

Notre point de vue mensuel sur l'allocation d'actifs (avril 2017)

Vendredi, 04/07/2017

D'un point de vue rétrospectif, la principale critique que d'aucuns pourraient formuler est que les investisseurs ont été légèrement trop prompts à se montrer prudents vis-à-vis des actifs risqués.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Hartwig Kos



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic
Strategist



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager

- En dépit d'une croissance mondiale indéniablement positive, le décalage grandissant entre la forte accélération indiquée par les données subjectives et la tendance plus modérée des données objectives induit une certaine incertitude s'agissant des perspectives.
- Il existe actuellement une asymétrie entre la hausse potentielle des actifs risqués et leur possible baisse.
- L'élection présidentielle française pourrait bien constituer le point d'entrée pour revenir sur les marchés actions, en particulier sur les marchés européens.

En attendant Godot?

D'un point de vue rétrospectif, la principale critique que d'aucuns pourraient formuler est que les investisseurs ont été légèrement trop prompts à se montrer prudents vis-à-vis des actifs risqués. Bien que notre analyse de la situation économique ait été – et demeure – globalement positive, le niveau élevé des valorisations des actions, notamment aux Etats-Unis, et dans l'univers du crédit (plus précisément dans le segment du haut rendement) nous a empêchés jusqu'ici d'être plus audacieux. Par conséquent, il semble légitime de se demander si nous ne sommes pas en train d'attendre Godot...

A notre avis, ce n'est pas le cas. En premier lieu, nous n'avons pas été trop pessimistes, mais avons au contraire maintenu une exposition relativement prudente, sachant que notre positionnement tactique vis-à-vis du risque demeure en mode de «légère» aversion depuis janvier. De fait, sans envisager une correction prononcée des marchés, nous avons conservé des munitions pour pouvoir réinvestir dès que les valorisations seront devenues plus attractives et/ou que certaines incertitudes se seront dissipées. Dans l'intervalle, nous restons convaincus qu'il existe actuellement une asymétrie entre la hausse potentielle des actifs risqués et leur possible baisse. Dès lors, compte tenu du niveau élevé des valorisations, nous avons alloué le risque de façon plus sélective entre les différentes classes d'actifs et au sein de chacune d'entre elles. La réaction du marché au dernier relèvement des taux de la Réserve fédérale américaine (Fed) et au premier revers infligé aux projets de Donald Trump (immigration, Obamacare) a conforté notre opinion et notre positionnement. En l'absence d'évolution sensible des perspectives économiques et du schéma d'allocation d'actifs, nous ne décelons à ce stade aucune raison de modifier notre approche à l'égard du risque et de la duration.

Nous restons positifs vis-à-vis des actions, en particulier des actions non-américaines et européennes, sachant qu'elles sont clairement susceptibles de surperformer au second semestre de cette année une fois que la prime de risque politique en Europe se sera résorbée. Pour le moment, l'élection présidentielle française et les tweets de Donald Trump continuent de détourner l'attention des investisseurs internationaux. Tôt ou tard cependant, ils réaliseront sans aucun doute que la croissance de la zone euro est aussi solide que la croissance américaine avec en plus une marge de rattrapage considérable. La Banque centrale européenne (BCE) ne devrait pas tarder à réduire ses mesures de soutien et l'euro n'est pas (encore) mort. En parallèle, l'impact effectif du programme de relance de Donald Trump a peu de chances d'être à la hauteur des fortes anticipations déjà intégrées dans les cours. Dans ce contexte, notre exposition favorable sélective à certaines obligations en monnaie forte et en monnaie locale devrait également offrir de meilleures performances ajustées en fonction du risque que le crédit américain par exemple. Les bons du Trésor américain, quant à eux, sont sans doute moins menacés par une forte hausse des taux que les Bunds allemands ou les emprunts d'Etat japonais.

Dans ce contexte de relèvement des taux des fonds fédéraux qui ne s'accompagne pas d'un raffermissement du dollar ni d'une envolée des taux longs américains, les surprises – et donc les changements majeurs de tendance des marchés – pourraient désormais provenir d'autres grandes zones économiques ou d'autres banques centrales. Si l'on assiste effectivement à une accélération généralisée et synchronisée du PIB nominal – par rapport aux niveaux déprimés de ces dernières années –, les meilleures opportunités se situent certainement en dehors des actions américaines et des marchés du crédit. Pour le coup, Godot va réellement arriver.

