

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

Jeudi, 05/16/2019

Les marchés ont continué d'être soutenus par l'environnement boucles d'or, un environnement marqué par la politique conciliante des banques centrales, une croissance respectable et l'absence de pressions inflationnistes. Malgré ce contexte positif, notre positionnement légèrement sous-pondéré vis-à-vis des actions et des obligations reste inchangé dans la mesure où les valorisations deviennent moins attrayantes et où le potentiel de hausse est donc limité. Le positionnement global de nos portefeuilles est prudent, comme en témoigne notre légère sous-pondération du sentiment à l'égard du risque à l'échelle mondiale, et nous continuons de privilégier le portage, la diversification et l'identification de scénarios de croissance.



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic
Strategist



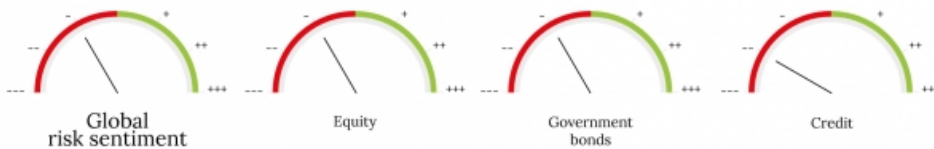
Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



Maurice Harari
Senior Portfolio Manager



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Voici venir le joli mai

«Vends en mai et fais ce qu'il te plaît» dit le célèbre dicton. Mais pour la plupart des investisseurs qui, comme nous, n'ont pas osé renforcer leurs positions au plus bas du marché, le syndrome FOMO (Fear Of Missing Out, ou peur de rater une occasion) a fini par surgir, laissant derrière lui le vent glacial des marchés baissiers tel un Marcheur Blanc dans Game of Thrones. Les marchés et les prix des actifs sont à nouveau soutenus par un scénario boucles d'or, lui-même renforcé par les messages conciliants des banques centrales, les bonnes perspectives de croissance (attestées par la solide création d'emplois aux Etats-Unis et les signes d'amélioration des indicateurs économiques chinois) et l'absence persistante de pressions inflationnistes après une croissance modérée des salaires aux Etats-Unis et un IPC inférieur aux attentes en Australie. Si nous admettons que ce scénario ne durera pas éternellement, il est probable que sa fin a été reportée de quelques semaines ou de quelques mois.

Dans la mesure où le contexte est on ne peut plus favorable, la logique voudrait que nous suivions le mouvement, que nous relevions notre exposition au risque et que nous renforçons notre panier d'actions. Cependant, il pourrait s'avérer beaucoup plus sage de résister à la tentation. Les valorisations globales ne sont plus suffisamment attrayantes et le potentiel de hausse semble désormais assez limité. Les actions américaines ayant recouvert les pertes enregistrées en fin d'année et atteint de nouveaux sommets, la vigueur du phénomène FOMO ébranle la confiance dans la capacité du marché à poursuivre sa progression. Autrement dit, plus il y aura de Marcheurs Blancs sur une glace dont la résistance semble à toute épreuve, plus les fissures commenceront à apparaître. Il va sans dire que le fait qu'ils s'aventurent à l'extérieur les rend plus vulnérables au feu et à la fureur des dragons, en l'occurrence, à la vengeance du marché baissier. Par conséquent, nous avons préféré modifier et ajuster notre allocation en actions en faveur des valeurs cycliques et au détriment des valeurs défensives plutôt que de la relever de manière significative. Le principal risque lié à cet attentisme prudent est que nous risquons de passer à côté d'une forte tendance haussière en cas d'emballement des marchés actions.

Nous admettons donc humblement que nous aurions dû être plus courageux il y a quelques mois, mais il n'est pas toujours facile voire évident de se conduire en chevalier sans peur et sans reproche. Quoi qu'il en soit, les plus courageux ne sont pas toujours ceux qui survivent le plus longtemps, que ce soit dans Game of Thrones ou sur les marchés financiers.

_Fabrizio Quirighetti

Contexte économique en bref et analyse globale

Après plusieurs mois d'incertitude, les perspectives de croissance mondiale ont enfin commencé à s'améliorer. L'économie chinoise montre enfin des signes concrets de reprise, ce qui stimule l'ensemble des marchés émergents. Dans un contexte où la croissance américaine reste relativement ferme et où le potentiel de hausse du dollar est désormais moins important, suite à la spectaculaire volte-face conciliante de la Réserve fédérale, l'environnement macroéconomique s'est fortement amélioré pour les économies émergentes, sauf dans quelques pays qui continuent de payer le prix de leurs politiques économiques peu orthodoxes, comme la Turquie ou l'Argentine.

