



Adrien Pichoud
Economist



Wanda Mottu
Analyst



Maurice Harari
Analyst

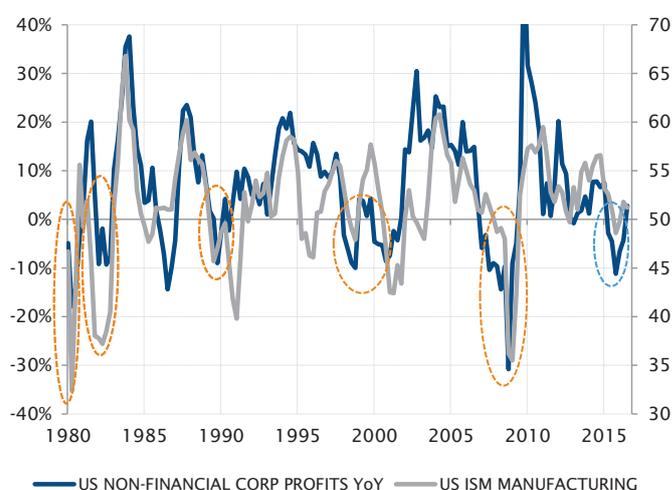
INDEX

- | | |
|--|--|
| 1. Le cycle économique des États-Unis pare au recul des bénéfices et de l'investissement..... 1 | 6. L'OPEP baisse la production pour prévenir toute nouvelle chute des prix 4 |
| 2. La hausse des taux américains limite le potentiel d'accélération de la croissance pour 2017 2 | 7. Taux - Les obligations pourraient coûter moins cher que les actions 4 |
| 3. Toujours pas de relâchement possible pour la BCE ... 2 | 8. Actions - Et si investir dans la valeur redevenait tendance?..... 5 |
| 4. Le cycle économique du Japon est porté par le yen 3 | 9. Rotation post-élections 5 |
| 5. Des tendances encourageantes pour la croissance des principales économies émergentes..... 3 | 10. La livre turque atteint un plancher record 6 |

1. Le cycle économique des États-Unis pare au recul des bénéfices et de l'investissement

- Récemment, tous les indicateurs économiques sont passés au vert aux États-Unis. L'élection de Donald Trump, son changement de ton par rapport aux exubérances de sa campagne et l'accent mis sur l'aspect budgétaire de son programme ne sont autres que la cerise sur le gâteau pour une économie dont la santé s'améliore déjà. La reprise de l'activité dans les secteurs de l'industrie et des services a permis de dissiper les craintes entourant la croissance.
- Ces 35 dernières années, la baisse simultanée des bénéfices réalisés par les sociétés non financières et de l'indice ISM manufacturier a toujours débouché sur une récession. Mais aujourd'hui, la situation semble différente, car le PIB global a résisté à la contraction industrielle résultant de la chute des cours pétroliers et de la vigueur du dollar.
- Ainsi, le risque de détérioration pesant sur les prévisions de croissance aux États-Unis a sensiblement diminué. Toutefois, si l'optimisme gagne du terrain, il convient de ne pas oublier que la marge de progression reste limitée. En effet, le niveau de la croissance potentielle s'avère peu prometteur et la hausse des taux d'intérêt risque d'affecter l'économie américaine, hautement sensible à leur évolution.

Cette fois-ci, le recul des bénéfices et de l'ISM envoie des signaux erronés de récession



Source: Datastream, SYZ AM



2. La hausse des taux américains limite le potentiel d'accélération de la croissance pour 2017

- Ces deux dernières années, la baisse des dépenses d'investissement dans le secteur de l'énergie et le renforcement du dollar ont abouti à une récession propre à la branche industrielle de l'économie américaine. Parallèlement, le recul du taux de chômage, la hausse des prix de l'immobilier et l'accès facilité au financement ont favorisé les dépenses des ménages, permettant au secteur de la consommation de maintenir le PIB en territoire positif.
- En 2017, les baisses d'impôts et le faible taux de chômage continueront d'alimenter les dépenses, mais la récente hausse des taux d'intérêt et, surtout, son impact sur la dynamique positive de l'immobilier pèseront sur la consommation. En effet, les demandes de prêts immobiliers sont déjà moins nombreuses. Le crédit à la consommation devrait lui aussi pâtir de ce relèvement. L'an prochain, les retombées des mesures de relance budgétaire/du durcissement des conditions d'octroi des prêts sur le PIB total pourraient se révéler moins spectaculaires que prévu.

