

Éléments clés à prendre en compte en 2018

Mardi, 08/14/2018

Le contexte macroéconomique est favorable à la prise de risques. Il peut évoluer rapidement, mais pour l'heure, l'absence de pression inflationniste et une croissance positive devraient stimuler les marchés financiers. De nombreux risques macroéconomiques et géopolitiques pourraient ternir le sentiment positif. La gestion des risques revêt une importance capitale. Les prix des actifs pour l'ensemble des actions et des obligations sont élevés. Il existe toutefois des gisements de valeur susceptibles d'offrir des profils risque/rendement attractifs.



Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio Manager



Hartwig Kos

«La conjoncture macroéconomique mondiale continue d'être favorable.»

Jusqu'ici, 2018 a posé un certain nombre de défis aux investisseurs, menaçant près de dix ans de hausse sur les marchés. Comment les marchés vont-ils se comporter au second semestre 2018, et que réserve l'économie mondiale aux investisseurs?

La croissance positive, les conditions financières accommodantes et l'amélioration du sentiment laissent présager une croissance mondiale, mais avec des divergences croissantes entre les Etats-Unis, l'Europe et le reste du monde.

L'inflation, qui n'est pas un facteur important pour le moment, restera un élément central, car elle déterminera la vitesse et l'ampleur de la normalisation de la politique monétaire à venir.

Les prix des actifs sont élevés, mais il existe des gisements de valeur. Nous préférons les actions américaines, les bons du Trésor américain et certaines obligations émergentes.

Macroéconomie

Commençons par la situation «top-down».

Alors que la croissance mondiale a quelque peu ralenti, les Etats-Unis ont continué d'afficher une solide dynamique économique. Les bons résultats enregistrés aux Etats-Unis ne donnent aucun signe d'essoufflement au cours des prochains mois et pourraient même être renforcés par un nouveau projet de baisses d'impôt avant les élections de mi-mandat. A ce stade, aucun nuage ne vient assombrir l'horizon de la première puissance mondiale.

1. **Un économie américaine vigoureuse, ou relativement trop forte, pourrait bien être un cadeau empoisonné pour l'économie mondiale.** Le problème est que la forte dynamique économique américaine est diamétralement opposée à celle qui existe dans la plupart des autres pays. Les divergences en termes de croissance et de politique monétaire laissent déjà apparaître des fissures, en particulier dans les pays émergents. L'appréciation du dollar US et les taux élevés aux Etats-Unis ne sont pas une bonne nouvelle pour des économies qui se sont financées pendant des années grâce à des devises étrangères à bas coût. Malheureusement, il est peu probable que ces problèmes se dissipent à court terme, dans la mesure où ils ne sont que le revers de la médaille de la «vigueur de l'économie américaine». En effet, le protectionnisme et la perspective d'un isolationnisme économique risquent d'amplifier cette tendance. Le président Donald Trump pourrait effectivement «rendre sa grandeur à l'Amérique», mais au détriment du reste du monde.

Indices PMI manufacturier

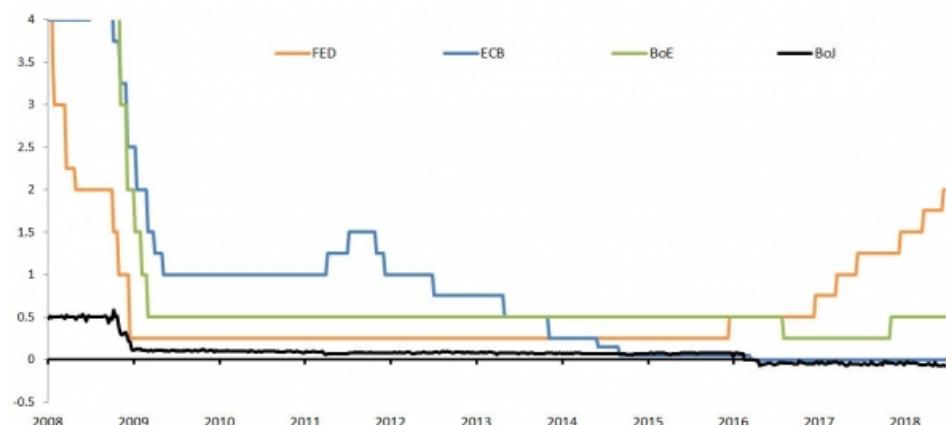


Source

Sources : SYZ Asset Management, FactSet, données au 29.06.2018

2. Le ralentissement de la dynamique de croissance observé en Europe est sans doute un mal pour un bien. La faible croissance incite pour le moment la BCE à reporter le resserrement de sa politique monétaire, élargissant davantage l'écart avec la trajectoire des taux de la Fed. L'engagement de la BCE à maintenir des conditions de financement accommodantes devrait soutenir la croissance intérieure européenne à l'avenir, et ce, même si les secteurs industriels restent menacés par les droits de douane américains. Il pourrait également prévenir un resserrement excessif des conditions de financement mondiales, malgré la hausse des taux américains.

