



Adrien Pichoud
Economist



Wanda Mottu
Analyst



Maurice Harari
Analyst

INDEX

- | | |
|--|--|
| 1. Relèvement des prévisions d'inflation 1 | 7. Obligations – La tendance haussière du marché obligataire est-elle (enfin) terminée?..... 4 |
| 2. Progression salubre du PIB des États-Unis, mais rien d'exceptionnel à signaler 2 | 8. Actions – Corrélation entre le secteur américain de la défense et la popularité de Donald Trump dans les sondages 5 |
| 3. Le risque politique apparaît désormais comme la principale problématique en Europe 2 | 9. La Banque du Japon a (encore) reporté ses objectifs d'inflation 5 |
| 4. Les craintes entourant la croissance chinoise à court terme se sont apaisées 3 | 10. L'ETF Low Volatility ne parvient pas à contenir la volatilité 6 |
| 5. Le Libor USD et le TED spread ont atteint leurs plus hauts niveaux en 7 ans 3 | |
| 6. Malgré une solide croissance au Royaume-Uni, les marchés de la GBP ont connu un mois difficile..... 4 | |

1. Relèvement des prévisions d'inflation

- Ces deux dernières années, les prévisions d'inflation se sont progressivement détériorées du fait de la baisse des prix des matières premières et des inquiétudes au sujet de la croissance mondiale.
- La tendance s'est récemment inversée. Le rebond des prix de l'énergie, associé à l'atténuation des effets de base, a permis une progression des indices d'inflation globale. Le contexte s'améliore également pour la croissance, qui se révèle solide aux États-Unis et en Europe, et se stabilise en Chine. Le spectre de la déflation qui planait en début d'année s'est estompé, au moins provisoirement.
- Un tel relèvement des prévisions d'inflation, très peu réjouissantes au départ, est encore très loin de refléter un quelconque risque d'inflation à l'échelle mondiale. L'inflation réelle et les prévisions d'inflation restent faibles et demeurent encore très en deçà des objectifs dans de nombreux pays développés. Pourtant, le revirement de tendance récemment observé relâche la pression sur les banques centrales, qui n'ont plus besoin de rassurer le marché en permanence à grand renfort de signaux conciliants.

Les prévisions d'inflation à moyen terme ont récemment été revues à la hausse par rapport à leurs points bas



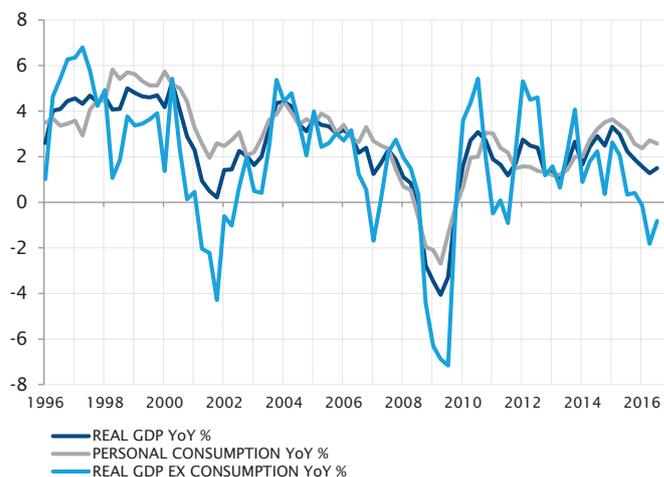
Source : SYZ Asset Management, Bloomberg



2. Progression salubre du PIB des États-Unis, mais rien d'exceptionnel à signaler

- La croissance américaine est repartie au troisième trimestre. Le PIB a progressé de 2,9% (en rythme annualisé), contre +1,4% et +0,8% au cours des trimestres précédents. Cette hausse apparaît plus comme un soulagement qu'une évolution véritablement positive, puisqu'elle se traduira par un taux de croissance annuel de seulement 2% pour 2016, sous réserve de se maintenir au quatrième trimestre.
- En outre, le rebond observé l'été dernier n'implique aucun changement structurel de la croissance, toujours alimentée par la consommation des ménages. Toutefois, l'économie américaine manque encore cruellement de moteurs cycliques pour accélérer durablement sa croissance. Pour le quatrième trimestre d'affilée, les entreprises ont réduit leurs dépenses d'investissement au troisième trimestre, sur fond de baisse des bénéfices et de faibles taux d'utilisation des capacités. Même les investissements dans l'immobilier résidentiel se sont révélés négatifs ces deux derniers trimestres, et le marché du logement ne soutient plus la croissance.
- En effet, depuis 2015, la croissance du PIB américain repose exclusivement sur les dépenses de consommation: abstraction faite de ce moteur, elle s'inscrit en territoire négatif depuis lors.

