

### La RBI a annulé les hausses de taux intervenues l'an dernier

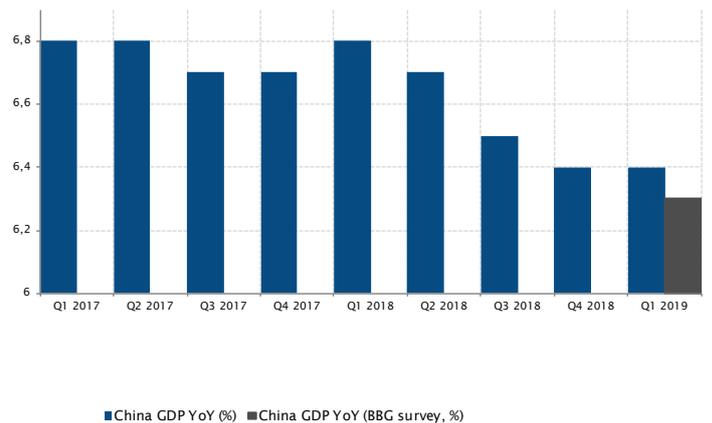


Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management  
Données au: 30.04.2019

## 9. Chine – Des signes de reprise encourageants, mais fragiles

- Les mesures de relance monétaire et budgétaire récemment mises en œuvre par les autorités chinoises pour doper la consommation et la demande intérieure commencent enfin à porter leurs fruits. Le PIB au premier trimestre a dépassé les attentes avec une augmentation de 6,4%, contre 6,3% anticipés par les marchés. Les chiffres sur les exportations et le crédit ont fortement augmenté, envoyant des signaux positifs. Les ventes au détail, la production industrielle, les investissements, l'indice PMI et l'activité dans le secteur des services ont également progressé le mois dernier.
- Cependant, il est encore trop tôt pour espérer qu'une reprise prononcée puisse se propager aux pays de la zone euro, confrontés depuis plus d'un an à une croissance qui ralentit. Qui plus est, les tensions commerciales n'ont pas encore été résolues et la récente escalade sape la confiance des investisseurs.

### Croissance du PIB chinois (%)



Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management  
Données au: 17.05.2019



## 10. Actions – De nouveaux sommets

- La performance exceptionnelle des actifs risqués depuis le début de l'année s'est poursuivie en avril, notamment celle des actions américaines. Le S&P 500 et le Nasdaq ont ainsi atteint des plus hauts records. Le S&P 500 a gagné 3,9% en avril (+17,5% depuis le début de l'année) et a clôturé le mois à 2946, tandis que l'indice US Technology a grimpé de 4,7% (+22,0% sur l'année en cours). Les places boursières dans leur ensemble ont enregistré de solides performances, l'indice MSCI World s'adjudant 3,6% en monnaie locale. L'environnement idéal («Goldilocks») a été renforcé par l'amélioration des perspectives de croissance, notamment en Chine et aux Etats-Unis, tandis que les banques centrales sont restées conciliantes et que les pressions inflationnistes restent absentes. Le Dax allemand a surperformé le mois dernier avec un bond de 7,1% (+6,9% depuis le début de l'année) et a rattrapé son retard, tandis que le Japon est resté à la traîne, le Topix ne grappillant que 1,7% (+8,3% sur l'année en cours). Dans le même temps, l'indice VIX s'est encore replié, clôturant le mois à un niveau proche de 13.

### Le S&P 500 a atteint des sommets historiques



Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management  
Données au: 30.04.2019