Taux directeurs à court terme des banques centrales



Source

Sources : Bloomberg, SYZ Asset Management. Données au: 22 juin 18

3. Nous pensons que le contexte économique mondial restera positif au deuxième semestre. Des disparités importantes en termes de dynamique de croissance (contrairement à l'année 2017, qui était relativement synchronisée) sont susceptibles de perdurer. Dans l'ensemble, le contexte économique mondial devrait être caractérisé par une économie américaine en plein essor, une croissance modérée mais stable pour le reste des pays développés, après un ralentissement, et plusieurs économies émergentes qui continuent d'être à la peine, dans un contexte de hausse des taux américains, de flambée des cours du pétrole et de ralentissement du commerce mondial.



Valorisation des actifs

Trois idées pour le reste de l'année 2018

1. Récolter la prime de risque actions de manière contrôlée

Les craintes d'une guerre commerciale et la politique européenne ont provoqué une légère correction des actions américaines et un courant vendeur plus prononcé sur les autres marchés, en particulier sur les marchés émergents. Mais, comme indiqué ci-dessus, la conjoncture macroéconomique mondiale continue d'être favorable.

Nous restons relativement optimistes vis-à-vis du risque actions en général, avec toutefois une préférence pour les actions américaines, celles-ci apportant une contribution plus faible au risque, dans le contexte d'un portefeuille d'actifs diversifié par rapport à d'autres marchés actions.

Selon différents indicateurs de valorisation, les actions américaines semblent être plus onéreuses que celles des autres pays. Cependant, si vous observez le PEG, qui représente le rapport entre le PER et le taux de croissance des bénéfices, vous pouvez voir que la différence entre les valorisations s'est fortement réduite et qu'elles sont désormais presque au même niveau que les autres marchés actions mondiaux.

Rapport entre le PER et le taux de croissance des bénéfices



Source

Sources : Factset, SYZ Asset Management. Données au: 29 juin 18

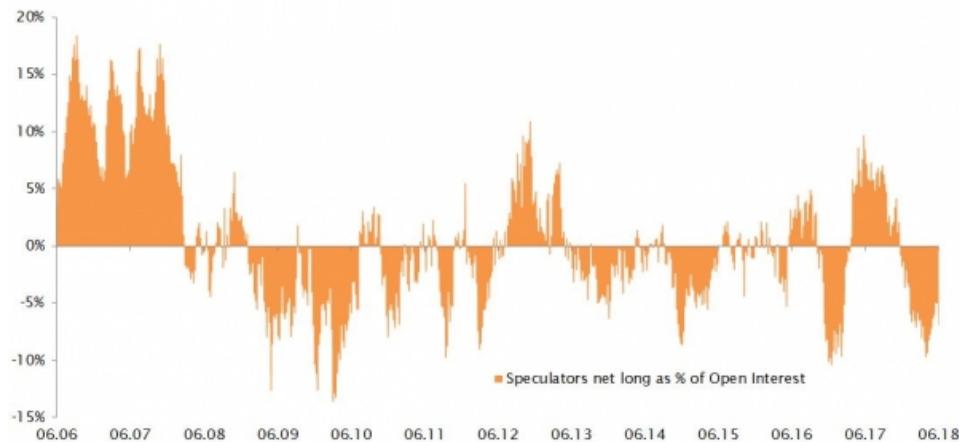
Tandis que les révisions de bénéfices sont restées globalement stables dans l'ensemble des pays du monde, elles ont été nettement revues à la hausse aux Etats-Unis. Cette tendance tient pour une grande partie à la réforme de l'impôt sur les sociétés mise en œuvre par le président Donald Trump avec le soutien du Parti républicain ainsi qu'à la déréglementation actuellement engagée, deux éléments qui devraient continuer de fournir une toile de fond favorable aux bénéfices des entreprises. Par ailleurs, cette solidité de la croissance des bénéfices devrait continuer à pérenniser la volatilité du marché actions américain à l'avenir.