Cette dynamique favorable naissante dans le monde émergent contraste avec la faiblesse cyclique persistante que connaissent les économies développées. L'activité industrielle est au point mort dans la zone euro depuis l'an passé. La consommation intérieure est le seul moteur de croissance du PIB et les signes d'une reprise cyclique se font toujours attendre. L'économie américaine s'essouffle elle aussi, en partie sous l'effet de l'affaiblissement de la croissance mondiale et de la hausse des tarifs douaniers. Mais le principal facteur qui freine actuellement la croissance américaine est la dissipation des effets liés aux mesures de relance budgétaire, un phénomène qui devrait être considéré comme une évolution logique plutôt que comme un signe inquiétant de récession imminente.

En conséquence, la conjonction d'une demande intérieure vigoureuse sur les marchés développés, de la fin de la normalisation des politiques de la Fed et de la BCE, de la reprise de la dynamique de croissance en Chine, de la réussite apparente des négociations commerciales sino-américaines, du report du Brexit et du vent porteur que représente la hausse des prix du brut laisse présager une croissance mondiale positive au cours des prochains mois. Par ailleurs, certains des risques baissiers apparus au quatrième trimestre 2018 ont quelque peu reculé ces dernières semaines.

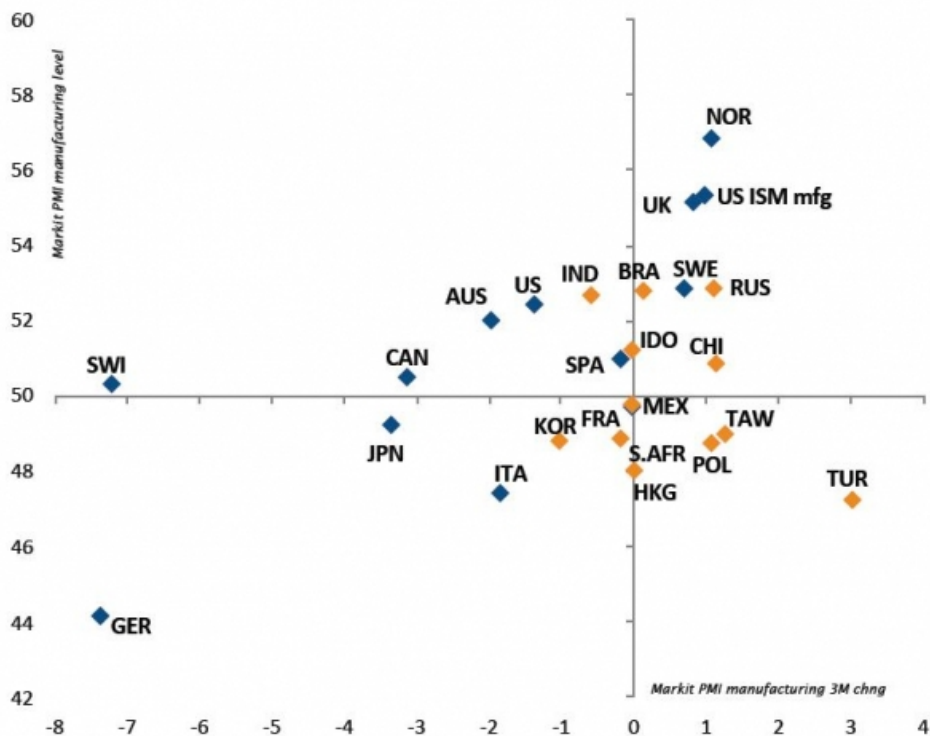
Croissance

On observe aujourd'hui des divergences manifestes en termes de dynamique de croissance entre les économies émergentes et les pays développés. Au sein des marchés développés, on constate également des différences marquées entre les secteurs industriels liés à l'exportation et les secteurs des services liés au marché intérieur. Dans l'ensemble, les perspectives de croissance mondiale restent encourageantes, la perception de risques baissiers étant moins forte qu'il y a quelques mois.

Inflation

L'inflation reste modérée dans tous les domaines et ralentit même au sein des marchés développés. L'évolution du cours du pétrole pourrait entraîner une certaine volatilité des indices d'inflation globale dans les mois à venir.

