SYZ ASSET MANAGEMENT

1 MOIS EN 10 IMAGES

Novembre 2018

Adrien Pichoud
Chief Economist
Portfolio Manager

Wanda Mottu
Portfolio Manager

Maurice Harari
Senior
Portfolio Manager

Christophe Buttigieg
Analyst

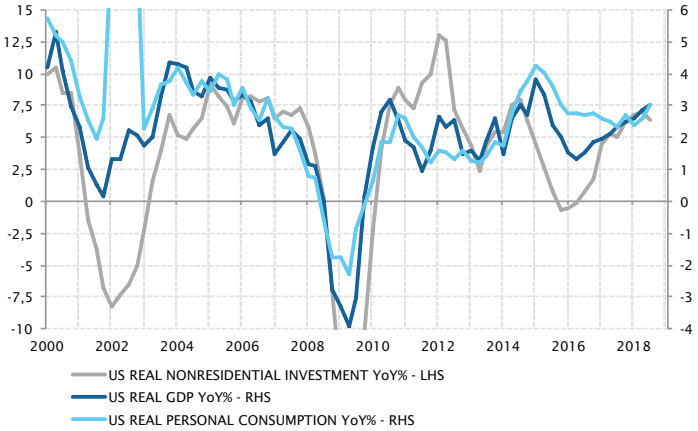
INDEX

1. Etats-Unis – La consommation dope la croissance du PIB au 3e trimestre 1
2. Etats-Unis – La hausse des salaires stimule les dépenses des ménages 2
3. Zone euro – Nouveau trimestre de croissance molle du PIB 2
4. Royaume-Uni – Le recul de l'inflation offre un répit à la BoE 3
5. Devises – Le yuan chinois dévisse 3
6. Chine – Stabilisation hésitante de l'activité sur le marché intérieur 4
7. Mexique – Le peso sous pression suite à l'annulation d'un projet d'aéroport 4
8. Matières premières – Corrélation négative de l'or avec les taux d'intérêt réels 5
9. Taux – Hausse des rendements aux Etats-Unis sans remontée des anticipations d'inflation 5
10. Actions – Sous-performance des petites capitalisations américaines 6

1. Etats-Unis – La consommation dope la croissance du PIB au 3e trimestre

- La croissance de l'économie américaine reste solide. Tel est, en substance, le message issu des chiffres du PIB du 3e trimestre en première estimation qui ont fait état d'une expansion de 3,5% en rythme annuel, après 4,2% au 2e trimestre. Ces 12 derniers mois, la croissance du PIB réel aux Etats-Unis a atteint 3%, marquant son rythme le plus soutenu depuis 2015.
- Cependant, contrairement au trimestre précédent, la croissance des différentes composantes de l'économie s'est montrée beaucoup moins synchronisée. Les investissements des entreprises et ceux dans l'immobilier résidentiel ont fortement ralenti cet été, tandis que les stocks ont augmenté au rythme le plus rapide depuis trois ans. Les exportations ont connu leur premier recul trimestriel depuis deux ans et les importations ont bondi à un plus haut record. Au final, seule la consommation des ménages est restée conforme aux prévisions avec à nouveau une croissance trimestrielle de 4% en rythme annuel, soutenue encore une fois par la solidité du marché du travail et la baisse des impôts.
- Ces écarts pourraient toutefois être de nature temporaire et sont susceptibles d'être révisés ultérieurement. La dynamique sous-jacente de la croissance américaine est suffisamment forte pour absorber de telles secousses. Cependant, les chiffres du PIB du 3e trimestre pourraient indiquer que la «période faste» des deux dernières années, durant lesquelles tous les moteurs de l'économie américaine ont contribué à la croissance de façon synchronisée, est sur le point de céder la place à une tendance moins harmonieuse et plus volatile.