La hausse des taux d'intérêt pèse sur le secteur immobilier

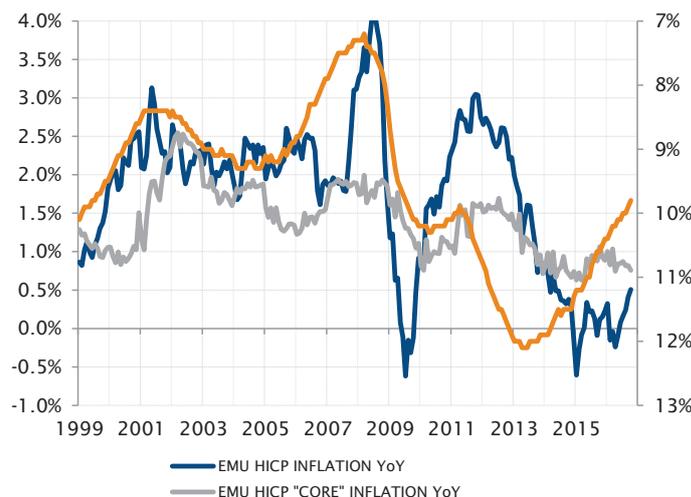


Source: Datastream, SYZ AM

3. Toujours pas de relâchement possible pour la BCE

- Après plusieurs années d'activisme en vue d'inverser la tendance baissière de la croissance et de l'inflation, les dernières données économiques devraient être source de soulagement pour la BCE. En effet, les indicateurs d'activité font état d'une solide croissance dans la zone euro, Allemagne et Espagne en tête. Pour la première fois depuis 2009, le taux de chômage est repassé sous la barre des 10%. Grâce à des effets de base positifs sur les prix des matières premières, l'inflation globale n'est plus nulle.
- Toutefois, la BCE doit rester sur ses gardes. Les futures élections aux Pays-Bas, en France et en Allemagne, ainsi que l'instabilité politique en Italie engendrent un risque politique susceptible de raviver les craintes d'éclatement de la zone euro, avec des pressions haussières sur les spreads des emprunts d'État. En outre, si la Réserve fédérale (Fed) tente de normaliser sa politique monétaire, parallèlement aux mesures de relance budgétaire de Donald Trump, les taux européens risquent encore d'augmenter, enrayant la reprise fragile du crédit. Toujours pas de relâchement possible pour la BCE...

La reprise de la croissance et de l'inflation est insuffisante aux yeux de la BCE



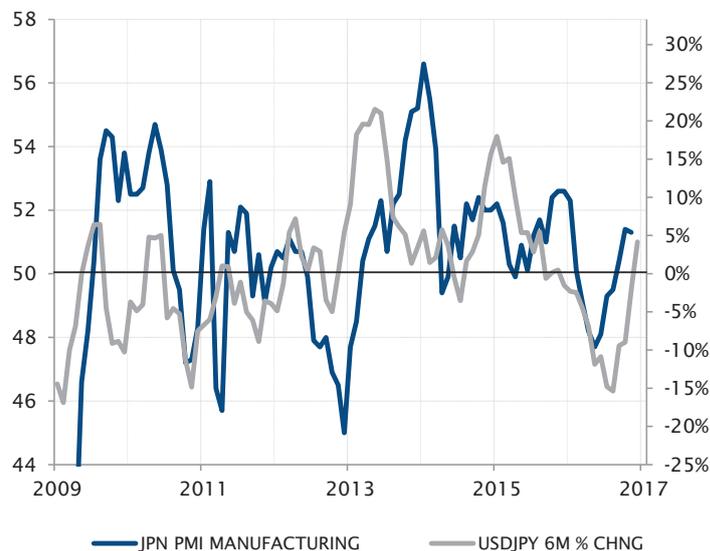
Source: Datastream, SYZ AM



4. Le cycle économique du Japon est porté par le yen

- Depuis que les espoirs suscités par les Abenomics et l'annonce de l'augmentation de la TVA se sont envolés, la croissance économique japonaise a repris un rythme lent et volatil. En réalité, le pays a connu trois récessions techniques ces six dernières années, tout en maintenant sa croissance annuelle moyenne à environ 1%, un taux qui reste supérieur à sa croissance potentielle.
- Il est intéressant de noter que, même à court terme, l'évolution des taux de change constitue désormais le principal facteur de volatilité de la croissance. Les périodes de renforcement du yen pèsent sur les secteurs cycliques/industriel, tandis que les secteurs non cycliques, comprenant les services et la consommation, affichent des performances légèrement positives et stables. En revanche, dès que le yen s'affaiblit par rapport au dollar, le cycle économique du Japon rebondit et l'activité industrielle repart de plus belle. Compte tenu d'une marge de manœuvre très limitée sur les fronts budgétaire et monétaire, l'évolution de la croissance du pays repose essentiellement sur sa devise.

