ASSET ALLOCATION INSIGHTS

Profitez de tendances saisonnières porteuses

Jeudi, 11/11/2021

Nous maintenons notre opinion positive à l'égard des actifs risqués et des actions en particulier. À court terme, nous continuons de penser que la croissance robuste des bénéfices permettra de compenser largement la normalisation progressive à venir des politiques budgétaires et monétaires.

- Bien que l'incertitude envers les politiques monétaires se renforce et que certains de nos indicateurs techniques se dégradent depuis peu, les actions demeurent la classe d'actifs la plus attractive grâce aux solides perspectives de croissance, aux rendements réels négatifs des obligations, à la dynamique positive des bénéfices et à des effets saisonniers favorables.
- D'un point de vue tactique, nous relevons notre opinion sur les actions japonaises de positive à « préférence », ainsi que sur les actions britanniques, dont notre vision passe de prudente à positive. Pro-cycliques par nature, ces deux marchés présentent des valorisations intéressantes et profitent d'une dynamique macroéconomique positive.
- Au regard des tensions inflationnistes actuelles et de la normalisation des politiques monétaires, nous identifions un risque haussier sur les taux à long terme et restons donc prudents vis-à-vis des obligations souveraines et des spreads.
- Nous maintenons également un positionnement prudent à l'égard des matières premières et gardons notre vision haussière (à court terme) sur le dollar. Notre allocation d'actifs tactique est résumée dans la matrice à la fin de ce numéro.

Charles-Henry Monchau
Chief Investment officer

Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management

Synthèse de revue des indicateurs

Synthèse de revue des indicateurs

Facteurs macroéconomiques & fondamentaux (indicateurs avancés)

- Cycle macroéconomique : **ORIENTATION POSITIVE (=)**
- Liquidité : **ORIENTATION NEUTRE (=)**
- Croissance des bénéfices : **ORIENTATION POSITIVE (=)**
- Valorisations : **ORIENTATION NEUTRE (=)**

Facteurs de marché (indicateurs concomitants)

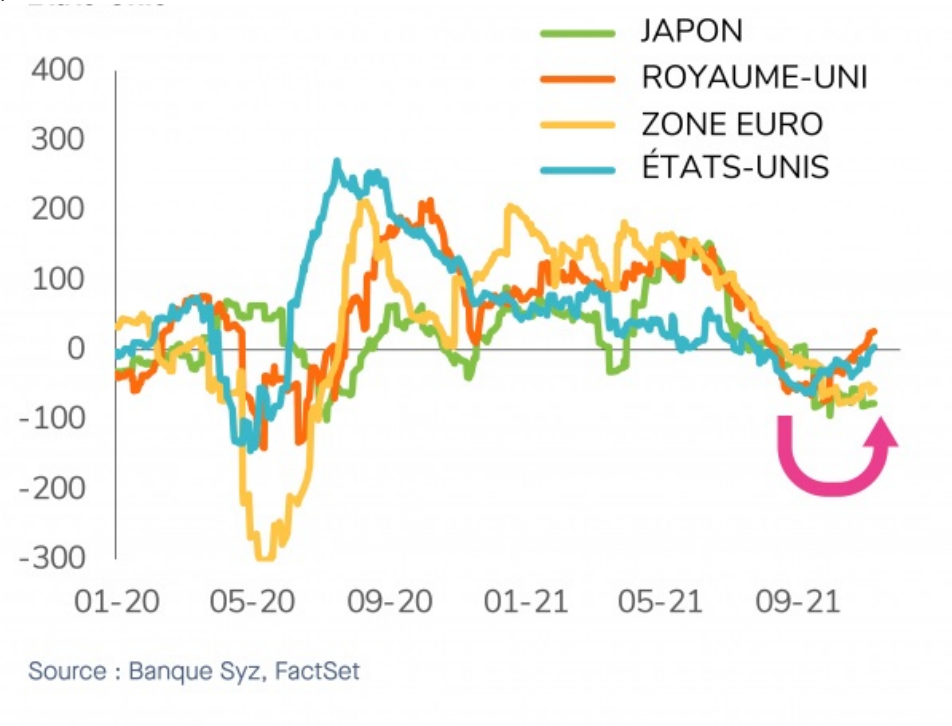
- Facteurs techniques du marché (largeur, sentiment, etc.): **ORIENTATION NEUTRE (=)**

Indicateur N°1

CYCLE MACROÉCONOMIQUE : Orientation positive (inchangée)