La consommation des ménages dope la croissance du PIB au 3e trimestre mais les investissements calent

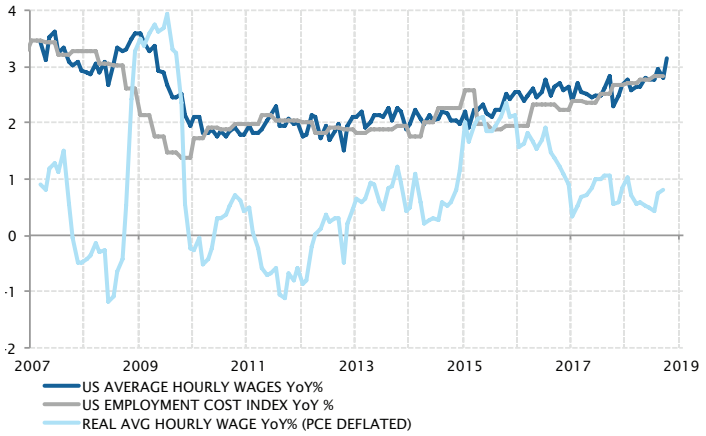


Sources: Factset, SYZ Asset Management
Données au 1er novembre 2018

2. Etats-Unis – La hausse des salaires stimule les dépenses des ménages

- La baisse du taux de chômage se poursuit aux Etats-Unis. Il a ainsi diminué à 3,7% en octobre, son niveau le plus faible depuis près d'un demi-siècle, contre 10% fin 2009. Ces dernières années, la baisse du chômage n'est pas parvenue à induire un rebond significatif d'une croissance des salaires qui restait déprimée. Il semble qu'elle puisse enfin y parvenir cette année, où la pénurie de main-d'œuvre et l'augmentation du salaire minimum versé par plusieurs grands employeurs américains entraînent une hausse des salaires nominaux et des coûts de la main-d'œuvre.
- Compte tenu de la dépendance de la croissance américaine vis-à-vis de la consommation des ménages, cette accélération de la hausse des salaires est la bienvenue. Elle permet en effet de compenser l'impact négatif de la remontée des prix de l'énergie sur le pouvoir d'achat et, de manière plus générale, la légère augmentation de l'inflation. En fait, la croissance du salaire horaire médian réel s'est très peu accélérée cette année et reste inférieure à 1%. La hausse du pouvoir d'achat des ménages devra se maintenir afin de soutenir la consommation et la croissance du PIB ces prochains trimestres.

La hausse des salaires nominaux s'accélère… mais pas le pouvoir d'achat réel

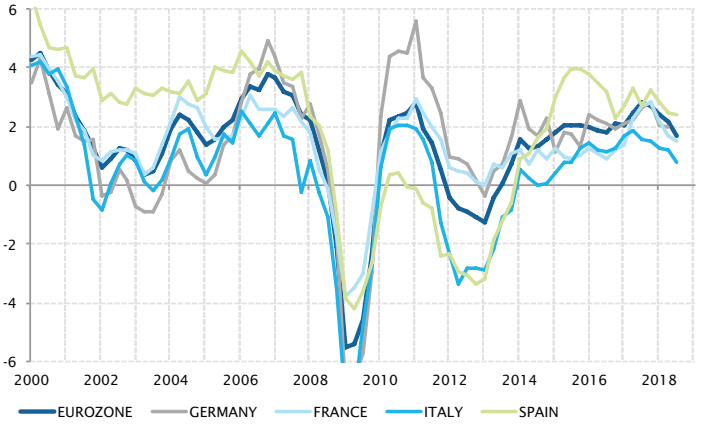


Sources: Factset, SYZ Asset Management
Données au 2 novembre 2018

3. Zone euro – Nouveau trimestre de croissance molle du PIB

- La croissance économique dans la zone euro a une nouvelle fois déçu au troisième trimestre. Le PIB de l'Union européenne a enregistré un taux de croissance de 0,2%, contre 0,4% aux 1er et 2e trimestres et une moyenne trimestrielle de 0,7% en 2017. Le rythme de 1,7% affiché par la croissance ces 12 derniers mois est le plus faible depuis 2014.
- Les données relatives aux différents pays de la zone, notamment les indicateurs de l'activité mensuelle et du sentiment, confirment cette tendance récente. L'Allemagne et l'Italie continuent de pâtir de l'impact négatif du ralentissement de la croissance mondiale sur l'activité manufacturière. L'Italie est également affectée par des facteurs d'ordre politique et par l'incertitude entourant son budget et ses perspectives budgétaires. En revanche, l'Espagne reste la plus dynamique des grandes économies européennes.
- Le ralentissement de l'activité cet été semble découler principalement de facteurs liés à la situation mondiale ou à celle particulière aux différents pays. Le recul du chômage, la hausse des salaires et la baisse des taux soutiennent désormais la croissance de la demande intérieure et devraient permettre à la croissance du PIB de la zone euro de se stabiliser à un rythme annuel honnête d'environ 1,5%. Cependant, le sentiment négatif induit par le ralentissement de la croissance fait que les risques penchent désormais du côté négatif.

