

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

Lundi, 06/19/2017

L'incertitude politique pourrait bien rester la grande inconnue de l'équation économique actuelle.



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management



Fabrizio Quirighetti

Macroeconomic Strategist



Hartwig Kos



Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- L'incertitude politique pourrait bien rester la grande inconnue de l'équation économique actuelle.
- Les analystes ont commencé à revoir à la hausse leurs prévisions de chiffres d'affaires et de bénéfices des entreprises, signe que la valeur intrinsèque, découlant des bénéfices, fait son retour sur les marchés actions.
- L'intérêt pour les actions se concentre non pas sur les marchés émergents, mais dans le secteur technologique, qui ne cesse de surperformer depuis mi-2013.

On ne change pas une équipe qui gagne...

Vends en mai et fais ce qu'il te plaît? Peut-être vaut-il mieux y réfléchir à deux fois, car rien n'a véritablement changé depuis un mois. Alors que nous continuons à nous inquiéter des valorisations élevées au sein de nombreuses classes d'actifs, le contexte économique actuel – croissance acceptable sans les pressions inflationnistes conduisant à une normalisation progressive de la politique monétaire – reste favorable au risque. L'incertitude politique pourrait bien rester la grande inconnue de l'équation économique actuelle. En effet, nous ne sommes pas à l'abri d'une bombe politique, en particulier aux Etats-Unis, où le président Donald Trump semble vouloir faire cavalier seul. Malgré cela, il est extrêmement difficile de déterminer un point de basculement ou une confrontation internationale susceptible de peser sur les marchés. Il pourrait aussi bien s'agir des tensions latentes dans la péninsule coréenne, du terrorisme ou d'un tweet de Donald Trump. Par conséquent, nous conservons une légère préférence pour le risque, qui profitera des faibles niveaux de volatilité, tout en gardant de la protection en cas de correction. Nous tablons en effet sur ce scénario pour les mois à venir, ce qui nous permettrait d'accroître le risque à un meilleur point d'entrée.

L'histoire est-elle en train de se répéter?

Le contexte actuel de hausse des marchés actions et de faible volatilité rappelle la période 2005-2006: des valorisations boursières élevées, une reprise dans la zone euro, l'appréciation de l'euro face au billet vert et la Banque centrale européenne (BCE) à la veille d'une normalisation de sa politique monétaire. Même si certains considèrent le contexte actuel comme inédit ou exceptionnel, nous sommes convaincus que c'est l'histoire qui se répète, à quelques différences près. La différence majeure, c'est sans doute que l'intérêt pour les actions se concentre non pas sur les marchés émergents, mais dans le secteur technologique, qui ne cesse de surperformer depuis mi-2013. De plus, la dette mondiale a augmenté. Une hausse significative du niveau total des taux d'intérêt aurait donc des conséquences dramatiques (et entraînerait l'étape finale de «japonisation» des économies développées).

La volatilité devrait rester faible

Pour ce qui est du reste, rien n'a changé, si ce n'est que les primes de risque des actions et les spreads de crédit étaient encore plus faibles qu'aujourd'hui. Tant qu'aucun choc de grande ampleur ne vient faire dérailler l'économie mondiale ou compromettre la normalisation monétaire de la Réserve fédérale américaine (Fed), les pics de volatilité ne devraient guère durer et les niveaux de volatilité devraient rester bas. Dans ce contexte, nous privilégions légèrement les actions des marchés émergents d'Amérique latine, car la correction engendrée par le nouveau scandale politique au Brésil n'aurait pas dû se propager en dehors du marché actions brésilien. Si la similitude avec 2005-2006 se confirme, les taux d'intérêt américains à long terme devraient rester assez stables. Les seuls risques de hausse (temporaire) envisageables à court terme découleront non pas de l'accélération de la croissance américaine ou d'une modification soudaine du taux cible de la Fed, mais bien d'une réévaluation de la courbe des taux allemande. Cette dernière peut arriver d'un moment à l'autre, mais la BCE sait d'ores et déjà qu'elle va devoir mettre un terme à ses mesures exceptionnelles. Nous conservons donc notre stratégie d'aversion à la durée, en particulier sur les emprunts d'Etat allemands et japonais. Sur le marché des changes, en cohérence avec ce qui précède, nous pensons que l'euro va continuer à s'apprécier par rapport au dollar et que le portage va faire l'objet d'une grande convoitise. En effet, certaines devises des marchés émergents, telles que le MXN ou la TRY, continuent d'offrir d'assez faibles valorisations et des rendements absolu et relatif attractifs comparés, par exemple, aux faibles prévisions de rendement des obligations européennes à haut rendement, qui sont sous-pondérées depuis le mois dernier. A l'image de notre positionnement accru sur les actions européennes au cours du mois dernier, nous continuons de remanier notre portefeuille en fonction des poches de valeur (relative) que nous identifions.

