

Notre point de vue mensuel sur l'allocation d'actifs (Mars 2019)

Jeudi, 03/14/2019

Les marchés et les cours des actifs se sont maintenus sur leur tendance positive, soutenus par les banques centrales dont les politiques monétaires sont passées d'une amorce de normalisation à un biais accommodant. Notre sentiment du risque global reste à «légère sous-pondération», car nous pensons que le rebond du marché est allé trop loin, trop vite. Dans ce contexte, notre préférence concernant les actions est une «légère sous-pondération» et nous avons dégradé les obligations au même niveau, compte tenu de la détérioration de leurs valorisations. Dans l'ensemble, le positionnement de nos portefeuilles est caractérisé par une neutralité prudente.



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic
Strategist



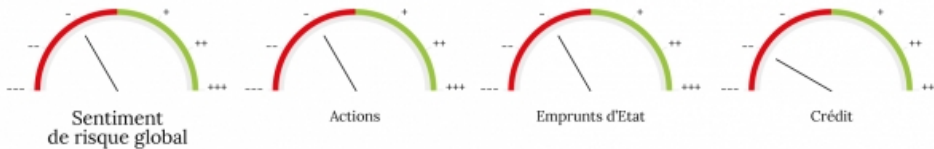
Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



Maurice Harari
Senior Portfolio Manager



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Gare aux risques d'avalanche

En Suisse, février est souvent le mois que les familles choisissent pour prendre une semaine de vacances au ski. Cette année, nous avons été particulièrement chanceux. La neige était abondante et les conditions météo étaient presque idéales pendant les vacances scolaires. L'après-midi, après un repas bien mérité sur une terrasse panoramique, la douceur des températures invitait à la sieste. Qui n'a jamais rêvé de passer une belle journée ensoleillée à skier dans l'air vivifiant de la montagne? Pour peu que la neige soit poudreuse, on touche du doigt le paradis. Chaque année malheureusement, des avalanches sont à l'origine de nombreux accidents, plongeant dans la tourmente de nombreuses familles heureuses.

L'environnement de marché actuel n'est pas sans rappeler les bons et les mauvais souvenirs associés au ski. En s'améliorant à la fin de l'année dernière, les valorisations ont enfin donné aux investisseurs des opportunités à saisir. Le revirement de la Réserve fédérale et les positions accommodantes des autres banques centrales des marchés développés ont contribué à créer un environnement propice. L'absence de nuages inflationnistes à l'horizon nous a permis de naviguer sans encombre à travers les marchés financiers depuis le début de l'année. Même si nous regrettons de ne pas pouvoir profiter davantage de l'embellie des deux derniers mois, il faut maintenant faire preuve de retenue, sous de peine s'exposer plus tard à des risques et à des difficultés potentielles. Les risques d'avalanche sont en hausse et le manteau neigeux devient moins stable. En d'autres termes, les valorisations sont moins attrayantes, car les garanties données par les banques centrales ont conduit encore une fois à des exagérations et à une saturation du marché. Comment justifier autrement que par la répression financière exercée par les banques centrales le fait que USD 8000 à 9000 milliards d'emprunts d'Etat soient assortis de rendements négatifs?

Le rebond actuel du marché est allé trop loin, trop vite. Conscients du risque croissant d'avalanche, nous maintenons une position prudemment neutre au sein de nos portefeuilles. Nous avons pris des bénéfices et mis en place des couvertures par le biais de stratégies d'options sur les actions ainsi que sur les obligations. Sur le plan tactique, même l'or semble avoir perdu de son éclat. Et si nous retournions prendre une pause sur une terrasse ensoleillée?

_Fabrizio Quirighetti



Contexte économique en bref et analyse globale

L'optimisme des investisseurs depuis le début de l'année est essentiellement le résultat d'une conjoncture macroéconomique intenable. La tendance de croissance baissière qui prévalait à la fin de l'année dernière s'est maintenue, ce qui n'est pas forcément une bonne nouvelle en soi. Toutefois, en l'absence de pressions inflationnistes, les banques centrales des pays développés ont complètement mis de côté toute velléité de resserrement de leurs politiques monétaires, la Réserve fédérale (Fed), la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BoJ) allant même jusqu'à déclarer qu'elles étaient prêtes à assouplir leurs politiques monétaires en cas de besoin. C'est donc un véritable virage à 180 degrés qu'ont opéré ces banques centrales, alors que la Fed relevait ses taux il y a à peine deux mois et que les taux à court terme de la BCE et de la BoJ sont toujours en territoire négatif.