Ralentissement généralisé de la croissance de la zone euro cette année

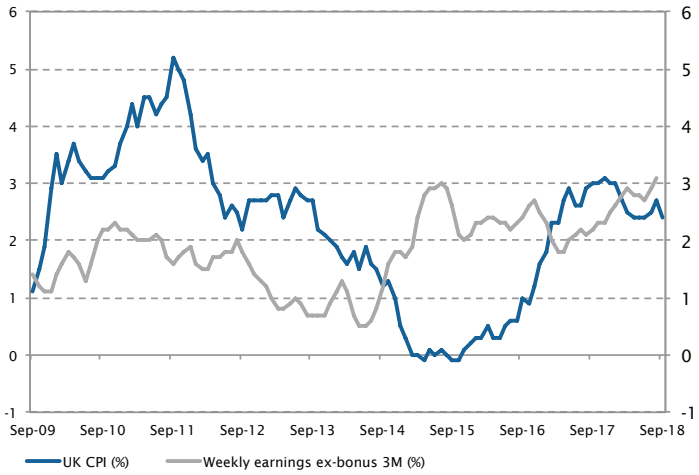


Sources: Factset, SYZ Asset Management
Données au 1er novembre 2018

4. Royaume-Uni – Le recul de l'inflation offre un répit à la BoE

- Les derniers chiffres sur l'inflation ont sans nul doute été bien accueillis par la Banque d'Angleterre (BoE), avec un ralentissement plus important que prévu en septembre. Dans un contexte où l'incertitude induite par le divorce entre le Royaume-Uni et l'Union européenne pèse sur les perspectives de l'économie britannique, ce tassement du taux d'inflation annuel confère à la banque centrale la marge de manœuvre nécessaire pour rehausser progressivement ses taux d'intérêt.
- Alors que les pressions inflationnistes restaient faibles antérieurement au référendum, le vote en faveur du Brexit a provoqué une forte dépréciation de la livre sterling, qui a à son tour stimulé l'inflation. L'accélération de la croissance des salaires ces derniers temps est un autre signe de remontée de l'inflation. La récente décélération de l'indice IPC à 2,4% accorde toutefois un répit à la banque centrale. Elle a ainsi décidé le 1er novembre de marquer une pause dans la normalisation des taux d'intérêt. L'imminence du Brexit continue d'inquiéter la BoE, même si elle table sur une transition sans heurts.

La hausse des salaires s'accélère tandis que la pression sur l'inflation des prix à la consommation s'atténue



Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management
Données au 1er novembre 2018

5. Devises – Le yuan chinois dévisse

- Sur fond d'intenses négociations commerciales entre Washington et Pékin, la monnaie chinoise a également concentré l'attention en se rapprochant du seuil psychologique de 7 yuans pour 1 dollar. Les investisseurs s'inquiètent du risque qu'une baisse en deçà de ce niveau n'alimente la volatilité et les sorties de capitaux, ce qui pourrait induire un effet d'entraînement.
- Le vrai problème toutefois est plus complexe. Bien que l'affaiblissement du yuan soit favorable aux exportations et permette d'atténuer les effets des droits de douane américains sur les marchandises chinoises, une nouvelle dépréciation serait indéniablement néfaste pour les autorités chinoises et les discussions commerciales. Les Etats-Unis pourraient en effet accuser à nouveau le géant asiatique de manipuler sa monnaie, accusation sur laquelle le secrétaire américain au Trésor Steven Mnuchin a récemment fait marche arrière mais que les investisseurs gardent néanmoins à l'esprit.
- Dernièrement, le yuan a rebondi après que Donald Trump a laissé entrevoir un possible accord entre les deux pays. Il pourrait toutefois rester volatil tant qu'un accord n'aura pas été officiellement confirmé.

