

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

Jeudi, 09/12/2019

Comme bien souvent, les marchés financiers n'ont pas connu un mois d'août aussi calme que les investisseurs partis en vacances l'auraient souhaité. Après deux mois durant lesquels la promesse de baisse des taux a impulsé les actions et les obligations, un tweet a suffi à ramener les investisseurs à la dure réalité des choses: les tensions commerciales et les incertitudes entourant la croissance mondiale ne sont pas à la veille de disparaître, tout comme les risques qui pèsent sur le sentiment et l'activité économique.

Dans ce contexte, il importe de faire la distinction entre les événements réels et potentiels. D'un point de vue objectif, le fait est que la croissance de l'économie mondiale continue de ralentir face à l'essoufflement de la dynamique cyclique, au tassement de l'activité industrielle et aux incertitudes entourant le commerce international et les conditions géopolitiques, ne serait-ce que les droits de douane américains et le Brexit. Jusqu'ici toutefois, la croissance reste soutenue par la résilience du secteur des services et de la consommation des ménages, avec un chômage faible voire en recul, des conditions financières accommodantes et une hausse des prix de l'immobilier.



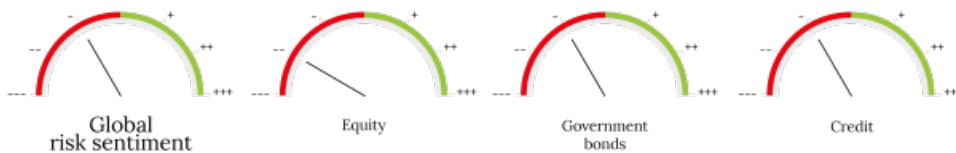
Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager



Maurice Harari
Senior Portfolio Manager



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Résister à la tentation

Comme bien souvent, les marchés financiers n'ont pas connu un mois d'août aussi calme que les investisseurs partis en vacances l'auraient souhaité. Après deux mois durant lesquels la promesse de baisse des taux a impulsé les actions et les obligations, un tweet a suffi à ramener les investisseurs à la dure réalité des choses: les tensions commerciales et les incertitudes entourant la croissance mondiale ne sont pas à la veille de disparaître, tout comme les risques qui pèsent sur le sentiment et l'activité économique.

Dans ce contexte, il importe de faire la distinction entre les événements réels et potentiels. D'un point de vue objectif, le fait est que la croissance de l'économie mondiale continue de ralentir face à l'essoufflement de la dynamique cyclique, au tassement de l'activité industrielle et aux incertitudes entourant le commerce international et les conditions géopolitiques, ne serait-ce que les droits de douane américains et le Brexit. Jusqu'ici toutefois, la croissance reste soutenue par la résilience du secteur des services et de la consommation des ménages, avec un chômage faible voire en recul, des conditions financières accommodantes et une hausse des prix de l'immobilier.

Le risque à l'horizon des prochains mois est manifestement la possibilité que la détérioration de l'activité industrielle et du sentiment des entreprises ne se propage au secteur des services et n'entame la confiance des consommateurs. Plus longtemps cette détérioration perdurera, plus les chances sont élevées que de telles répercussions puissent induire le scénario tant redouté d'une récession mondiale. Cependant, aucun signe n'indique que ce scénario est en train de prendre forme à ce stade. Par conséquent, il serait tout aussi imprudent de présumer qu'un scénario si négatif va se concrétiser que de partir du principe que les choses vont finir par s'arranger.

En fonction du scénario, les valorisations des actions ou des obligations pourraient être jugées soit trop élevées soit encore attrayantes compte tenu de l'assouplissement prononcé de la politique monétaire qui se dessine. Dans cette situation, la meilleure approche selon nous est de maintenir l'équilibre entre d'une part les actifs susceptibles de tirer parti d'une stabilisation de la croissance, tels que les actions, le crédit et la dette émergente, et d'autre part ceux susceptibles de protéger les portefeuilles dans l'hypothèse d'une récession mondiale. Ces derniers incluent les emprunts d'Etat, l'or et le yen japonais.

Nous considérons que le plus grand danger à ce stade est de céder à la tentation d'agir sans fondement factuel, au risque de déstabiliser l'allocation et de faire un pari injustifié. Tout en prenant acte de la montée des risques négatifs, nous conservons notre positionnement «prudemment neutre» et préférons remanier l'allocation au sein des classes d'actifs pour accroître la robustesse de nos portefeuilles.