2. Déceler la valeur des emprunts d'Etat américains délaissés

L'environnement de marché pour les actifs obligataires a clairement évolué. Les marchés obligataires sont relativement onéreux et la politique des banques centrales prend désormais une tournure moins accommodante. Bien que nous ne soyons pas entièrement positifs vis-à-vis des obligations, nous restons plutôt confiants concernant le risque de duration.

Au sein du segment des obligations de qualité supérieure, nous privilégions les emprunts d'Etat américains. Les investisseurs demeurent excessivement pessimistes quant au marché et les spéculateurs continuent de miser sur les rendements plus élevés.

Positions à terme sur bons du Trésor américain à 10 ans



Source

Sources : Absolute Strategy Research, SYZ Asset Management. Données au: 29 juin 18.

Par ailleurs, les attentes des investisseurs sont beaucoup plus conformes aux perspectives de la Fed en matière de taux d'intérêt qu'auparavant.

La combinaison d'une opinion pessimiste sur les bons du Trésor et du fait que les attentes d'un nouveau resserrement de la politique monétaire ont nettement évolué ces derniers mois crée, selon nous, un niveau d'asymétrie attrayant pour les emprunts d'Etat américains.

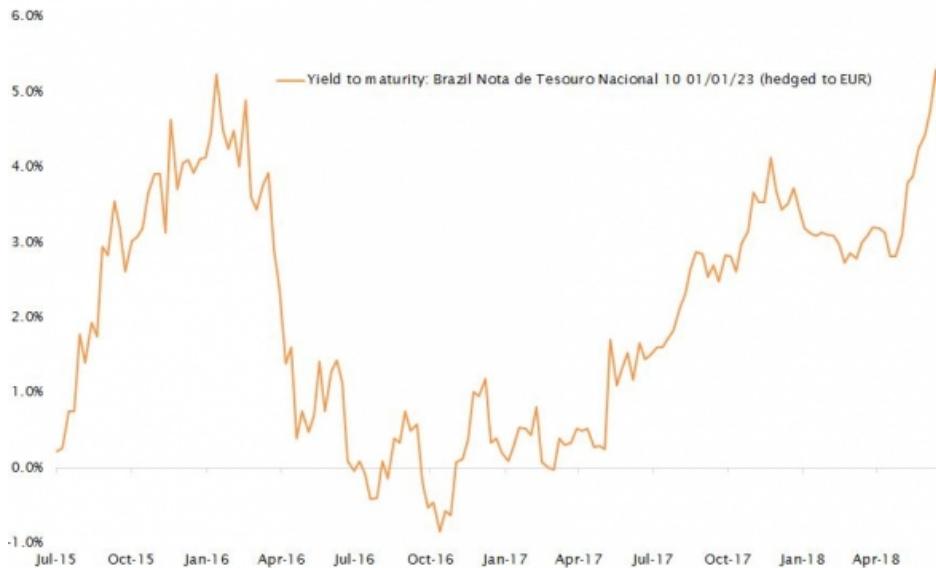
3. Opportunités à faible risque sur les marchés émergents

Ces derniers mois, la combinaison toxique d'un dollar US fort et de la hausse des rendements obligataires a été à l'origine d'une progression significative des rendements de la dette des marchés émergents, rendant les valorisations attrayantes (les cours baissent à mesure que les rendements augmentent). Toutefois, nous pensons qu'il est encore trop tôt pour adopter une opinion très positive vis-à-vis de la classe d'actifs dans son ensemble.

Néanmoins, nous avons identifié des opportunités intéressantes à moindre risque, telles que les obligations locales brésiliennes couvertes en différentes devises (par exemple, BRL vs. EUR). Il y a tout juste six mois, le seul moyen d'accéder aux hauts rendements offerts par le Brésil était de supporter le risque de change. Depuis, le coût de couverture de change en autres devises a baissé et les rendements brésiliens sont restés élevés, permettant aux investisseurs d'accéder à des niveaux élevés de portage sans prendre beaucoup de risque de change et de duration.

Pour un investisseur en euros par exemple, une obligation brésilienne à 5 ans entièrement couverte du risque de change a un rendement d'environ 4,4%, une performance excellente, sachant que sa duration globale est de 3,5 ans.

Rendements des obligations brésiliennes en monnaie locale couvertes en EUR



Source

Sources : Bloomberg, SYZ Asset Management. Données au: 29 juin 18.

Un effet de portage sans prendre beaucoup de risque de change et de duration est un autre élément que nous prenons en compte lorsque nous construisons un portefeuille multi-actifs diversifié.