La croissance mondiale reste forte, malgré la dissipation progressive de l'effet « reprise Covid ». L'expansion est généralisée dans la production manufacturière et les services, même si la dynamique s'essouffle par rapport au 1er semestre 2021. Fait positif ces dernières semaines, les chiffres de l'économie ont cessé de surprendre négativement et deviennent même supérieurs aux attentes aux États-Unis et au Royaume-Uni (cf. graphique ci-dessous). En revanche, et c'est plus inquiétant, la croissance chinoise a ralenti cette année sous l'effet de la normalisation des conditions de crédit et des contraintes sur l'offre. À court terme, nous pensons que les autorités chinoises n'ont pas la volonté d'accélérer l'impulsion du crédit : la dynamique de croissance devrait donc demeurer affaiblie dans les prochains mois, au moins jusqu'à mars 2022. Ces perspectives de croissance dégradées en Chine sont, dans une certaine mesure, compensées par la dynamique soutenue qui s'observe aux États-Unis, où la croissance du PIB accélère à nouveau nettement après un « trou d'air » au 3è trimestre. L'inflation des prix et celle des salaires atteignant un sommet sur 10 ans, nous pensons que les goulets d'étranglement culminent et devraient bientôt donner lieu au pic de l'inflation. Nous estimons toujours, en effet, que l'inflation plus élevée dans les pays développés en 2021 résulte essentiellement de facteurs passagers. L'inflation devrait rester forte à moyen terme mais nous prévoyons ensuite qu'elle convergera progressivement vers l'objectif des banques centrales tout au long de 2022.

Les surprises économiques cessent d'être négatives et pourraient même redevenir positives d'ici la fin de l'année aux États-Unis



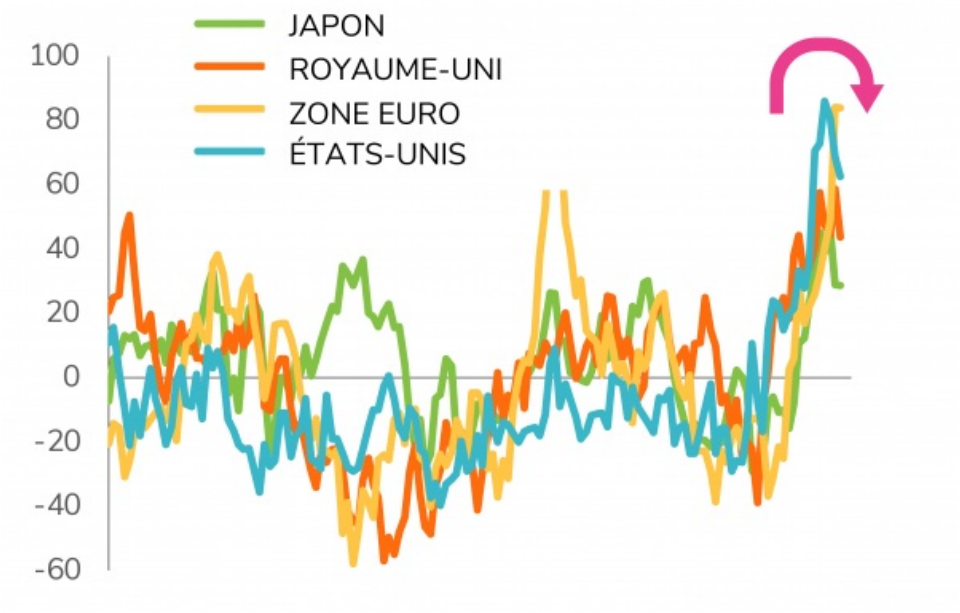
Source
Banque Syz, FactSet

Indicateur N°2

LIQUIDITÉ : Orientation neutre (inchangée)

Les mesure de relance budgétaire et monétaire sont de toute évidence les principaux moteurs de la reprise économique mondiale actuellement à l'œuvre. Du côté de la politique monétaire, soulignons que les banques centrales du G3 poursuivent l'expansion de leur bilan, mais beaucoup moins vite qu'il y a 1 an. De nombreuses économies commencent à évoquer la normalisation de la politique monétaire, le retrait progressif des achats d'actifs et le relèvement des taux. Sur ce dernier sujet, les postures semblent néanmoins diverger en fonction des pays, dont beaucoup sont confrontés à une hausse importante des prix à la consommation. Les banques centrales auraient la possibilité de contrer cette tendance par des outils de politique monétaire (en relevant les taux, c'est-à-dire en réduisant l'accès au crédit et en ralentissant la création de valeur). Ce cycle de hausse des taux a déjà commencé dans les pays émergents et certaines banques centrales des marchés développés sont tentées d'en faire de même. Mais toutes n'estiment pas que des contremesures soient nécessaires dans l'immédiat. Étant donné l'endettement élevé du système (économies et marchés), nous pensons qu'une certaine prudence est de mise, car un accroissement des taux réels pourrait mettre en péril la reprise économique. Le fait que les surprises positives des chiffres de l'inflation soient potentiellement à un point culminant dans les marchés développés (cf. graphique ci-dessous) offrira peut-être un peu de répit aux banques centrales. Si la Chine maintient pour le moment le durcissement de sa politique monétaire, la plupart des autres grandes économies continuent de bénéficier de conditions ultra-expansionnistes. L'impact des mesures de politique budgétaire sur les PIB devient négatif, en particulier dans les pays développés : ainsi, les États-Unis devront notamment faire face à une falaise budgétaire en 2022.