_Fabrizio Quirighetti



Contexte économique en bref

Sous ce qui s'apparente à une économie mondiale en progression constante, un scénario inattendu s'est développé au cours des derniers trimestres: l'Europe affiche une croissance du PIB supérieure à celle des Etats-Unis. Sa dynamique cyclique l'emporte sur celle de la plupart des économies des marchés émergents. Quel revirement de situation! Il y a quelques années seulement, les crises successives au sein des économies périphériques, la crainte d'une désintégration de la zone euro et la récession européenne avaient fait de la zone euro le vilain petit canard de l'économie mondiale. Si la reprise européenne a pu se poursuivre d'un pas tranquille, c'est grâce à 1) la disparition du risque politique à court terme suite à l'élection présidentielle française et à 2) la perte de vitesse de l'économie américaine, contrairement aux attentes suscitées par la politique de Donald Trump. Devenir le fer de lance de l'économie mondiale laisse augurer une normalisation de la politique monétaire et un éventuel risque d'appréciation de la devise, deux facteurs qui pourraient entraver la dynamique actuelle, comme cela est le cas aux Etats-Unis depuis 2014. Cela étant dit, la solide dynamique économique pourrait durer en Europe au moins jusqu'à la fin de l'année, ce qui serait une bonne nouvelle pour l'économie mondiale à l'heure où la croissance américaine déçoit et où la Chine a du mal à rééquilibrer son modèle économique.

Croissance

L'économie mondiale, en grande partie, voit son PIB augmenter. Parmi les principales économies, la zone euro sort clairement son épingle du jeu, aussi bien en termes de taux de croissance que de dynamique, tandis que les Etats-Unis et la Chine accusent un affaiblissement de leur dynamique de croissance. La vieille Europe et le Japon sont actuellement les seules grandes zones économiques à enregistrer une croissance supérieure à leur potentiel de long terme.

Inflation

Depuis avril, les taux d'inflation ne sont plus faussés par les effets de base liés au pétrole. Dans les économies développées, l'inflation retrouve donc son niveau positif, mais inlassablement bas. Dans les économies émergentes, la stabilisation de la monnaie et les mesures monétaires restrictives permettent de contenir, voire d'inverser, la dynamique inflationniste.