_Adrien Pichoud

CONTEXTE ÉCONOMIQUE EN BREF ET ANALYSE GLOBALE

Plus la situation reste la même, plus elle devient binaire. Ce constat pourrait résumer un environnement macroéconomique qui présente les mêmes tendances depuis le début de l'année, sans évolution sensible ces dernières semaines: faiblesse persistante de l'activité industrielle cyclique et bonne tenue du secteur des services axé sur le marché intérieur. Etant donné que ce dernier pèse davantage dans le PIB que le secteur industriel, il suffit jusqu'ici à maintenir la croissance en territoire positif dans l'ensemble des pays développés, à l'exception de l'Allemagne où elle s'est contractée au 2^e trimestre.

Plus cette situation perdure, plus son issue revêt un caractère binaire. Alliée aux tensions et aux incertitudes persistantes sur le commerce mondial, la poursuite du ralentissement de l'activité manufacturière accroît indéniablement le risque de propagation au secteur des services et au sentiment des ménages, ce qui pourrait faire plonger l'économie en récession. La simple stabilisation de l'activité industrielle dans les pays développés suffirait toutefois à dissiper les craintes à court terme d'une récession et à favoriser le scénario d'une croissance économique de fin de cycle, faible certes, mais néanmoins positive, notamment dans le contexte de nouvelles mesures de soutien monétaire. Autrement dit, la divergence entre le secteur industriel et celui des services ne saurait durer éternellement et, en fonction du secteur dont la tendance s'inversera, les craintes grandissantes entourant la conjoncture mondiale pourraient se révéler infondées – ou justifiées. Dans l'un ou l'autre scénario, il est quasiment acquis que les banques centrales vont assouplir leur politique, ne serait-ce qu'au regard de l'atonie de l'inflation et des pressions inflationnistes.

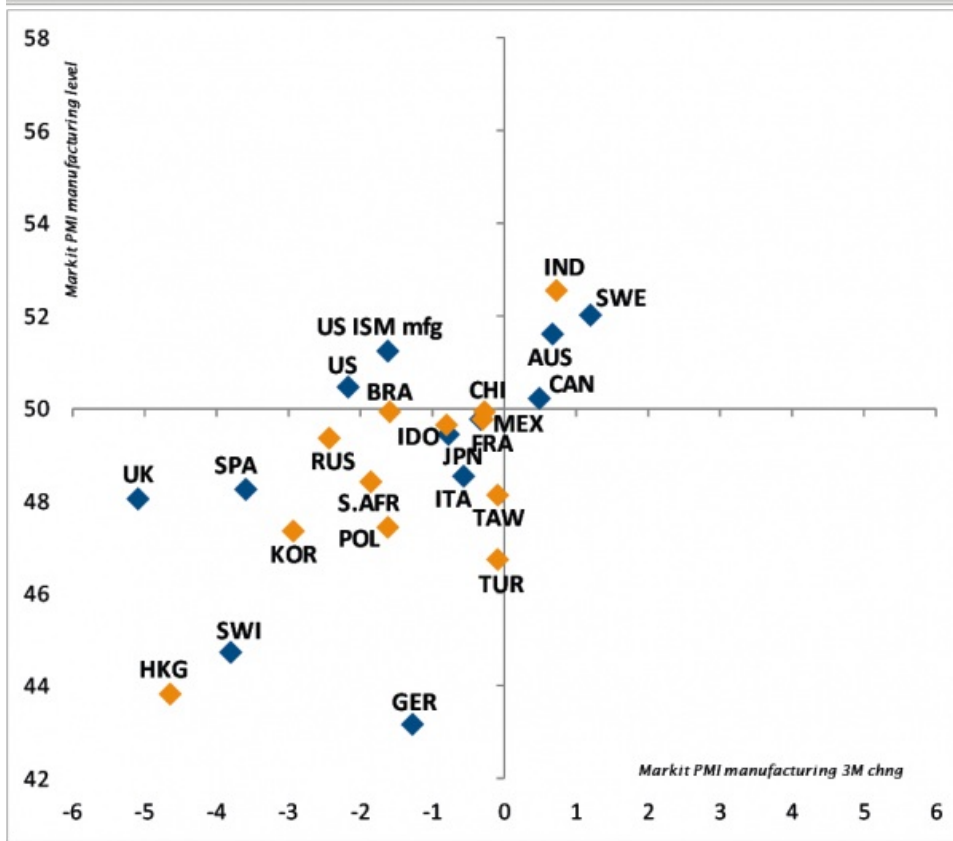
Croissance

L'économie mondiale continue globalement de décélérer sous l'effet combiné des mêmes difficultés que les mois précédents: ralentissement du commerce mondial et des investissements lié aux taxes douanières américaines et chinoises, incertitudes sur les échanges commerciaux et craintes entourant le Brexit en Europe. Rien n'indique à ce stade que le ralentissement ne s'amenuise ni ne s'inverse.