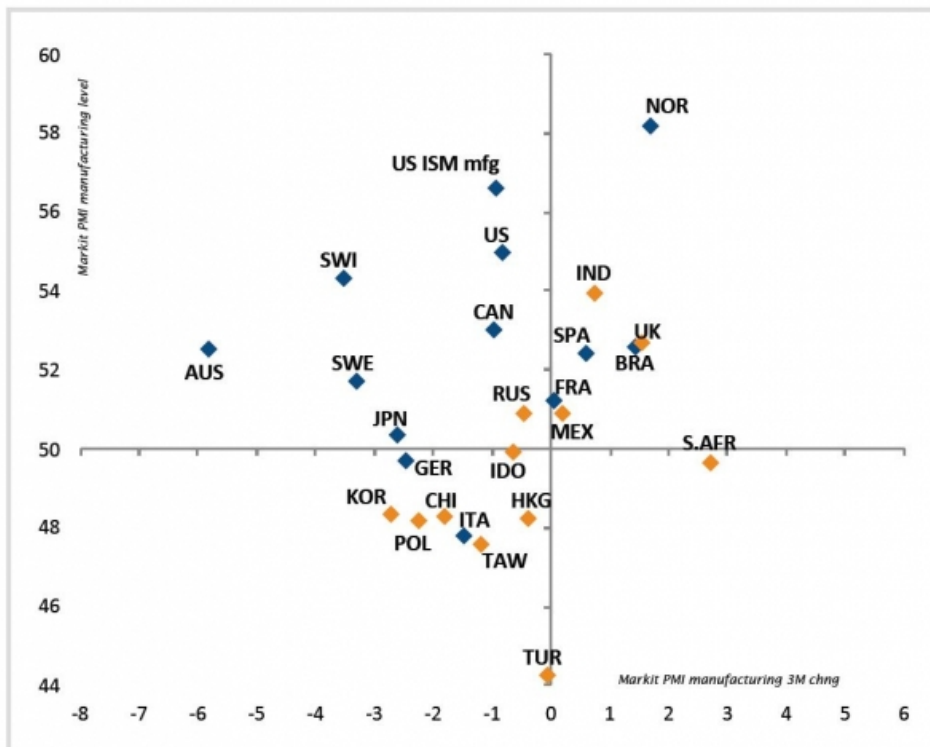
L'économie mondiale se trouve maintenant à la croisée des chemins. De deux choses l'une: soit le soutien des banques centrales, la demande intérieure et la dissipation progressive des risques extérieurs permettent finalement à la croissance de se stabiliser; soit le ralentissement se poursuit, auquel cas la récession pourrait devenir une menace beaucoup plus tangible. Dans le deuxième scénario, l'assouplissement de la politique monétaire risque de ne pas être suffisant pour entretenir le sentiment d'euphorie des marchés. Dans le premier scénario, les banques centrales pourraient bien abandonner leurs positions accommodantes aussi vite qu'elles les ont adoptées. Nous restons persuadés que le scénario de croissance positif l'emportera, mais nous n'oublions pas non plus qu'un tel résultat suppose une réduction du soutien -explicite ou implicite- des banques centrales.

Croissance

La croissance mondiale continue de ralentir, lestée par l'affaiblissement de la dynamique dans les pays développés. Certaines économies émergentes amorcent un redressement et affichent une dynamique positive. Toutefois, pour être durable, cette tendance doit s'appuyer sur une croissance positive des principaux marchés développés ainsi qu'une évolution favorable du taux de change du dollar US et de la politique monétaire.



La dynamique de la croissance mondiale ne cesse de ralentir



Source

SYZ Asset Management. Données au: 20 février 2019

Inflation

La dynamique de l'inflation reste atone sur les marchés développés, et le ralentissement de la demande atténue l'impact potentiel des timides pressions haussières sur les salaires. Les tendances des marchés des devises restent les principaux moteurs de la dynamique de l'inflation dans les pays émergents.

Orientation des politiques monétaires

Les perspectives générales de politique monétaire des banques centrales des économies développées sont rapidement passées d'une tendance de normalisation modérée (sur des horizons variables) à une position neutre assortie d'un biais accommodant. En réduisant les pressions haussières sur le dollar US, ce revirement apporte également un répit aux banques centrales des marchés émergents, que la politique monétaire de la Fed avait contraintes à une position restrictive.