Fabrizio Quirighetti

Sentiment de risque global

Appétit pour le risque



Aversion au risque

Préférences dans les classes d'actifs

Actions



Emprunts d'Etat



Crédit



Contexte économique en bref

La situation économique mondiale a peu évolué au cours des dernières semaines: les économies développées continuent de profiter d'une dynamique cyclique positive, qui est toutefois plus prononcée dans les enquêtes de sentiment des entreprises et des ménages que dans les données sur l'activité réelle. Les économies émergentes affichent des tendances moins nettes. En effet, des facteurs particuliers et des pressions inflationnistes entraînant des politiques monétaires restrictives les empêchent de tirer parti de la dynamique positive des marchés développés autant que par le passé. La pérennité de cette orientation favorable de la croissance mondiale dépend de trois questions clés: l'administration Trump sera-t-elle en mesure de mettre en œuvre un plan de relance budgétaire à la hauteur des fortes attentes accumulées ces derniers mois? La Fed parviendra-t-elle à normaliser progressivement sa politique sans affecter l'activité économique et la confiance des marchés? Le calendrier politique européen nuira-t-il à la fermeté actuelle de la croissance? Ces questions auront trouvé une réponse (au moins partielle) avant le début de l'été, si bien que les prochains mois constitueront potentiellement un tournant.

Croissance

En dépit d'une croissance mondiale indéniablement positive, le décalage grandissant entre la forte accélération indiquée par les données subjectives et la tendance plus modérée des données objectives induit une certaine incertitude s'agissant des perspectives. Ce décalage a peu de chance de perdurer et la manière dont il va se résorber aura une influence déterminante sur les perspectives de croissance du second semestre 2017. Tout en ayant le sentiment que l'embellie ne sera pas aussi spectaculaire que les enquêtes ne le laissent penser, nous admettons qu'il existe pour le moment des risques aussi bien positifs que négatifs.

Inflation

L'inflation affiche une dynamique positive généralisée ces derniers temps, impulsée principalement par les effets de base sur les cours du pétrole dans les pays développés et la faiblesse des monnaies de certains pays émergents. Cette tendance pourrait persister, mais ne changera pas la faiblesse fondamentale des pressions inflationnistes sous-jacentes, en particulier au sein des marchés développés. Les effets de base sont susceptibles de se dissiper au fil du temps, comme en Europe, où l'inflation globale pourrait déjà avoir atteint son plus haut.