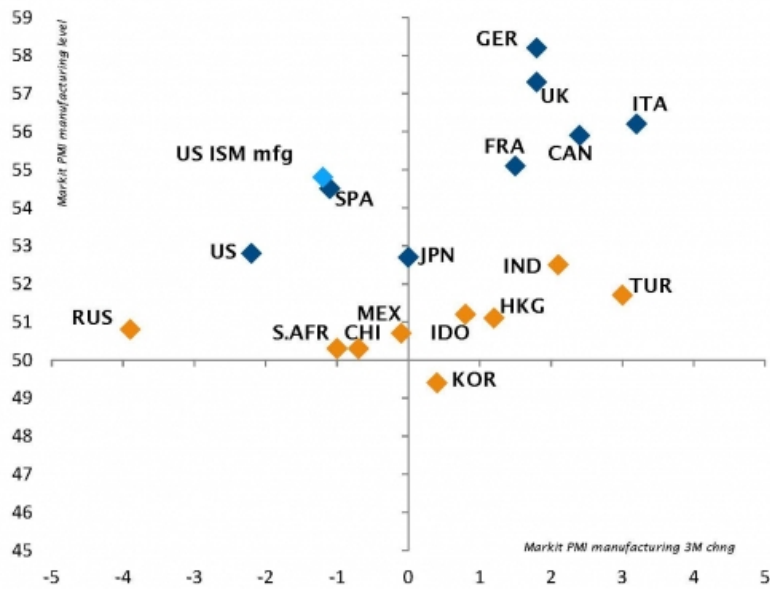
Orientation des politiques monétaires

Dans le contexte actuel, la BCE devrait devancer la Fed dans le processus de normalisation de sa politique monétaire au cours des six mois à venir. Les politiques de relance monétaire devraient cependant perdurer dans le monde développé, car elles sont indispensables pour pallier le faible taux d'inflation et le fort niveau d'endettement.

«L'Europe a pris le dessus sur les Etats-Unis en termes de croissance du PIB et affiche une dynamique cyclique supérieure à celle de la plupart des économies émergentes. Quel revirement de situation!»

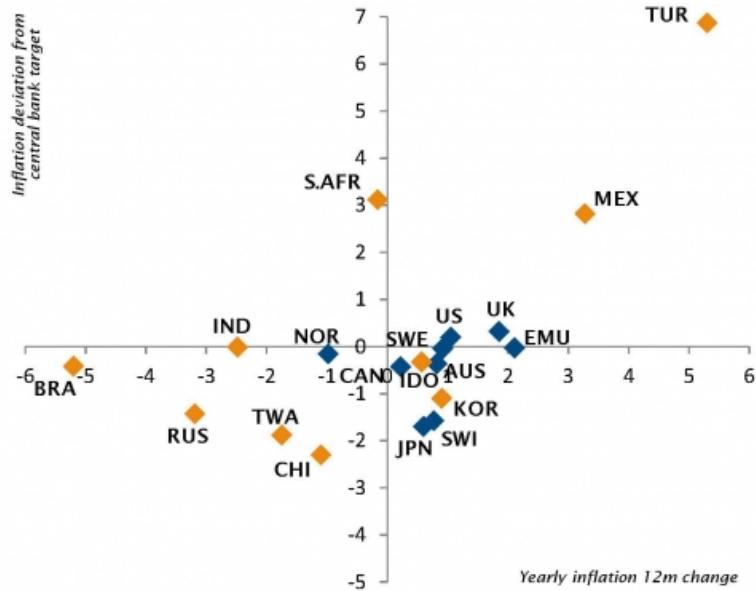
— *Adrien Pichoud*
*Chief Economist & Senior Portfolio
Manager*

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

Aux Etats-Unis, la situation économique ne s'est guère éclaircie au cours des dernières semaines. D'une part, la consommation reste faible et a pesé sur la croissance du PIB au premier trimestre; l'inflation ne montre aucun signe d'accélération, même au niveau des salaires; les enquêtes de confiance ne reflètent en aucun cas les données objectives; et la croissance du crédit ralentit. D'autre part, les investissements des entreprises ont de nouveau augmenté, l'activité industrielle s'améliore et le taux de chômage, qui ne cesse de baisser, est de retour à son niveau d'avant-crise. Dans un contexte aussi contrasté, la Fed semble partagée entre une hausse des taux en juin et une réévaluation de ses perspectives. L'élément déterminant se nomme Donald Trump: de sa capacité à tenir ses vastes promesses budgétaires dépendra l'évolution de la croissance vers une tendance plus dynamique ou vers un ralentissement de fin de cycle...