Les surprises positives d'inflation atteignent peut-être un point culminant



Source
Banque Syz, FactSet

Indicateur N°3

CROISSANCE DES BÉNÉFICES : Orientation positive (inchangée)

Les résultats du 3è trimestre ont été relativement solides, mais moins impressionnants qu'au trimestre précédent en raison d'un effet de comparaison moins favorable. Plus de 80 % des sociétés ont publié des résultats supérieurs aux estimations aux États-Unis. Toutefois, le marché a fait preuve d'un peu plus de condescendance,
ne récompensant que légèrement les émetteurs dont les résultats étaient meilleurs que prévu tout en sanctionnant les mauvais élèves plus durement que lors des précédents trimestres. Nous pensons désormais que la croissance des bénéfices va se normaliser dans le cadre d'une dynamique toujours positive qui soutiendra des marchés actions.

Indicatuer N°4

VALORISATIONS : Orientation neutre (inchangée)

D'un point de vue absolu (ratios PER), les valorisations des actions américaines sont devenues légèrement moins attractives ces dernières semaines. D'un point de vue relatif (comparé aux obligations), peu d'améliorations sont visibles, car les rendements souverains progressent. Cela étant, les valorisations des actions demeurent intéressantes par rapport à celles des obligations. Le constat est le même en Europe, au Royaume-Uni et au Japon.

Valuations et moyenne sur 15 ans

Equity market	CAPE	Forward P/E	Trailing P/E	P/B	Dividend yield
US	35 (23)	21 (16)	26 (19)	4.7 (2.8)	1.4 (2.0)
UK	14 (13)	12 (12)	18 (14)	1.8 (1.8)	3.7 (3.8)
Europe ex. UK	13 (16)	16 (14)	[illegible] (17)	2.2 (1.7)	2.2 (3.2)
Japan	22 (22)	15 (14)	18 (16)	[illegible] (1.9)	2.0 (2.0)
EM	15 (15)	13 (12)	15 (14)	[illegible] (1.7)	[illegible] (2.6)

Key: >20% | 5-10% | 0-5% | 10-20% | <20%
Expensive | Cheap

Source
Schroders

Indicateur N°5

FACTEURS TECHNIQUES DU MARCHÉ : Orientation neutre (inchangée)

Après le rebond prononcé de cette année, les indicateurs techniques sont tendus. Soulignons que les signaux à haute fréquence (indicateurs techniques et de volumes, comme RSI et MACD) dépeignent des surachats considérables et justifient par conséquent un répit au niveau du marché haussier. En revanche, les indicateurs de tendance et de largeur du marché restent positifs et annoncent donc la poursuite de la progression de l'indice S&P 500. L'image fournie par les indicateurs de sentiment est contrastée ; cependant le ratio entre les options de vente et d'achat correspond à de simples signes d' « exubérance irrationnelle », et l'indice VIX, tout comme le ratio Bull/Bear, ne reflète pas de complaisance extrême à ce stade. L'orientation de nos indicateurs techniques est donc globalement neutre.

Classes d'actifs et préférences

ALLOCATION AUX ACTIONS : Positive

Pour le mois prochain, nous maintenons une allocation positive aux actions. Dans le contexte actuel de croissance économique positive et de taux d'intérêt faibles, les actions demeurent clairement la classe d'actifs la plus intéressante. Le risque de correction augmente toutefois, avec le durcissement de ton des banques centrales et les menaces baissières sur les perspectives de croissance économique, alors que les anticipations de bénéfices ont été considérablement revues à la hausse. Notre processus agile d'allocation d'actifs tactique devrait nous guider à travers un environnement de marché qui s'annonce plus instable et plus incertain.

D'un point de vue sectoriel, nous maintenons la préférence de long terme pour le thème de la croissance séculaire. À court terme, en revanche, la réaccélération soutenue de la croissance américaine justifie une allocation tactique à des thèmes cycliques (énergie et finance). Géographiquement parlant, nous continuons de préférer les actions de la zone euro (forte croissance des bénéfices et valorisations en ligne avec la moyenne historique) et les actions américaines (valorisations chères, mais plus forte rentabilité des capitaux propres). Notre opinion à l'égard du Japon passe de positive à « préférence » pour les raisons suivantes : 1) Important levier opérationnel (sensibilité élevée à la croissance) ; 2) affaiblissement du yen ; 3) amélioration de la croissance macroéconomique et 4) Nouveau leadership politique. De plus, nous relevons de prudente à positive notre opinion envers les actions britanniques, car les surprises macroéconomiques deviennent favorables alors que les valorisations sont intéressantes. Parallèlement, notre opinion des actions chinoises passe de positive à prudente, car le ralentissement de la croissance et la répression réglementaire devraient continuer de peser sur le sentiment.