Economies développées

Les indicateurs économiques américains, malgré leur volatilité relative et leur trajectoire erratique depuis quelque temps, font apparaître un ralentissement du taux de croissance. Cette tendance pourrait s'expliquer par la réduction progressive des mesures de relance budgétaire et par l'impact du shutdown aux Etats-Unis. De manière plus générale toutefois, l'équilibre des risques autour des perspectives de la croissance américaine s'oriente à la baisse, en particulier dans le contexte actuel d'affaiblissement de la croissance mondiale. On comprend donc mieux l'inflexion soudaine du ton de la Fed vers une position nettement accommodante.

Dans la zone euro, la baisse constante des indices d'activité et de confiance force également la BCE à adopter une position encore plus accommodante, en particulier dans la mesure où l'inflation sous-jacente reste obstinément bloquée autour de 1%, en dépit de la hausse des salaires. L'Allemagne a évité de peu une récession technique au quatrième trimestre, mais a de nouveau affiché une croissance nulle pour le deuxième trimestre consécutif. L'Italie est quant à elle officiellement entrée en récession pour la troisième fois en dix ans. Les fondamentaux de la demande intérieure continuent de suggérer un redressement prochain de la croissance et restent positifs pour l'union monétaire dans son ensemble. Toutefois, la marge de sécurité qui sépare la stabilisation de la récession en Europe est à présent très ténue. Il est vrai que le scénario d'un Brexit dur pourrait faire pencher la balance, mais les derniers développements suggèrent que le Parlement britannique, aussi divisé qu'il soit, est avant tout déterminé à éviter cette extrémité.

Avant le relèvement du taux de TVA prévu dans le courant de l'année, l'économie japonaise est confrontée à un certain nombre de difficultés, qui vont du ralentissement de la croissance mondiale aux incertitudes liées aux perspectives commerciales de la Chine. Ces difficultés ont incité la BoJ, dans le sillage de la Fed et de la BCE, à réévaluer ses options et à rappeler explicitement aux investisseurs qu'elle se tenait prête à accroître son soutien, en cas de besoin.

«Nous restons persuadés qu'un scénario de croissance favorable l'emportera, mais n'oublions pas non plus qu'un tel résultat supposera une réduction du soutien des banques centrales.»

— *Adrien Pichoud*
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



Economies émergentes

Attendue depuis longtemps, la stabilisation des données macroéconomiques chinoises est essentielle à la reprise de la croissance mondiale. D'ailleurs, quelques signes encourageants sont apparus depuis le début de l'année, notamment une hausse des exportations, un redémarrage du crédit intérieur et un rebond des indices d'activité. Ces données, mises dans la perspective d'un accord commercial entre les Etats-Unis et la Chine, accréditent l'hypothèse selon laquelle l'assouplissement budgétaire et monétaire pourrait enfin fixer un plancher au ralentissement de la croissance du PIB. Cette stabilisation constituerait un soulagement pour toute l'Asie du Sud-Est, qui est nettement affectée par le ralentissement de la Chine et les incertitudes liées au commerce.

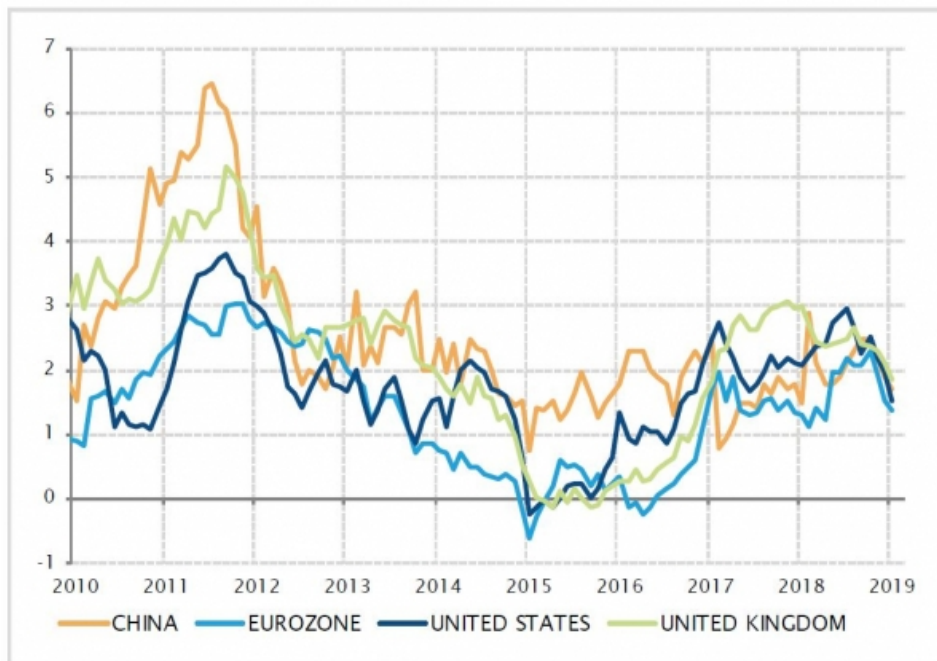
Le Brésil et le Mexique, les deux géants d'Amérique latine, enregistrent des dynamiques de croissance encourageantes, nourries par l'optimisme suscité par les programmes politiques des deux présidents nouvellement élus. Toutefois, les deux pays présentent des différences assez marquées dans leurs priorités et leurs approches. Au Brésil, l'élection de Jair Bolsonaro fait briller l'espoir de réformes structurelles attendues de longue date, en vue de favoriser les investissements des entreprises. Au Mexique, AMLO a séduit les ménages en leur promettant de relever le salaire minimum.