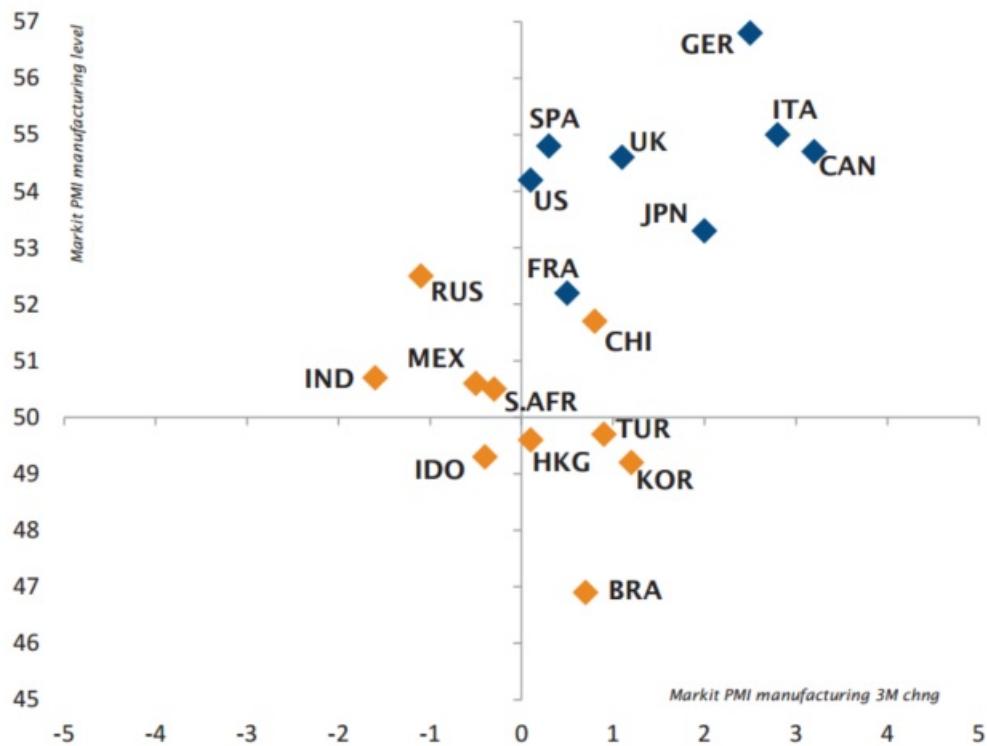
Orientation des politiques monétaires

Globalement, la politique monétaire devrait rester relativement accommodante dans les pays développés et plutôt restrictive dans les pays émergents, où la faiblesse des monnaies et les pressions inflationnistes qui en découlent requièrent des taux plus élevés. Aux Etats-Unis, la poursuite du relèvement des taux dépendra du maintien d'une tendance positive sur les plans de la croissance et de l'inflation. La BCE pourrait également envisager de réduire progressivement ses mesures d'assouplissement quantitatif, mais ce uniquement une fois que le risque politique immédiat aura été surmonté.

La pérennité de cette orientation favorable de la croissance mondiale dépend de trois questions clés qui auront trouvé une réponse avant le début de l'été.

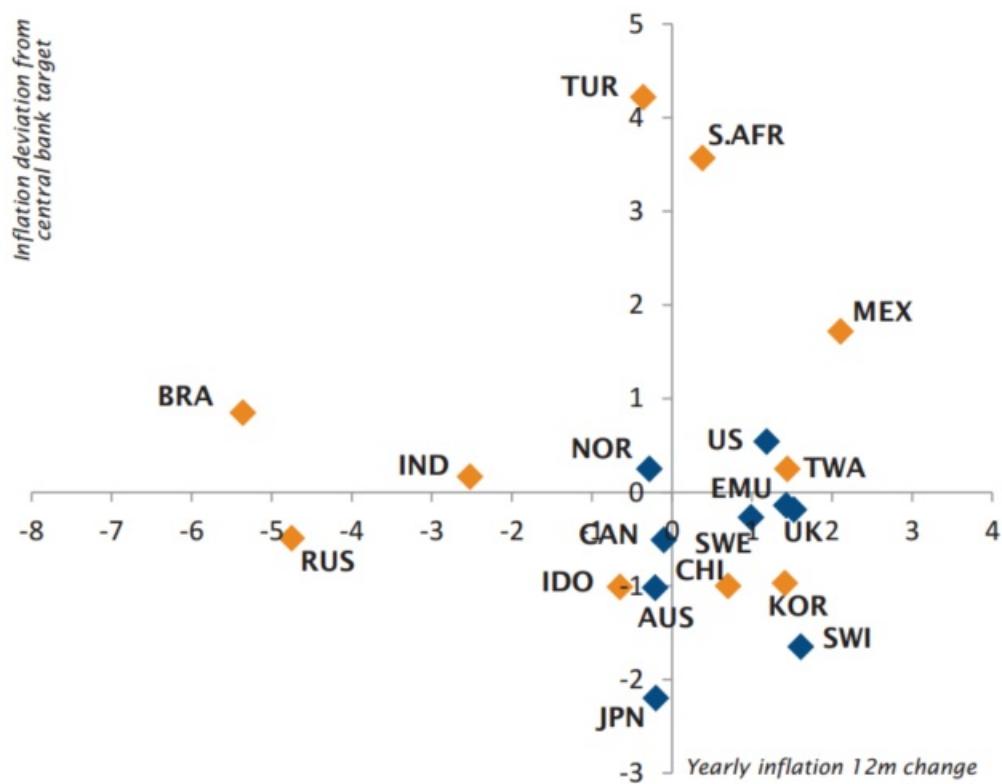
— **Adrien Pichoud**
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- Tendances et niveau de l'indice PMI manufacturier



Source: SYZ Asset Management

- Tendance de l'inflation et écart par rapport à l'objectif de la banque centrale



Source: SYZ Asset Management, Datastream

Economies développées – Une conjoncture au mieux?

Aux Etats-Unis, le maintien du ton positif des enquêtes de conjoncture a amené la Fed à relever ses taux le 15 mars dernier. Cependant, le décalage entre les enquêtes, qui annoncent une forte accélération de la croissance, et les données réelles, qui ne dénotent pas encore d'amélioration sensible, continuent de plaider pour la prudence. Les fortes anticipations entourant la relance budgétaire pourraient être refroidies par la complexité de la situation sur le plan législatif, avec le retour d'un plafond sur la dette publique américaine, des débats plus longs que prévu sur la réforme du dispositif Obamacare et des désaccords au sein du Parti républicain sur les contours de la réforme fiscale.