La dynamique de croissance des économies émergentes s'améliore sur fond de redressement de la Chine



Source
SYZ Asset Management. Données au: 11 avril 2019

Orientation des politiques monétaires

Toutes les grandes banques centrales des marchés développés adoptent désormais une position neutre et généralement conciliante, sans perspective de normalisation dans un avenir proche. La politique monétaire ne devrait pas freiner la croissance mondiale cette année.

Analyse économique globale

La dynamique de croissance de l'économie américaine continue de s'essouffler, son taux d'expansion se rapprochant de son potentiel d'environ 2%. Dans un contexte de fléchissement de la dynamique mondiale et d'aplatissement de la courbe des taux USD, un tel ralentissement a suscité des inquiétudes quant au risque d'un repli plus marqué de l'activité économique. Toutefois, si l'on tient compte de la dissipation de l'impulsion budgétaire qui avait dopé l'investissement et la consommation en 2018, les récents événements semblent constituer un «atterrissage en douceur» somme toute logique après une année 2018 suralimentée. Les moteurs de la demande intérieure restent très favorables et, grâce à la stabilité et à la visibilité dont jouissent désormais les taux et les conditions de financement, l'économie américaine devrait continuer à se développer cette année à un rythme tout à fait satisfaisant, si ce n'est spectaculaire.

La partie industrielle et cyclique de la zone euro continue de faire preuve de faiblesse et d'un manque de dynamisme après une lugubre année 2018. Toutefois, la consommation reste ferme et n'a guère été freinée jusqu'à présent par cette faiblesse cyclique. Le chômage continue de baisser, la confiance dans le secteur des services et parmi les consommateurs reste élevée et la demande intérieure a contribué au rebond de la croissance du PIB au premier trimestre. Dans un contexte d'anticipations de croissance optimistes à l'échelle mondiale, et malgré la persistance des incertitudes politiques, les perspectives pour la zone euro restent bien orientées. La croissance du PIB devrait se stabiliser ou dépasser légèrement son potentiel en 2019. On observe également une divergence similaire entre les secteurs extérieurs et intérieurs au Japon, avec le même impact sur les perspectives de croissance. Le potentiel d'accélération spectaculaire est limité, mais les possibilités d'une dégradation plus large et plus profonde de l'activité économique le sont également. Face à une inflation aussi faible, les banques centrales ont raison de rester attentistes et de maintenir des conditions de financement aussi accommodantes.

«Après plusieurs mois d'incertitude, les perspectives de croissance mondiale ont enfin commencé à s'améliorer.»

— Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio

Economies émergentes

Les premiers indices encourageants de reprise que l'on peut observer en Chine depuis le début de l'année ont été confirmés par des signes indiquant que les mesures de relance monétaire et budgétaire mises en œuvre en 2018 se répercutent effectivement sur l'activité économique cette année. Ce fait nouveau important dissipe l'une des plus vives préoccupations qui ont pesé sur les marchés à la fin de l'année dernière. Il donne également une impulsion bienvenue à la plupart des marchés émergents, et notamment aux économies voisines, dans un contexte déjà rendu plus favorable par la fin de la normalisation de la politique monétaire de la Fed. Les perspectives de croissance des marchés émergents sont donc meilleures et devraient en outre bénéficier d'une plus grande visibilité et stabilité sur le plan politique après la série d'élections prévues dans plusieurs grandes économies émergentes.

Les seules anomalies dans ce tableau globalement positif restent les économies en proie à l'incertitude politique, une incertitude héritée de politiques économiques incohérentes et de l'absence de réponse crédible pour faire face aux risques de déséquilibres extérieurs et intérieurs. La Turquie, l'Argentine et le Venezuela sont des exemples parfaits de la façon dont certains problèmes spécifiques peuvent empêcher une économie de bénéficier de l'amélioration du contexte mondial.

— Adrien Pichoud

Indice PMI manufacturier chinois et mondial et activité de crédit en Chine
Le redressement de l'activité en Chine lié au crédit contribue à l'amélioration des perspectives de croissance mondiale



Source
Factset, SYZ Asset Management. Données au: 24.04.2019

Analyse de l'équipe Asset Valuations & Investment Strategy Group

Risque et duration

Au cours du mois examiné, nous avons maintenu notre légère sous-pondération du risque comme de la duration dans notre allocation d'actifs.