Le yen est la clé...

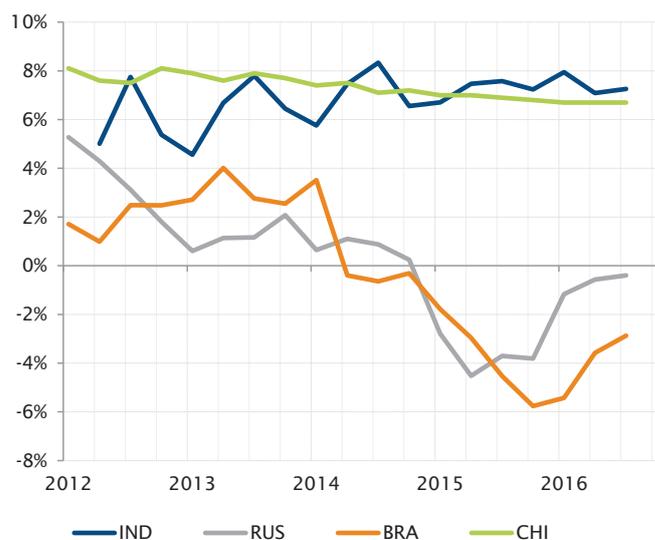


Source : Datastream, SYZ AM

5. Des tendances encourageantes pour la croissance des principales économies émergentes

- En 2015, la chute des prix de l'énergie et des matières premières, l'appréciation du dollar américain et les inquiétudes quant au ralentissement de la croissance chinoise et la dévaluation du yuan ont exercé une forte pression sur les pays émergents. Si certaines de ces problématiques restent d'actualité en 2016, leur impact s'est atténué.
- La dépréciation continue de la monnaie et l'assouplissement des conditions d'accès au crédit ont permis de stabiliser la croissance du PIB chinois juste au-dessus de 6,5% après six mois de ralentissement consécutifs. La Russie renoue avec une croissance positive, alimentée par le rebond des cours du pétrole. Le Brésil reste confronté à sa plus profonde récession en 30 ans, mais l'économie se redresse avec la mise en œuvre d'une politique budgétaire plus adaptée, permettant à la banque centrale d'abaisser les taux d'intérêt. Parallèlement, les dynamiques positives sur le plan de la démographie et de la productivité continuent d'alimenter la croissance en Inde, où le choc récent de la démonétisation devrait seulement être temporaire. Dans l'ensemble, les pays émergents affichent des tendances économiques encourageantes et nettement plus favorables que l'an passé.