Inflation

L'inflation reste faible et essentiellement inférieure à l'objectif des banques centrales dans les pays développés et les pays émergents. Des signes de stabilisation commencent toutefois à apparaître aux Etats-Unis et en Europe, principalement du fait de facteurs techniques. Il s'ensuit néanmoins que la tendance déflationniste du premier semestre 2019 pourrait être sur le point de s'inverser.

L'activité industrielle mondiale se contracte désormais face aux incertitudes commerciales



Source
SYZ AM, Factset. Données au 31.08.2019.

Orientation des politiques monétaires

Après le revirement spectaculaire et très médiatisé des banques centrales en faveur d'un assouplissement monétaire imminent, l'heure est maintenant venue pour elles de tenir leurs promesses. La Réserve fédérale américaine a déjà abaissé son taux directeur en juillet et est susceptible de poursuivre sur cette voie en septembre.

Economies développées

Les indicateurs économiques aux Etats-Unis restent mitigés, avec un léger tassement, mais pas de contraction de l'activité industrielle et un secteur des services et une consommation des ménages qui demeurent solides grâce au bas niveau du chômage et aux conditions de crédit accommodantes. Dans ce contexte, les craintes de récession ou l'assouplissement monétaire attendu de la part de la Fed reposent sur le risque que le ralentissement mondial et les taxes douanières puissent considérablement affecter l'activité à l'avenir. Ce risque n'est manifestement pas à écarter, mais rien n'indique pour l'heure qu'il se concrétise.

En Europe, l'impact du ralentissement de la demande mondiale d'exportations industrielles affecte déjà sévèrement la croissance et continue de mettre à mal l'Allemagne, qui dépend fortement de son secteur manufacturier. Cependant, non sans rappeler la situation aux Etats-Unis, l'effet combiné du recul du chômage, de la bonne tenue du marché du logement et des conditions de crédit accommodantes soutient l'activité au plan intérieur et aide la croissance dans la majeure partie de la zone euro à se stabiliser à un niveau faible, mais positif. Néanmoins, compte tenu de la faiblesse des pressions inflationnistes et des risques qui pèsent sur les perspectives de croissance, la BCE conserve de bonnes raisons d'assouplir sa politique à l'horizon des prochains mois. S'agissant de la Suisse, la combinaison du ralentissement de l'activité industrielle dans la zone euro et de la baisse probable des taux de la BCE est très négative d'un point de vue macroéconomique. Elle pèse deux fois plus sur une part importante de l'économie, via la diminution de la demande d'exportations suisses et via l'impact du raffermisssement du franc suisse par rapport à l'euro. Les possibilités pour la Banque nationale suisse de contrer ces dynamiques sont limitées. De la même manière, la Banque du Japon a peu d'options pour lutter contre le ralentissement de l'inflation induit par l'appréciation du yen.

Economies émergentes

Le ralentissement de la croissance mondiale et les incertitudes entourant le commerce et les droits de douane freinent progressivement les économies émergentes en dépit d'une demande intérieure relativement résiliente. L'Europe de l'Est ressent les effets du ralentissement de l'activité industrielle en Allemagne, l'Asie du Sud-Est est directement exposée aux retombées des tensions commerciales sino-américaines, et les situations locales comme les tensions entre le Japon et la Corée du Sud ne font qu'ajouter à l'instabilité au niveau des échanges commerciaux.

Dans ce contexte, la tendance à la baisse des taux et à l'assouplissement des conditions de crédit déjà à l'œuvre depuis plusieurs mois semble appelée à se poursuivre, d'autant plus que la Fed et la BCE se dirigent à nouveau vers de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif.

_Adrien Pichoud

Indice mondial de l'activité dans les secteurs manufacturier et des services.

L'activité manufacturière mondiale se contracte désormais, tandis que le secteur des services résiste jusqu'ici et soutient la croissance mondiale



Source

SYZ AM, Factset. Données au 31.08.2019

Analyse de l'équipe Asset Valuations & Investment Strategy Group

Risque et duration

Nous avons maintenu notre positionnement vis-à-vis du risque à «légère sous-pondération», bien que nous ayons été tentés de réduire l'exposition des portefeuilles au risque face à la récente détérioration du sentiment du marché. Néanmoins, nous avons adopté un moyen indirect pour réduire le risque en agissant sur la structure de nos stratégies en actions et en obligations de telle sorte à les rendre plus défensives.

Nous avons préféré cette tactique, car nous sommes déjà positionnés de manière prudente en ce qui concerne notre exposition aux actions. En outre, les valorisations boursières sont restées stables au deuxième trimestre et ne se sont pas détériorées de façon suffisante pour justifier une modification sensible de notre positionnement en actions.