ALLOCATIONS AUX OBLIGATIONS: Prudence maintenue envers la duration, la courbe des taux et les spreads

Nous restons prudents à l'égard des obligations souveraines en raison de la montée des tensions inflationnistes (au moins à court terme) et de la normalisation des politiques monétaires. Pour autant, la partie courte de la courbe devient plus intéressante depuis l'aplatissement baissier qui vient d'avoir lieu aux États-Unis et sur les marchés cœur de la zone euro. D'un point de vue géographique, nous maintenons la préférence pour la courbe des pays cœur EUR par rapport à la courbe USD en raison de la croissance plus affaiblie dans la zone euro, du soutien accru de la BCE et des facteurs techniques défavorables aux États-Unis (malgré une amélioration récemment). Nous maintenons également notre prudence concernant tout le spectre du crédit, à cause des valorisations (spreads très tendus). Un repli du crédit High Yield américain offrirait une opportunité d'achat. Notre opinion demeure positive envers la dette subordonnée, dont le marché paraît mature et résistant, et continue de présenter quelques primes alors que l'environnement actuel demeure favorable aux banques. Nos perspectives sont toujours positives pour la dette émergente, dont la correction apporte des valorisations plus attractives. Nous continuons d'apprécier le haut rendement asiatique, où les opportunités sont nombreuses du fait du mouvement actuel de repli.

Matières premières: Prudence toujours de mise et maintien de l'exposition à l'or

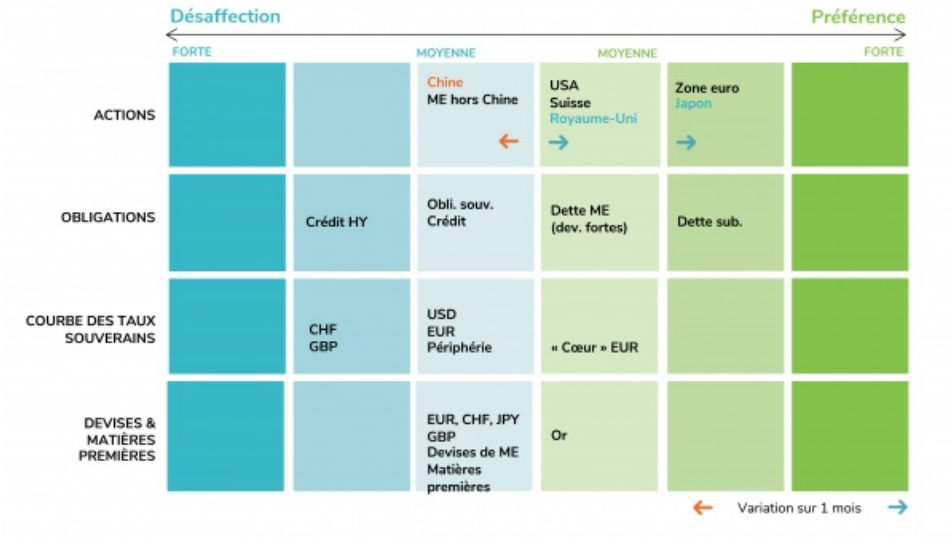
Les matières premières nous inspirent toujours un sentiment de prudence. La classe d'actifs connaît sa meilleure année depuis le choc pétrolier de 1973, mais le mouvement haussier récent est suracheté, selon nous, et probablement davantage dicté par la panique qu'uniquement par l'état des fondamentaux. Certains segments de matières premières (matériaux industriels, par ex.) commencent à souffrir du fléchissement des perspectives de croissance en Chine. Nous maintenons notre exposition à l'or. Le potentiel haussier du métal jaune dépend encore de l'ampleur de la marge de compression des taux réels américains. Des signes encourageants de raffermissement sont néanmoins apparus dernièrement sous l'effet de la quête d'outils de diversification pour les portefeuilles des investisseurs multi-actifs.

Devises: Haussiers sur le dollar

Les taux réels et la dynamique macroéconomique continuent de peser sur la tendance du taux de change EUR/USD. Les moteurs fondamentaux favorisent toujours l'appréciation du CHF à moyen terme, mais l'environnement actuel soutient l'USD. Le risque de stagflation au Royaume-Uni ternit les perspectives à court terme de la GBP.

Positionnement tactique: Notre matrice d'allocation d'actifs

Positionnement tactique: Notre matrice d'allocation d'actifs



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.