Des dynamiques encourageantes dans les pays émergents



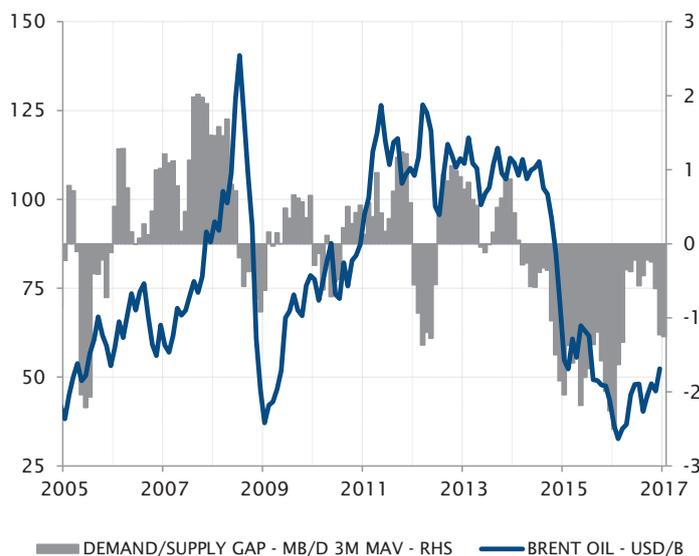
Source : Datastream, SYZ AM



6. L'OPEP baisse la production pour prévenir toute nouvelle chute des prix

- Le 30 novembre dernier, l'OPEP est finalement parvenue à un accord prévoyant de produire 1,2 million de barils en moins par jour à partir de janvier 2017. Le même jour, la Russie annonçait une baisse potentielle de sa production, à hauteur de 300 000 barils par jour. Suite à cette annonce, les cours pétroliers ont grimpé à leurs plus hauts niveaux depuis plus d'un an, prolongeant le redressement observé après les planchers enregistrés début 2016 (+100% depuis lors).
- De fait, le principal objectif semble être de prévenir toute nouvelle chute des cours, majoritairement provoquée par la surabondance de l'offre en 2014 et 2015. Cette surproduction a commencé à se résorber début 2016, lorsque les prix sont passés sous la barre des 30 dollars le baril et que des puits ont dû être fermés aux États-Unis. Depuis le printemps, le nombre de plates-formes pétrolières actives aux États-Unis est reparti à la hausse dans le sillage des cours. Un nouvel excès de production s'est ensuivi, estimé par l'Agence américaine d'information sur l'énergie (EIA) à... 1,2 million de barils par jour en janvier 2017, soit le volume et le timing exacts de la baisse de production prévue par l'OPEP...

La baisse de production de l'OPEP coïncide avec le nouvel excès de production

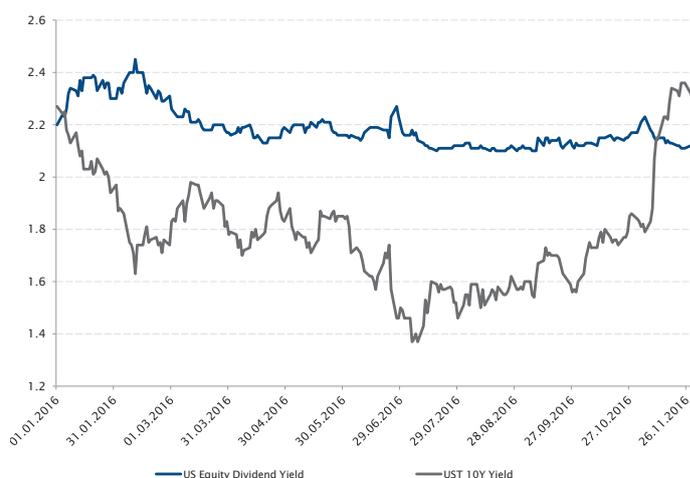


Source : Datastream, Agence américaine d'information sur l'énergie (EIA), SYZ AM

7. Taux - Les obligations pourraient coûter moins cher que les actions

- L'un des événements géopolitiques les plus décisifs de l'année est finalement survenu, et l'inévitable s'est produit: Donald J Trump a été élu pour devenir le 45^e président des États-Unis. Les anticipations des investisseurs tablant sur la transformation de la croissance aux États-Unis se sont traduites par une vague de fluctuations sur les marchés.
- Les taux d'intérêt ont continué leur ascension en novembre, propulsant les taux des obligations d'État d'échéances lointaines à leur niveau le plus élevé depuis le printemps dernier tandis que les actions américaines ont atteint de nouveaux sommets. Ce contexte de croissance et d'inflation a également tiré les taux nominaux vers le haut en perspective de politiques monétaires moins accommodantes: la Fed devrait relever ses taux en décembre, et les rumeurs suggèrent un resserrement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) en 2017.
- Dans ces circonstances, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a progressé de 53 pb, atteignant 2,37% à la fin du mois, et surpasse désormais celui des actions américaines (rendement boursier du S&P 500 estimé par Datastream).

Rendement boursier des actions américaines et rendement des bons du Trésor américain à 10 ans