En Europe, les bonnes surprises se poursuivent et confirment une dynamique de milieu de cycle. L'Allemagne et l'Espagne mènent la voie, mais la zone euro dans son ensemble bénéficie de conditions économiques très favorables, comme en témoigne sa croissance annualisée de 2% au premier trimestre, soit un niveau supérieur au PIB américain, comme c'était déjà le cas en 2016. Toutes les enquêtes considèrent la vieille Europe comme la région la plus dynamique de l'économie mondiale actuelle. La BCE devra peser ses mots au moment d'aborder la question d'une normalisation de sa politique monétaire si elle ne veut pas fragiliser la reprise européenne.

Au Japon aussi, la croissance est positive et supérieure à son potentiel, mais la dynamique est moins impressionnante qu'en Europe et l'inflation est repassée en territoire négatif, ce qui indique que les forces déflationnistes n'ont pas encore été toutes combattues.

Economies émergentes

Le monde émergent prospère sans réelle dynamique de croissance. Le durcissement des conditions de financement sur le marché chinois a entraîné un léger ralentissement des indicateurs de croissance, sans pour autant remettre en cause le scénario d'une croissance stable d'environ 6,5% jusqu'à la fin de l'année. En Turquie, le durcissement de la politique monétaire suite au référendum pourrait coïncider avec un pic de l'inflation. Au Brésil, on ignore encore si les événements politiques de ces derniers temps sont susceptibles de compromettre la reprise progressive, mais positive de l'économie.

_Adrien Pichoud

Les bonnes surprises économiques continuent de propulser la zone euro sur le devant de la scène internationale



Source
SYZ AM, Factset

Investment Strategy Group: l'essentiel

Risque et duration

Ni le risque ni la duration n'ont été modifiés. Nous conservons une légère propension au risque et une légère aversion à la duration. L'élection présidentielle française a débarrassé les marchés financiers des risques politiques extrêmes. A cela s'est ajouté le résultat des élections locales en Rhénanie-du-Nord-Westphalie, qui sont considérées comme le baromètre des élections fédérales allemandes et où le parti d'Angela Merkel (CDU) a infligé un revers au parti social-démocrate. Ne perdons pas de vue que nous ne sommes pas à l'abri d'une déception de la politique américaine et que l'actualité n'est pas rassurante sur les marchés monétaires chinois. Mais saluons pour l'heure le sentiment positif des marchés financiers.

«Le récent rebond de l'Euro Stoxx 50 conduit actuellement ce marché, en termes d'analyse technique, à accuser une tendance à la baisse inédite en 17 ans. Si l'analyse technique doit toujours être prise avec précaution, il est intéressant de voir que la psychologie des marchés vis-à-vis des actifs européens est en train d'évoluer.»

— Hartwig Kos

Actions

Sur les marchés actions, les valorisations restent inchangées, les actions se négocient à leur juste valeur du fait de la cherté des marchés obligataires. Néanmoins, les analystes ont commencé à revoir à la hausse leurs prévisions de chiffres d'affaires et de bénéfices des entreprises, signe que la valeur intrinsèque, découlant des bénéfices, fait son retour sur les marchés actions. Alors qu'en Europe, les révisions à la hausse ont concerné aussi bien les chiffres d'affaires que les bénéfices, aux Etats-Unis, seuls les chiffres d'affaires ont bénéficié d'un tel relèvement. Cette tendance nous fait dire que les analystes sont haussiers sur la situation macroéconomique des Etats-Unis, mais qu'ils attendent de voir si l'administration Trump va mettre en œuvre les réformes fiscales annoncées avant de modifier éventuellement leurs prévisions de bénéfices.