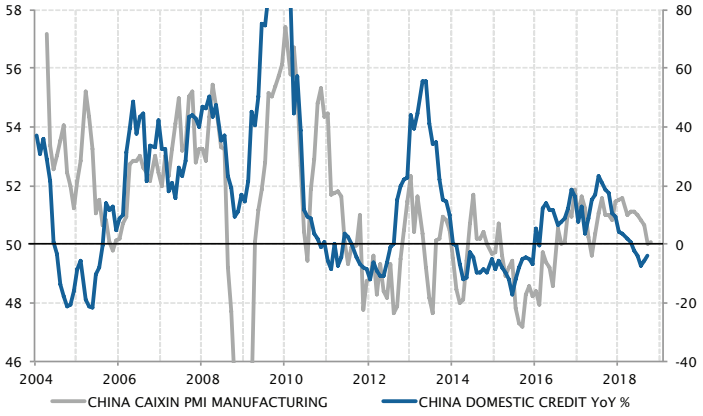
Le yuan se replie et flirte avec le seuil des CNY 7 pour 1 dollar

Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management
Données au 1er novembre 2018

6. Chine – Stabilisation hésitante de l'activité sur le marché intérieur

- Outre le différend commercial persistant avec les Etats-Unis, l'économie chinoise se trouve également confrontée à une difficulté au plan intérieur cette année, à savoir la restriction politiquement motivée des octrois de crédit annoncée dans le sillage du Congrès du parti communiste chinois en octobre 2017. Le freinage brutal de la croissance du crédit a bridé la demande intérieure et a amplifié le ralentissement de l'économie.
- Si bien intentionnées étaient-elles dans le contexte d'un endettement grandissant, les mesures des autorités chinoises pour endiguer la croissance du crédit se sont révélées inopportunes car elles sont intervenues en parallèle à la hausse des droits de douane américains. Les autorités ont d'ailleurs promptement fait marche arrière, avec un assouplissement progressif des conditions monétaires au printemps dernier, complété ensuite par des mesures de relance budgétaire. A mesure que les taxes douanières américaines font progressivement sentir leurs effets sur l'activité économique, ces mesures de relance monétaire et budgétaire soutiennent dans le même temps la demande intérieure.
- Des signes timides de stabilisation sont apparus dernièrement. Le volume des crédits a rebondi après avoir atteint son niveau le plus bas depuis trois ans et l'activité manufacturière chinoise semble s'être stabilisée à un niveau légèrement supérieur à la ligne de démarcation entre expansion et contraction. Il est encore trop tôt pour estimer que la tendance a pris un tournant décisif, mais ces signes sont néanmoins encourageants sur le front intérieur.

Les indicateurs de la croissance du crédit et de l'activité en Chine se sont stabilisés dernièrement



Sources: Factset, SYZ Asset Management
Données au 1er novembre 2018

7. Mexique – Le peso sous pression suite à l'annulation d'un projet d'aéroport

- Le nouveau président mexicain élu Andrés Manuel López Obrador (surnommé AMLO) a annoncé l'annulation d'un projet d'aéroport d'une valeur d'USD 13,3 milliards à Mexico, suite au résultat d'une consultation publique qu'il a organisée. Les participants à ce référendum ont rejeté ce projet à près de 70% et se sont prononcés en faveur du réaménagement et de l'agrandissement de l'aéroport existant. Suite à l'annonce d'AMLO, Fitch a abaissé sa perspective sur la note souveraine du Mexique de stable à négative. La décision d'abandonner le projet fait craindre l'annulation d'autres contrats existants, en particulier dans le secteur de l'énergie, et affectera immanquablement la confiance des investisseurs.
- Les actifs mexicains se retrouvant sous pression, le peso a perdu 8,0% par rapport au dollar US sur le mois, contre une baisse de seulement 1,1% de l'indice MSCI Emerging Markets Currency. AMLO prendra ses fonctions le 1er décembre et il ne fait aucun doute que son discours d'investiture sera étudié avec la plus grande attention, tout comme le budget de l'Etat qui doit être voté avant le 15 décembre.

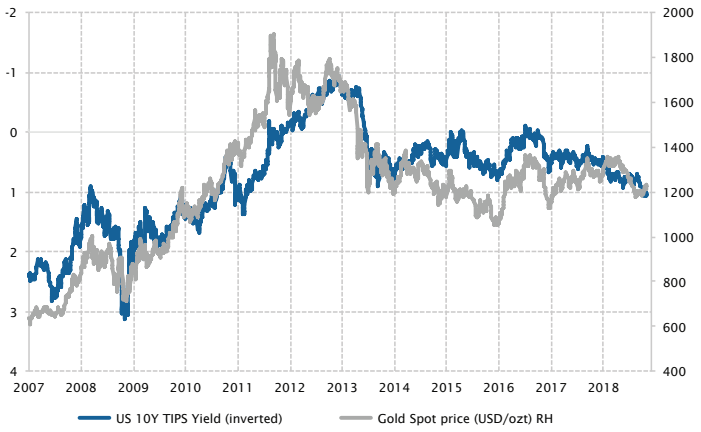
Le MXN a sous-performé les monnaies des pays émergents en octobre

Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management
Données au 31 octobre 2018

8. Matières premières – Corrélation négative de l'or avec les taux d'intérêt réels

- Les cours de l'or ont grimpé de près de 2% à plus de USD 1200 l'once en octobre, mois durant lequel seule une poignée de classes d'actifs a progressé. Le métal jaune a enfin retrouvé son statut de valeur refuge dans un contexte de marchés volatils et par ailleurs sous pression du fait des craintes de rehaussement plus musclé que prévu des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine.
- En parallèle, les taux réels ont eux aussi connu un réajustement au-delà du seuil des 1%, contre 0,42% à la fin de l'an dernier. Cette augmentation a maintenu les cours de l'or au sein d'une fourchette proche de USD 1200 l'once ces trois derniers mois. En outre, le dollar US s'est apprécié cette année, avec une hausse de 5,4%, ce qui a bridé la progression des cours de l'or.
- Depuis quelque temps, les investisseurs semblent retrouver leur appétit pour ce métal précieux traditionnellement perçu comme une valeur refuge. La hausse des taux d'intérêt et l'appréciation du billet vert sont les deux principales menaces qui pèsent sur l'or, mais celles-ci sont déjà probablement intégrées dans les cours et exerceront par conséquent une moindre pression sur le métal jaune ces prochains mois.

Evolution des taux réels américains à 10 ans et du cours au comptant de l'or

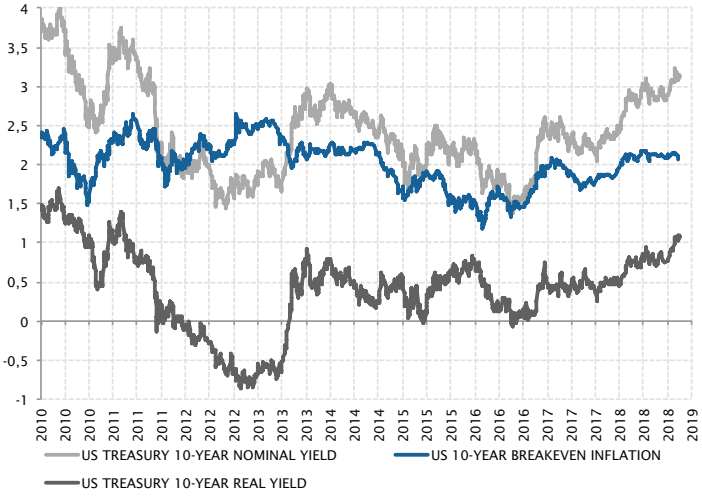


Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management
Données au 1er novembre 2018

9. Taux – Hausse des rendements aux Etats-Unis sans remontée des anticipations d'inflation

- Le rendement nominal des bons du Trésor américain à 10 ans a franchi la barre des 3,2% en octobre, et ce pour la première fois depuis 2011. La vigueur inattendue des données économiques et le commentaire du président de la Réserve fédérale Jerome Powell sur le fait que la Fed est loin d'en avoir fini avec son cycle de relèvement des taux ont provoqué une soudaine remontée des rendements.
- Cette hausse est toutefois singulière en ce sens qu'elle tient presque exclusivement à l'augmentation des taux réels à long terme, tandis que la composante fondée sur les anticipations d'inflation est restée quasiment inchangée et a même reculé vers la fin du mois. Les taux nominaux à long terme sont un amalgame des anticipations concernant l'évolution future de l'inflation et des taux à court terme.
- Le fait que seuls les taux réels ont augmenté en octobre laisse penser que les investisseurs sont fermement convaincus que l'inflation va rester maîtrisée sur le long terme. En effet, la poursuite du relèvement des taux à court terme par la Fed empêchera l'économie américaine de connaître une surchauffe suffisante pour générer des pressions inflationnistes. Cette impression est renforcée par le fait que l'inflation reste faible aux Etats-Unis, malgré la vigueur de la croissance économique et le faible taux de chômage.