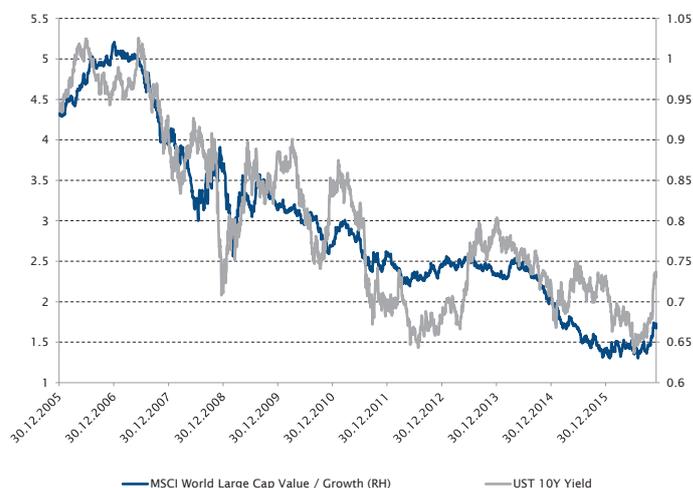




8. Actions - Et si investir dans la valeur redevenait tendance?

- Depuis quelques années, les valeurs de substance enregistrent une sous-performance structurelle par rapport aux valeurs de croissance. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est fortement corrélé à la surperformance des valeurs de substance par rapport aux valeurs de croissance : lorsque les taux américains à 10 ans augmentent, les premières tendent à surperformer. En outre, les valeurs de substance se négocient depuis peu avec une décote par rapport aux valeurs de croissance compte tenu du price to book ratio, par exemple.
- Alors que la politique monétaire des États-Unis est de plus en plus restrictive, tirant les taux d'intérêt vers le haut, les conditions sont propices à un retour manifeste à l'investissement axé sur la valeur.
- Néanmoins, le marché pourrait faire preuve d'un excès de confiance en fondant trop d'espoir sur l'accélération et le caractère durable du cycle de hausse des taux et en surestimant la dynamique des bénéficiaires. À court terme, la récente euphorie liée à la victoire de Donald Trump pourrait progressivement s'estomper, elle aussi.

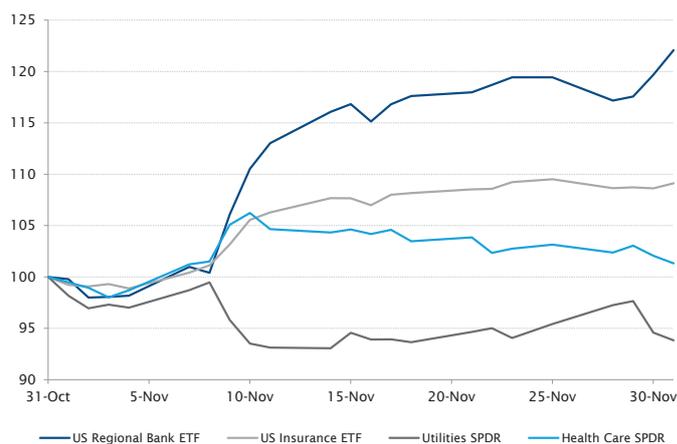
Rendements du MSCI World Large Cap Value/ Growth et des bons du Trésor à 10 ans



9. Rotation post-élections

- Après l'élection imprévue de Donald Trump à la Maison-Blanche, les marchés actions ont souffert d'une violente rotation sectorielle et factorielle. Le nouveau président a promis d'importants investissements dans les infrastructures et mesures de relance budgétaire, ainsi qu'une abrogation potentielle de la réglementation Dodd-Frank. Bien que la mise en œuvre complète de ces projets soit difficile à garantir à ce stade, le marché a manifesté sa satisfaction avec un rebond sectoriel.
- Sur le plan des secteurs, les banques ont affiché une progression, les mesures procycliques et axées sur la relance ayant eu pour effet de faire monter les taux d'intérêt et de relâcher la pression sur les marges du secteur bancaire. Les assurances ont également connu un rebond en vue d'une reprise des revenus de réinvestissement portée par la hausse des taux. Enfin, les secteurs des télécommunications et des services aux collectivités comptent parmi les principaux perdants du pari sur Trump et la reprise, les investisseurs ayant favorisé les valeurs procycliques.

Dispersion cyclique de grande ampleur



Source : Bloomberg, SYZ AM

10. La livre turque atteint un plancher record

- Pour la première fois depuis 2014, la banque centrale a restreint sa politique monétaire en relevant son taux directeur de 50 pb. Cette annonce inattendue n'a toutefois pas permis d'endiguer la dégringolade de la livre. Le rebond de la monnaie n'aura duré que le temps de la première heure de négociation suivant la décision, avant de plonger à un point bas record.
- L'élection de Donald Trump a encore affaibli la livre turque, qui subit une pression à la vente constante depuis la tentative avortée de coup d'État en juillet. Outre les perspectives de recrudescence des pressions inflationnistes et de hausse des taux aux États-Unis, la devise turque reste également vulnérable à l'instabilité politique du pays.
- Bien que le marché ait perçu la décision de la banque centrale comme un signe positif de son indépendance en tant qu'autorité monétaire, il l'a également jugée insuffisante. Dans ce contexte, la stabilité de la livre turque pourrait rester une question ouverte au cours des prochains mois.

La livre s'est dépréciée de 15% face au dollar américain depuis le début de l'année en cours



Source: Bloomberg