Bien que les risques macroéconomiques négatifs, à savoir le risque de récession, s'accroissent à mesure du prolongement du ralentissement de la croissance mondiale, nous continuons d'estimer que le scénario le plus probable est que la croissance mondiale ne passera pas dans le rouge. Au contraire, elle devrait se stabiliser à un rythme certes faible, mais néanmoins positif, grâce à l'assouplissement généralisé des politiques monétaires et au soutien qu'il procure à la consommation intérieure dans les pays développés. Les éléments matériels du point de vue macroéconomique sont insuffisants pour nous amener à modifier notre scénario ou positionner nos portefeuilles en vue d'une récession.

Pour finir, la réduction de l'allocation globale en actions pourrait déstabiliser les portefeuilles et les rendre plus vulnérables à une éventuelle correction dans l'hypothèse d'une forte remontée des taux d'intérêt consécutive à la stabilisation des indicateurs économiques et à l'embellie du sentiment du marché.

Le positionnement sur la duration est également maintenu à «légère sous-pondération». Bien qu'il existe un risque de hausse des taux d'intérêt en cas de bonnes surprises sur le front macroéconomique, ce risque nous semble faible compte tenu des obstacles structurels à l'accélération de l'inflation, de la perspective de maintien du bas niveau des taux d'intérêt pour une période prolongée et du fait que les risques pesant sur la croissance penchent du côté négatif.

Le positionnement sur le risque reste inchangé à «légère sous-pondération», mais nous orientons la structure des portefeuilles en faveur des marchés et des actifs plus défensifs sans toutefois altérer l'équilibre global des portefeuilles.

— Maurice Harari

Marchés actions

Nous avons rehaussé les marchés actions japonais et suisse (avec une exposition aux devises ouverte) à «légère surpondération». Ces deux marchés présentent en effet un profil défensif sur les plans sectoriel et de la qualité des bilans des entreprises. Dans le même temps, ils participent dans une certaine mesure à la diversification grâce au statut de valeurs refuges du yen japonais et du franc suisse.

Notre opinion vis-à-vis des actions de la zone euro en général reste inchangée à «légère sous-pondération», mais nous affichons un degré de prudence élevé et une plus forte défiance vis-à-vis des actions allemandes au regard de la conjoncture préoccupante et du poids important du secteur automobile en Allemagne. Nous veillons également à éviter une exposition excessive aux valeurs cycliques et aux banques européennes.

Concernant les marchés émergents, nous rétrogradons le Mexique à «légère sous-pondération», l'effet combiné des risques géopolitiques et liés à la situation politique intérieure nous conduisant à le différencier des marchés émergents dans leur ensemble, que nous maintenons à «légère surpondération».

Marchés obligataires

Nous abaissons notre opinion à l'égard de la dette émergente en monnaie forte et en monnaie locale d'un cran, à «légère sous-pondération» et «sous-pondération» respectivement, compte tenu des incertitudes grandissantes entourant l'évolution de la croissance mondiale, des turbulences en Argentine et à Hong Kong et des risques négatifs qui pourraient menacer les taux de change s'agissant de la dette en monnaie locale.

Par contre, nous rehaussons notre opinion vis-à-vis des emprunts d'Etat nominaux à «légère surpondération», car nous sommes enclins à conserver une certaine exposition aux taux de haute qualité au niveau des portefeuilles aux fins d'équilibrage. Notre opinion à l'égard du crédit Investment Grade et des titres à haut rendement reste inchangée à «légère sous-pondération» et «sous-pondération» respectivement, sachant que nous l'avions déjà rétrogradée le mois dernier.

Enfin, nous abaissons notre positionnement sur la dette russe en monnaie locale à «légère sous-pondération». Après une solide performance depuis le début de l'année, nous décelons un tassement du rouble et les taux russes nous semblent offrir une moindre valeur relative. Le sentiment positif des investisseurs qui a soutenu le rouble cette année semble se ternir quelque peu suite à l'annonce d'une nouvelle série de sanctions américaines à l'encontre de la Russie.

Marché des changes, produits alternatifs et liquidités

Nous rehaussons notre opinion sur le franc suisse à «légère sous-pondération», bien que le franc semble relativement onéreux sur la base de la parité de pouvoir d'achat et à l'aune d'autres critères de valorisation. La faible marge de manœuvre de la Banque nationale suisse pour contrer la pression haussière sur le franc et le statut de valeur refuge de la monnaie helvétique en font une allocation défensive potentiellement précieuse.

Nous continuons de privilégier le dollar US au détriment de l'euro, malgré la valorisation plus élevée du billet vert, car il offre de meilleures perspectives de croissance et un écart de rendement qui reste positif.

Enfin, l'or est classé à «légère surpondération» pour ses qualités de diversification dans un contexte 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-incluses. 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.