Seules les dépenses de consommation maintiennent la croissance du PIB américain en territoire positif



Source : Datastream, SYZ Asset Management

3. Le risque politique apparaît désormais comme la principale problématique en Europe

- La zone euro enregistre une croissance stable depuis 2013. Le troisième trimestre 2016 ne fait pas exception, avec un PIB en hausse de 0,3% (1,6% sur 1 an). En outre, les indicateurs affichaient tous une progression début octobre, signalant une dynamique de croissance à l'aube du quatrième trimestre.
- En réalité, le risque politique constitue la principale ombre au tableau en zone euro. Au cours des douze prochains mois, la possibilité d'un vote mettant à mal le cadre européen actuel ne doit pas être exclue. Le référendum portant sur la réforme de la constitution italienne, prévu pour le 4 décembre prochain, apparaît en première ligne. Il se reflète déjà dans la valorisation des actifs italiens, avec un creusement continu des spreads souverains depuis l'été dernier.
- Le vote du Brexit a prouvé que le mécontentement populaire pouvait réellement être source d'instabilité politique, même lorsque la croissance affiche une trajectoire positive. Tout aussi risquées, les élections françaises, allemandes et néerlandaises qui se tiendront en 2017 font peser une épée de Damoclès sur une croissance économique satisfaisante.

Les spreads des obligations d'État italiennes traduisent un risque politique croissant à l'approche du référendum



Source : Bloomberg, SYZ Asset Management



4. Les craintes entourant la croissance chinoise à court terme se sont apaisées

- D'après les dernières données disponibles, les autorités chinoises sont parvenues à faire atterrir l'économie en douceur. Au troisième trimestre, la croissance du PIB chinois (6,7%) est restée stable pour le troisième trimestre consécutif.
- Contrairement à 2015, aucun abaissement des taux d'intérêt n'est intervenu en 2016, bien que l'impact de l'assouplissement de l'an dernier ait pu alimenter l'activité économique. La politique budgétaire, favorable au secteur de l'immobilier, ainsi que la dépréciation de la monnaie ont constitué les principaux soutiens.
- Le recul du yuan s'est en effet poursuivi jusqu'à atteindre son plus bas niveau en six ans face au dollar US. Dans ce contexte, le ralentissement des exportations et les pressions déflationnistes ont pu être limités, d'où une légère reprise de la croissance du PIB nominal. La Chine reste confrontée à des difficultés structurelles importantes (progression rapide de l'endettement, capacités excédentaires, démographie, etc.). Pour l'heure, ces mesures économiques accommodantes ont néanmoins permis d'atténuer les risques pesant sur la croissance à court terme.

La dépréciation du yuan contribue à stabiliser la croissance du PIB chinois

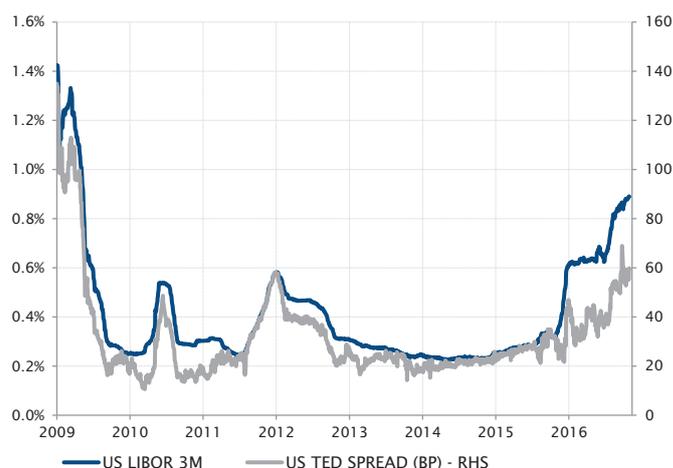


Source : Bloomberg, SYZ Asset Management

5. Le Libor USD et le TED spread ont atteint leurs plus hauts niveaux en 7 ans

- Les taux Libor USD ont atteint leurs plus hauts niveaux depuis 2009. La hausse de 27 pb du taux à 3 mois cette année résulte de la réforme des fonds monétaires américains, qui a entraîné la migration de près de 1 000 milliards de dollars de flux des fonds « prime » vers les fonds investis en dette d'État.
- L'accroissement des coûts de financement pour les banques et les entreprises qui s'en est suivi n'était pas lié à la politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed), contrairement à la hausse du Libor en 2015. En effet, parallèlement, les taux souverains à court terme sont restés stables, les taux à 3 mois avoisinant 0,3%.
- Par conséquent, le TED spread (différence entre le Libor à 3 mois et les taux des bons du Trésor américain à 3 mois) a atteint son plus haut niveau depuis la crise de 2008/2009. Si la progression récemment observée n'est pas directement comparable à cette période, elle indique malgré tout un durcissement des conditions d'accès au crédit pour les entreprises et une préférence indiscutable des investisseurs envers la liquidité.