Outre cette actualité relativement positive, un autre changement notable est survenu, sur le plan technique, au niveau des actions européennes. Le récent rebond de l'Euro Stoxx 50 conduit actuellement ce marché, en termes d'analyse technique, à accuser une tendance à la baisse inédite en 17 ans. Cette tendance est importante en termes absolus, mais relative par rapport à d'autres marchés actions, car les dynamiques sont tout aussi encourageantes. Si l'analyse technique repose en grande partie sur une interprétation subjective et qu'elle doit donc toujours être prise avec précaution, il est toutefois intéressant de voir que la psychologie des marchés vis-à-vis des actifs européens est en train d'évoluer. Nous conservons notre opinion positive sur l'Europe.

S'agissant des marchés émergents, l'Amérique latine a été rehaussée d'un cran, à une légère propension. Les actions mexicaines ont été secouées par l'élection de Donald Trump, mais les valorisations sont attractives, l'activité économique est solide et le projet de mur du nouveau président américain entre les Etats-Unis et le Mexique semble s'effriter. Par ailleurs, le Brésil figure cette année parmi les marchés émergents les plus performants. Depuis l'investiture de Michel Temer, la croissance économique s'est stabilisée et l'inflation a chuté à 4%, du jamais vu en dix ans. Jusqu'à il y a quelques semaines, les sombres derniers jours du mandat de Dilma Rousseff, avec une inflation proche de 11% et des rendements obligataires proches de 17%, étaient de lointains souvenirs pour les investisseurs. Le programme de réformes de Michel Temer était lancé, les rendements obligataires étaient revenus à des niveaux acceptables et les entreprises brésiliennes envoyaient des messages encourageants à leurs actionnaires. Les accusations dont fait l'objet Michel Temer ont donc fait l'effet d'une bombe sur les actifs brésiliens. Malgré le risque de volatilité, ce positionnement accru sur l'Amérique latine devrait nous permettre de profiter au moment venu de certaines opportunités d'investissement dans la région.

«C'est effrayant de voir que les actions européennes, représentées par le Stoxx Europe 600, offrent un rendement de dividende (actuellement 3,43%) à peine plus faible...»

— Hartwig Kos

Marchés obligataires

Les valorisations des obligations restent un problème majeur, bien que la cherté des emprunts d'Etat des pays occidentaux ait déjà été soulignée par l'équipe Multi-Asset. Ces actifs présentent néanmoins certaines poches de valeur. C'est le cas des emprunts d'Etat américains ainsi que des obligations nominales et des obligations indexées italiennes. Sur le plan du crédit, nous considérons depuis longtemps que les titres américains investment grade assortis d'un spread de 150 points de base (pb) par rapport aux emprunts d'Etat (segment BBB) ou les titres européens investment grade avec un écart corrigé en fonction des clauses optionnelles de 135 pb n'offrent pas de protection suffisante contre la hausse des rendements des emprunts d'Etat. C'est pour cette raison, et compte tenu du contexte macroéconomique actuel assez positif, que nous avons gardé jusqu'à présent une opinion positive sur la dette des marchés émergents et sur les titres à haut rendement. L'argumentaire en faveur de la dette des marchés émergents reste largement intact, avec une légère préférence pour les obligations libellées en devise étrangère par rapport aux obligations en monnaie locale. En ce qui concerne les obligations à haut rendement, la situation a néanmoins considérablement évolué. C'est effrayant de voir que les actions européennes, représentées par le Stoxx Europe 600, offrent un rendement de dividende (actuellement 3,43%) à peine plus faible que le rendement des obligations européennes à haut rendement. L'indice Merrill Lynch Euro High Yield affiche actuellement un rendement de 3,56%. Aux Etats-Unis, l'écart reste raisonnable avec un rendement de dividende de 2,1% pour le S&P 500 et un rendement de 5,9% pour l'indice US High Yield. Ce faible rendement des obligations européennes à haut rendement nous a incités à renforcer notre aversion sur ce segment.

Marché des changes, produits alternatifs et liquidités

Aucun changement dans notre analyse. Les liquidités restent attractives, même si elles le sont moins qu'auparavant, et nous prévoyons un nouvel affaiblissement du dollar US par rapport à l'euro et à la livre sterling.

_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-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.