En Russie, la baisse des cours du pétrole constatée au quatrième trimestre 2018 pèse maintenant sur les indicateurs économiques, mais la hausse de l'inflation à un pic de deux ans maintient la banque centrale dans un mode restrictif.

_Adrien Pichoud

Inflation (IPC sur un an) aux Etats-Unis, dans la zone euro, au Royaume-Uni et en Chine

Le ralentissement de la croissance et de l'inflation incite les banques centrales à prendre un virage accommodant



Source

Factset, SYZ Asset Management. Données au: 20 février 2019

Analyse de l'équipe Asset Valuations & Investment Strategy Group

Risque et duration

Les marchés et les prix des actifs sont une fois de plus soutenus par des politiques monétaires accommodantes. Le put des banques centrales est de retour après le revirement de la Réserve fédérale, mais la situation actuelle ne peut pas s'éterniser. Soit la croissance mondiale rebondit, auquel cas nous pourrions commencer à renforcer notre position vis-à-vis du risque et à réduire la duration, soit c'est l'inverse qui se produit, et en présence d'une nouvelle détérioration de la croissance, nous serons amenés à accroître la duration et à réduire notre exposition au risque.

Même si c'est vers le scénario favorable que va notre préférence, si la croissance se stabilise au deuxième semestre 2019, il est peu probable qu'un changement radical intervienne à court terme. Compte tenu des valorisations élevées et des incertitudes politiques actuelles, nous avons maintenu le risque à «légère sous-pondération».

Nous pensons que le rebond des marchés actions sera bientôt plafonné: d'un côté par les relèvements de la Fed, si l'activité s'améliore, et de l'autre, par les inquiétudes liées à la croissance, même si la banque centrale américaine se remet à baisser ses taux.

Etant donné les gains importants que nous avons engrangés depuis le début de l'année, il est temps à présent de mettre en place des protections «bon marché» et asymétriques, pour commencer à consolider notre performance positive depuis le début de l'année.

Nous n'avons toujours pas de biais sectoriel, mais nous continuons de privilégier les actions de qualité à dividendes élevés, qui offrent un portage intéressant. Elles ont l'avantage d'être moins volatiles que le reste que du marché actions et nous les préférons également au crédit.

Sur le plan de la duration, nous avons laissé notre position inchangée à «légère sous-pondération» par rapport au mois dernier. Les obligations présentent maintenant un potentiel de hausse limité, dans la mesure où les taux ont de nouveau atteint des plus bas historiques, en particulier en Europe, où les valorisations sont élevées. Il est toutefois utile d'avoir une composante en duration dans les portefeuilles afin d'équilibrer le risque.

Par ailleurs, l'essoufflement continu de la dynamique macroéconomique et la pause dans la normalisation de la politique monétaire n'orientent pas vers une hausse des taux significative. Sur le plan tactique, les taux pourraient atteindre 3% pour les bons du Trésor américain à 10 ans et 0,5% en Allemagne pour les Bunds à 10 ans en cas de rebond rapide de la dynamique de croissance, bien qu'il ne s'agisse pas de notre scénario de base à l'heure actuelle.