Nous estimons que les marchés et les prix des actifs continuent d'être soutenus par des politiques monétaires accommodantes. Le scénario boucles d'or actuel a été renforcé par le message conciliant délivré par la Réserve fédérale fin mars et par le rapport sur l'emploi aux Etats-Unis qui montre une solide création d'emplois sans pression haussière sur les salaires, et l'on observe des signes concrets de redressement en ce qui concerne les indicateurs économiques chinois. Certes ce scénario ne durera pas éternellement, mais il semble que sa fin ait été reportée pour l'heure. Cela étant, nous avons préféré modifier l'allocation en actions en faveur des valeurs cycliques et au détriment des valeurs défensives plutôt que d'accroître sa pondération.

Nous conservons une certaine duration par le biais des obligations, plutôt qu'une duration indirecte par le biais de secteurs des marchés actions comme les services aux collectivités ou l'immobilier. Mais la pression haussière sur les taux d'intérêt pourrait se concrétiser si une accélération de la croissance chinoise se confirme (entraînant les économies européennes dans son sillage) et/ou si les prix de l'énergie continuent à grimper, dans la mesure où l'effet de base du cours du pétrole est susceptible de devenir défavorable plus tard dans l'année.

«A ce stade, nous ne sommes pas disposés à trop accroître le niveau de risque des portefeuilles en renforçant l'allocation en actions. Au contraire, nous leur avons attribué un biais plus cyclique et moins défensif en termes de répartition sectorielle et régionale.»

— *Maurice Harari*
Senior Portfolio Manager

Marchés actions

La zone euro et certains marchés émergents ont été rehaussés à «légère surpondération» dans le but d'orienter l'allocation en actions vers une plus grande cyclicité afin de bénéficier d'une amélioration probable de la dynamique de croissance globale, même si elle reste marginale. Les marchés émergents bénéficient désormais d'une «légère surpondération» généralisée car nous pensons que le contexte favorable suscité par le scénario boucles d'or américain pourrait s'étendre à ces marchés. En revanche, nous avons rétrogradé le Royaume-Uni compte tenu du nouveau cycle d'incertitudes concernant le Brexit et de l'éventuelle tenue d'élections législatives à court terme, ainsi que du profil plus défensif des actions britanniques par rapport à leurs homologues européennes.

Sur le plan sectoriel, les services aux collectivités et l'immobilier ont été rétrogradés et sont désormais sous-pondérés. Dans le contexte économique actuel, nous ne pensons pas qu'ils seront soutenus par une nouvelle baisse des taux d'intérêt à court terme. En outre, ces secteurs défensifs pourraient souffrir d'une rotation en faveur des secteurs à fort coefficient bêta, des valeurs cycliques et des titres financiers. Nous restons attachés aux actions à dividendes élevés car elles devraient être moins exposées au risque d'un relèvement temporaire des taux d'intérêt et offrir également une véritable alternative à moyen et long terme dans cet environnement de faibles taux.

Marchés obligataires

Nous n'avons apporté aucun changement à notre préférence relative pour les emprunts d'Etat réels plutôt que nominaux et pour la dette émergente libellée en monnaie forte plutôt qu'en monnaie locale, tandis que notre «sous-pondération» du crédit Investment Grade et haut rendement demeure.

Les emprunts d'Etat nominaux britanniques et australiens ont été rétrogradés à «sous-pondération» pour des questions de valorisation.

Les obligations sud-africaines et indonésiennes en monnaie forte ont été rehaussées à «légère surpondération» car elles présentent toutes deux des niveaux de valorisation attrayants. Les premières ont évité une rétrogradation de leur statut Investment Grade par Moody's, tandis que les secondes pourraient bénéficier du résultat de l'élection présidentielle qui confirmerait et renforcerait la stabilité politique, ainsi que d'une banque centrale moins belliciste.

Les obligations turques en monnaie locale ont été rétrogradées à «sous-pondération» dans la mesure où l'horizon s'assombrit, et la Russie et le Brésil ont été rehaussés à «légère sous-pondération» car le segment court de leurs courbes respectives présente une certaine valeur.

Marché des changes, produits alternatifs et liquidités

La livre sterling a été rétrogradée à «légère sous-pondération» par rapport au dollar US en raison de l'évolution moins favorable et plus longue que prévu du Brexit, ainsi que du risque croissant d'élections législatives à court terme.

Notre perception du yen japonais, que nous surpondérons légèrement, reste favorable par rapport au franc suisse qui, à la marge, a perdu son statut de valeur refuge suite au parti pris de la Banque nationale suisse en faveur d'un assouplissement de sa politique monétaire. Enfin, l'or est placé en «légère surpondération», compte tenu de ses caractéristiques de diversification dans le contexte actuel d'aversion au risque.

_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.