En Europe, abstraction faite du risque politique, la conjoncture macroéconomique est sans doute aussi favorable que l'on puisse l'espérer, avec une expansion généralisée fermement établie dans la zone euro, la dissipation des risques de déflation sans augmentation de l'inflation sous-jacente, et les conditions financières accommodantes que la BCE entend maintenir. En l'absence de choc de confiance négatif issu de l'élection présidentielle française, l'environnement économique devrait rester favorable et finalement conduire la BCE à envisager une nouvelle réduction de ses mesures de soutien.

Sans afficher la même dynamique cyclique que celle observée dans les pays occidentaux, les indicateurs au Japon dénotent néanmoins une expansion continue. Les dernières données sur les prix laissent transparaître une légère inversion du ralentissement constaté précédemment, éventuellement favorisée par la faiblesse du yen au quatrième trimestre, maintenant l'inflation en territoire tout juste positif et réduisant la pression sur la Banque du Japon.

Economies émergentes – L'inflation au cœur des préoccupations

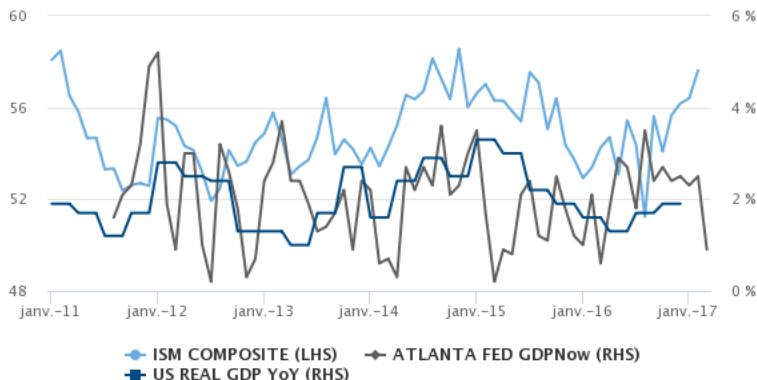
La dynamique du cycle économique parmi les économies émergentes est globalement positive, bien que dans une moindre mesure que celle des économies développées. La croissance chinoise semble s'être stabilisée à un niveau compatible avec une croissance du PIB comprise entre 6,5% et 7%, la contrariété sur ce plan tenant au fait que cette tendance est soutenue en grande partie par la forte croissance du crédit. Trouver le bon équilibre entre croissance et stabilité financière reste une tâche difficile pour les autorités chinoises.

L'inflation est une question plus épineuse dans le cas des pays émergents. La combinaison de facteurs tels que la baisse des taux de change, la hausse des cours du pétrole et la croissance du crédit, conduit les banques centrales à rester vigilantes et les oblige à maintenir des politiques monétaires relativement restrictives par rapport à celles des pays développés. Cette orientation a également pour effet de freiner l'élan du cycle économique et pourrait expliquer la relative faiblesse de leur dynamique de croissance par rapport aux pays occidentaux.

Adrien Pichoud

L'écart important entre enquêtes de conjoncture et «données effectives» rend incertaine l'évolution de la croissance américaine

Source:SYZ Asset Management, Bloomberg



Risque et duration

Aucun changement dans notre analyse. Le fait que le parti anti-UE de Geert Wilders ait échoué à obtenir suffisamment de suffrages pour prendre le contrôle aux Pays-Bas est clairement un événement positif. Néanmoins, le résultat de ce scrutin ne permet pas de tirer des conclusions en ce qui concerne l'issue de l'élection présidentielle en France. Nous pensons que cette dernière pourrait bien constituer le point d'entrée pour revenir sur les marchés actions (en particulier sur les marchés européens), mais il est encore trop tôt pour contempler cette perspective. De plus, l'impasse politique aux Etats-Unis sur le remplacement de l'Obamacare, le budget fédéral et la possible réforme fiscale est susceptible selon nous de décevoir plus encore les marchés actions. Dès lors, notre positionnement vis-à-vis du risque demeure en mode de légère aversion.

En ce qui concerne la duration, notre opinion reste inchangée: les marchés obligataires sont onéreux et les banques centrales s'orientent vers une politique moins accommodante. La réaction positive des investisseurs obligataires au relèvement des taux opéré par la Fed à la mi-mars est un signe favorable, mais elle témoigne surtout d'une gestion des anticipations de la part de la Fed. Nous sommes conscients que la BCE et la Banque du Japon pourraient à terme être contraintes de durcir le ton. Par conséquent, notre analyse à cet égard reste là aussi inchangée.