«Nous n'allons pas courir après le rebond et nous maintenons notre position vis-à-vis du risque à «légère sous-pondération». Les performances des actions pourraient bientôt atteindre un plafond, en raison de la réduction de la politique monétaire accommodante, notamment aux Etats-Unis.»

— *Maurice Harari*
Senior Portfolio Manager

Marchés actions

Nous avons maintenu notre préférence relative pour les Etats-Unis par rapport aux actions de la zone euro, même si la prime de risque actions pour les Etats-Unis est devenue moins intéressante et les révisions de résultats se ralentissent. Au sein d'un environnement fragile, nous privilégions toujours leur résilience et leurs caractéristiques défensives par rapport aux actions de la zone euro.

Le Royaume-Uni et la Suisse ont toujours notre préférence par rapport à la zone euro (malgré des valorisations «très faibles» en Allemagne), en l'absence de déclencheurs d'achat suffisants et compte tenu du risque lié aux droits de douane qui pèse sur le secteur automobile européen. En cas d'élections législatives au Royaume-Uni, nous envisagerions immédiatement de dégrader les actions britanniques.

Au sein des marchés émergents, nous préférons l'Asie (à l'exception de l'Inde) et la Russie par rapport à l'Amérique latine et à l'Afrique du Sud, pour des raisons de valorisations.

Nous pourrions également assister à un rebond structurel des actifs brésiliens (obligations et actions) si les réformes, en particulier celles relatives aux pensions, sont votées et appliquées par le Congrès. Pour le moment, nous maintenons le risque des actions brésiliennes à «légère sous-pondération» après leur fort rebond, compte tenu également de leurs valorisations excessives.

Même si notre position n'a pas changé, nous tendons dans l'ensemble à réduire notre allocation à l'Europe et à accroître celles aux marchés émergents, plus particulièrement si nous prévoyons une issue positive à la guerre commerciale, une amélioration des données économiques et un dollar US stable.

Marchés obligataires

Les emprunts d'Etat nominaux ont été dégradés à «légère sous-pondération» en raison de la détérioration des valorisations au cours des derniers mois. Ils ont à présent un potentiel de hausse limité, car les taux sont retombés à des plus bas historiques. Il est toutefois utile de maintenir une composante en duration dans les portefeuilles afin d'équilibrer le risque global. Par ailleurs, l'essoufflement continu de la dynamique macroéconomique et la pause dans la normalisation de la politique monétaire n'orientent pas vers une hausse des taux significative.

Les emprunts d'Etat réels sont sans doute plus intéressants, car ils devraient moins pâtir si les perspectives de croissance se stabilisent ou s'améliorent et si les attentes d'inflation ressortent à la hausse.

Dans le secteur de la dette des marchés émergents, les obligations en monnaie forte, en particulier celles libellées en euro, sont toujours privilégiées par rapport à leurs homologues libellées en monnaie locale, en termes de valorisations.

Marché des changes, produits alternatifs et liquidités

En ce qui concerne nos préférences en termes de devises, nous maintenons une «légère surpondération» de la livre sterling et du yen face au billet vert, étant donné les valorisations. L'or reste en «légère surpondération», compte tenu de ses caractéristiques de diversification dans le contexte actuel d'aversion au risque. Le franc suisse reste en «sous-pondération», car il est probable que la Banque centrale européenne maintiendra son biais accommodant plus longtemps que prévu, bridant ainsi le franc suisse, qui perd peu à peu de son aura de valeur refuge.

_Maurice Harari



Disclaimer

Le présent document a été publié par le Groupe Syz (ci-après dénommé «Syz»). Il n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par des personnes physiques ou morales ressortissantes ou résidentes d'un Etat, d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels les lois et réglementations en vigueur interdisent sa distribution, sa publication, son émission ou son utilisation. Il appartient aux utilisateurs de vérifier si la Loi les autorise à consulter les informations ci-inclues. Le présent document revêt un caractère purement informatif et ne doit pas être interprété comme une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente d'instrument financier quel qu'il soit, ou comme un document contractuel. Les informations qu'il contient ne constituent pas un avis juridique, fiscal ou comptable et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les valorisations de marché, les conditions et les calculs contenus dans le présent document sont des estimations et sont susceptibles de changer sans préavis. Les informations fournies sont réputées fiables. Toutefois, le Groupe Syz ne garantit pas l'exhaustivité ou l'exactitude de ces données. Les performances passées ne sont pas un indicateur des résultats futurs.