Les conditions de financement sont moins souples, même si la Fed n'a pas relevé les taux



Source : Bloomberg, SYZ Asset Management



6. Malgré une solide croissance au Royaume-Uni, les marchés de la GBP ont connu un mois difficile

- L'économie britannique a fait preuve d'une solidité inattendue depuis le vote en faveur du Brexit: le PIB a progressé de 0,5% au troisième trimestre, porté par le secteur des services. La concrétisation du processus de sortie de l'Union européenne pourrait entraîner de nouvelles conséquences sur la croissance, mais ses effets sont déjà visibles sur la monnaie et les taux à long terme.
- Les précisions de Theresa May sur le calendrier et la forme attendue des négociations sur le Brexit ont conduit à une nouvelle dépréciation de la GBP en octobre (-6%), qui a atteint son plus bas niveau en 30 ans face à l'USD. Contrairement au lendemain du vote, aucune baisse des taux n'a toutefois accompagné la chute de la monnaie. Les prévisions d'inflation ont en effet été révisées à la hausse, compte tenu de l'impact inflationniste de la dépréciation de la monnaie, et les taux à long terme sont remontés aux niveaux observés avant le référendum. Une situation inconfortable pour la Banque d'Angleterre, prise entre deux feux avec d'une part, la hausse de l'inflation et de l'autre, le ralentissement probable de l'activité en 2017.

L'impact inflationniste de la chute du taux de change a finalement engendré une remontée des taux



Source: Datastream, SYZ Asset Management

7. Obligations – La tendance haussière du marché obligataire est-elle (enfin) terminée?

- Les taux d'intérêt ont nettement augmenté en octobre, propulsant les taux des obligations d'État d'échéances lointaines à leur niveau le plus élevé depuis le printemps dernier. Les données économiques favorables à travers le monde alliées au rebond des prévisions d'inflation ont contribué à mettre fin à la baisse des taux post-Brexit observée l'été dernier. En effet, compte tenu de la hausse des prix du pétrole et des effets de base favorables sur les indices d'inflation, les prévisions d'inflation à moyen terme ont atteint leurs plus hauts niveaux cette année. 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 avant la fin de l'année, et les rumeurs suggèrent un resserrement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) en 2017. Par conséquent, les taux américains à 10 ans ont progressé à 1,83% sur le mois (+23 pb en octobre).
- Finalement, nombre d'investisseurs craignent d'y voir les signes précurseurs de la fin de l'ère haussière sur le marché obligataire. À moins qu'il ne s'agisse d'un autre cycle de hausse des rendements.