Depuis le revers subi par Donald Trump sur son projet d'abrogation et de remplacement du dispositif Obamacare, qui constituait l'une de ses promesses électorales, les indicateurs de la volatilité implicite des actions commencent clairement à remonter. Ils restent toutefois à des niveaux très bas, ce qui continue de dénoter l'excès de confiance des acteurs du marché à l'égard des risques potentiels.

— Hartwig Kos

Actions

Parmi les marchés actions, le seul segment qui semble présenter une valorisation attractive est la volatilité. Jusqu'à fin mars, la volatilité implicite des actions affichait les niveaux les plus bas constatés depuis plusieurs années. Dans le sillage des élections aux Pays-Bas, l'indice VSTOXX qui mesure la volatilité des actions européennes a chuté à 11,2%, signant ainsi un plus bas historique. D'aucuns estimeront que cette mesure de la volatilité est quelque peu inexacte, dans la mesure où les options dont les prix d'exercice sont très éloignés du niveau constaté de l'indice des actions sont surreprésentées dans cet indicateur. Néanmoins, même à considérer les niveaux de volatilité implicite des options proches de leur prix d'exercice, il apparaît clairement que la volatilité est bon marché. La mesure générique de la volatilité implicite des options à 1 mois à la monnaie a elle aussi plongé jusqu'à 12%. Le caractère bon marché de la volatilité des actions s'observe également aux Etats-Unis où le VIX a atteint un plus bas à 10,6% en janvier, au Japon où l'indice VXJ a atteint un creux à 14,5%, et parmi les marchés émergents où le VXEEM s'affichait à 14% début mars. Depuis le revers subi par Donald Trump sur son projet d'abrogation et de remplacement du dispositif Obamacare, qui constituait l'une de ses promesses électorales, tous les indicateurs de la volatilité des actions susmentionnés commencent clairement à remonter. Ils restent toutefois à des niveaux très bas, ce qui continue de dénoter l'excès de confiance des acteurs du marché à l'égard des risques potentiels. En ce qui concerne nos opinions, à l'exception de la rétrogradation de celles sur le Canada et la Norvège à «légèrement négative», nos préférences au niveau des pays sont restées inchangées. La rétrogradation du Canada et de la Norvège s'explique par leur forte orientation sur les valeurs des ressources naturelles, alliée à la chute de plus de 13% des cours du pétrole depuis le début de l'année.

Marchés obligataires

Comme évoqué les mois précédents, nous restons préoccupés par les valorisations des obligations. Cependant, le fait que le relèvement des taux de la Fed à la mi-mars s'est accompagné d'un rebond du marché des emprunts d'Etat américains indique qu'à très court terme, les bons du Trésor semblent s'être stabilisés. De plus, l'épreuve de force politique en cours aux Etats-Unis, et le fait que les pressions inflationnistes et la dynamique de croissance outre-Atlantique sont susceptibles de se maintenir en raison d'effets de base, permettent de tabler au minimum sur un environnement stable pour les obligations américaines à compter de maintenant. D'où notre préférence relative pour les bons du Trésor américain au détriment des autres marchés obligataires. A plus long terme cependant, un point d'interrogation subsiste quant à la pérennité du niveau actuel des rendements des emprunts d'Etat. Les risques politiques restent sous-estimés en Europe, et le fait que la BCE et la Banque du Japon seront au final contraintes de durcir le ton est susceptible de peser sur les marchés obligataires. Les emprunts d'Etat japonais en particulier sont à la merci d'une réévaluation, sachant qu'ils n'ont quasiment pas évolué depuis les élections américaines. Ce qui explique la modification de notre analyse.

Les risques politiques restent sous-estimés en Europe, et le fait que la BCE et la Banque du Japon seront au final contraintes de durcir le ton est susceptible de peser sur les marchés obligataires.



Marché des changes, produits alternatifs et liquidités

Les liquidités restent reines. En outre, la tendance de l'USD semble s'être infléchie. Nous avons évoqué le fait que la vigueur de l'USD semble excessive depuis plusieurs mois. Or le billet vert continue de grimper face aux anticipations de relèvement des taux d'intérêt de la Fed et aux espoirs d'une accélération de la croissance américaine induite par les mesures de relance de Donald Trump. La décision de la Fed de procéder à une hausse de taux plus tôt que les marchés ne s'y attendaient et le premier revers subi par Donald Trump dans la mise en œuvre de ses réformes ont entraîné une chute prononcée du dollar. Cette tendance devrait se poursuivre, voire même s'accélérer, sachant que les autres banques centrales occidentales vont devoir réévaluer leur politique monétaire.

Hartwig Kos

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.