Les anticipations d'inflation ont ralenti en octobre tandis que les taux nominaux ont bondi

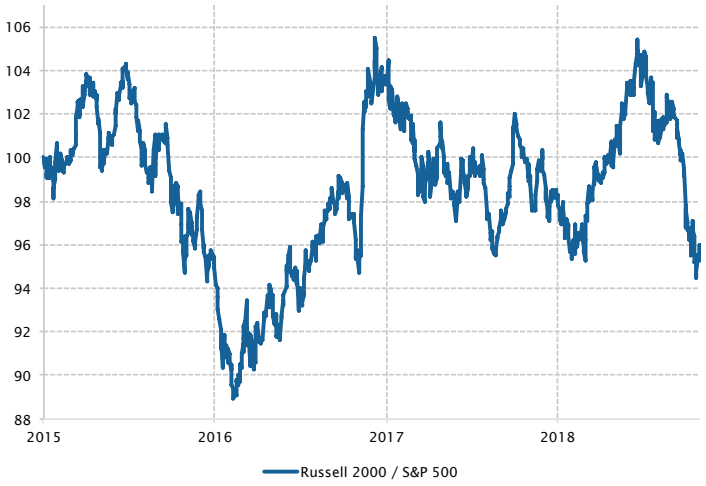


Sources: Factset, SYZ Asset Management
Données au 1er novembre 2018

10. Actions – Sous-performance des petites capitalisations américaines

- Les petites capitalisations américaines, à l'aune de l'indice Russell 2000, sont à nouveau restées en retrait en octobre et sous-performent le marché actions américain élargi (S&P 500) de 8% depuis la fin du mois de juin.
- Face au resserrement de la politique monétaire, les marchés actions connaissent un certain ajustement depuis quelque temps. Par exemple, les petites capitalisations américaines sous-performent et le style *growth/momentum* est remis en cause au profit du style *value*.
- Il y a quelques mois, alors que s'ouvraient les négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, les petites capitalisations ont rebondi par rapport aux grandes valeurs suite à l'imposition de sanctions qui devraient affecter les petites entreprises dans une moindre mesure que les grandes.
- Les investisseurs se focalisent désormais sur l'économie américaine, les indicateurs économiques dénotant des conditions de fin de cycle, lesquelles avantagent généralement les grandes capitalisations par rapport aux petites. En outre, la poursuite par la Réserve fédérale américaine de la normalisation de sa politique monétaire risque de pénaliser les petites entreprises dont la dette est importante et souvent à taux variable.
- Les rebonds des petites capitalisations plus tôt cette année sous l'effet des baisses d'impôts ou des tensions commerciales s'épuisent progressivement, sachant par ailleurs que les nouveaux accords de libre-échange, tels que la nouvelle mouture du traité ALENA, profiteront eux aussi aux grandes entreprises.

Evolution comparée des indices Russell 2000 (petites capitalisations) et S&P 500



Sources: Bloomberg, SYZ Asset Management
Données au 2 novembre 2018

Toute référence à SYZ Asset Management dans le présent document promotionnel doit être interprétée comme une référence à l'une ou plusieurs des personnes morales mentionnées ci-dessous, selon que la juridiction et le support spécifiques dans lesquels le document promotionnel est publié sont: SYZ Asset Management (Europe) LTD, SYZ (France) SASU, SYZ Asset Management (Luxembourg) SA ou SYZ Asset Management (Switzerland) Limited. La présente publication n'est réalisée qu'à des fins d'information et ne constitue ni un document contractuel, ni une offre ou une recommandation d'achat ou de vente d'un quelconque investissement ou autre produit financier. L'analyse développée dans ce document repose sur de nombreuses hypothèses. Le recours à des hypothèses différentes pourrait entraîner des résultats sensiblement différents. Toute opinion exprimée n'est valable qu'à la date de sa publication et peut être à tout moment révisée sans avertissement préalable. Toutes les informations et opinions exposées dans ce document ont été obtenues de sources réputées fiables et de bonne foi, mais il n'est fourni aucune déclaration ni garantie, expresse ou implicite, quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. SYZ Asset Management décline toute responsabilité quant aux éventuels pertes ou dommages de toute nature résultant de l'utilisation du présent document. La reproduction et la distribution de tout ou partie du présent document sont soumises à l'autorisation préalable de SYZ Asset Management.