Rendements des bons du Trésor américain à 10 ans depuis 1980

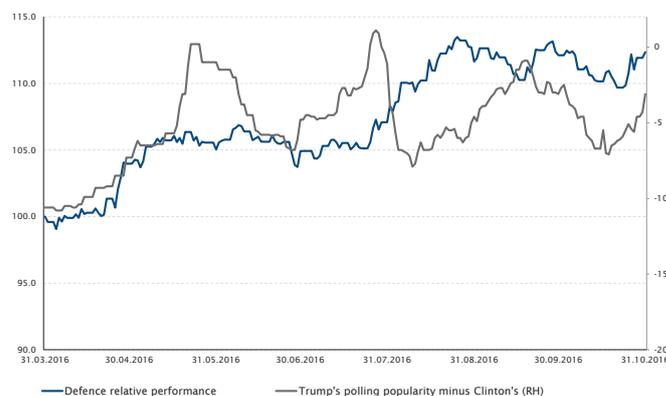




8. Actions – Corrélation entre le secteur américain de la défense et la popularité de Donald Trump dans les sondages

- Les budgets affectés à la défense en Europe et aux États-Unis représentent respectivement 18 et 10% du PIB. Ils se situent en deçà de la moyenne sur 20 ans, mais affichent une tendance récente à la hausse. Néanmoins, leurs niveaux restent faibles par rapport à celui de la Russie, en hausse de près de 50% au cours des cinq dernières années.
- Aux États-Unis, si Donald Trump devient président, il pourrait accroître ces dépenses de 15% (comparé au budget 2017 prévu par Barack Obama).
- Le candidat a également déclaré que son pays soutiendrait les membres de l'OTAN à condition que ces derniers consacrent 2% de leur PIB à la défense (actuellement, seuls deux pays respectent ce critère).
- Par conséquent, lorsque Donald Trump grimpe dans les sondages, le secteur américain de la défense surperforme l'ensemble du marché actions américain. Par ailleurs, ce secteur est faiblement corrélé au marché, dans la mesure où il est déconnecté du cycle économique.

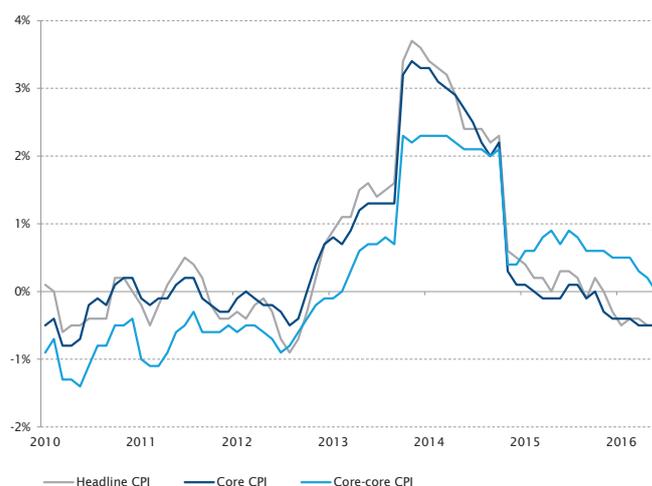
Performance relative du secteur américain de la défense vs popularité de Donald Trump dans les sondages



9. La Banque du Japon a (encore) reporté ses objectifs d'inflation

- Trois ans après le lancement d'un assouplissement quantitatif et qualitatif étonnamment musclé, le Japon a toujours du mal à doper l'inflation. L'IPC de base, hors produits alimentaires frais, s'établit à -0,5% et la Banque du Japon a dû revoir ses prévisions d'inflation à la baisse. Haruhiko Kuroda a admis que la banque centrale ne serait pas en mesure d'atteindre son objectif de 2% d'inflation d'ici mars 2018, et l'a reporté à mars 2019.
- La baisse des prix des matières premières, le ralentissement de la consommation des ménages suite à la hausse de la TVA, ainsi que l'essoufflement de la croissance des économies émergentes sont les principaux facteurs expliquant une septième performance négative de l'IPC de base.
- Malgré la mise en œuvre de plusieurs mesures budgétaires et monétaires, le Japon semble être enlisé dans un contexte de faible inflation. Si les prévisions d'inflation s'améliorent aux États-Unis et en Europe suite au rebond des prix du pétrole, les swaps d'inflation japonais à 5 ans restent tout de même inférieurs à 0,5%.

L'inflation japonaise à son plus bas niveau en 3 ans



10. L'ETF Low Volatility ne parvient pas à contenir la volatilité

- Suite à une vague de ventes massives début 2016, les investisseurs se sont tournés vers des placements alternatifs en quête de stabilité pour leurs portefeuilles. L'ETF S&P Low Volatility, promettant une exposition à des actions américaines moins volatiles que le marché, a attiré des afflux de capitaux considérables. Durant l'été, cette tendance s'est inversée avec d'importants dégagements.
- Les investisseurs ont privilégié les actions peu volatiles face aux perspectives floues de l'économie mondiale et à la faiblesse des taux. Ils ont opté pour ces titres en complément des obligations d'entreprise. Compte tenu de la forte demande, leurs valorisations ont bondi bien au-delà des moyennes historiques. En outre, la perspective d'un relèvement des taux a conduit nombre d'investisseurs à revoir leur allocation d'actifs en faveur des actions peu volatiles.
- Un certain nombre de ces titres a commencé à faire l'objet d'une correction durant l'été; ils ont sous-performé le S&P, renforçant la volatilité de l'ETF S&P Low Volatility et déclenchant une vague de ventes. À long terme, cet ETF restera sans doute moins volatil que le S&P, mais les investisseurs pourraient être déçus à court terme.

L'ETF S&P 500 Low Volatility a nettement sous-performé l'indice S&P 500

