

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

Lundi, 08/28/2017

Le contexte économique reste favorable, compte tenu de la dynamique de croissance positive à l'échelle internationale, en particulier hors des Etats-Unis, et de l'absence de pressions inflationnistes qui permet aux banques centrales de maintenir leur programme d'assouplissement.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist



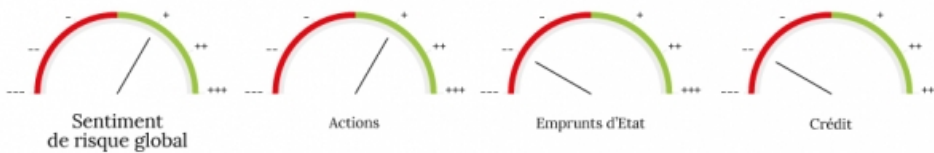
Hartwig Kos



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- La conjoncture économique reste favorable et se caractérise par une croissance mondiale positive et l'absence de pressions inflationnistes.
- Principale préoccupation: nous avons du mal à trouver des catalyseurs négatifs à court terme sur les marchés.
- Le positionnement global vis-à-vis du risque dans nos portefeuilles multi-actifs reste légèrement positif (+), et le risque de durée demeure faible (--).

Les positionnements positifs ou négatifs à l'égard du sentiment de risque à l'échelle mondiale et des principales classes d'actifs sont notés sur une échelle qui compte six niveaux allant de (+++) à (---).



Profitez de l'accalmie estivale

Le contexte économique reste favorable, compte tenu de la dynamique de croissance positive à l'échelle internationale, en particulier hors des Etats-Unis, et de l'absence de pressions inflationnistes qui permet aux banques centrales de maintenir leur programme d'assouplissement. Autrement dit, le scénario idéal («goldilocks») domine toujours. Sur les marchés, tout a tendance à s'envoler ou à augmenter, à l'exception du dollar de toute évidence. Les classes d'actifs restent dans l'ensemble relativement onéreuses et affichent une volatilité historiquement basse. Les politiques monétaires extrêmement accommodantes ne sont pas étrangères à cette situation. Après un pic fin juin/début juillet, les pressions haussières sur les taux ont rapidement diminué, la Réserve fédérale américaine (Fed) comme la Banque centrale européenne (BCE) ne semblant pas pressées d'adopter un ton plus ferme. Par conséquent, les actifs des marchés émergents ont continué d'afficher une performance solide, car ils ont bénéficié plus encore que les marchés développés de la faiblesse du billet vert, des taux bas et de la dynamique de croissance positive: le trio gagnant! Ils font par ailleurs état de valorisations plus attractives que celles des marchés développés. On ne change pas une équipe qui gagne. Dans ce contexte, les spécialistes de l'allocation d'actifs devraient-ils prendre la peine d'intervenir?

Il y a toutefois lieu de s'inquiéter, car plus le sentiment de sérénité durera sur les marchés, plus ils risquent de se trouver fragilisés. Notre prochaine intervention importante consistera certainement à réduire le risque, mais nous avons clairement des difficultés à trouver un catalyseur négatif à court terme. Le symposium économique de Jackson Hole qui aura lieu à la fin du mois d'août et s'inscrira dans une tentative de normalisation des politiques monétaires des banques centrales constitue peut-être la principale menace imminente. En effet, le niveau élevé des valorisations, notamment dans l'univers obligataire, est à mettre au compte des politiques monétaires exceptionnellement accommodantes. Si nous n'avons pas modifié nos préférences géographiques en matière d'allocation d'actions, nous avons apporté quelques légères modifications à notre exposition obligataire. La dette des marchés émergents en monnaie forte a été rétrogradée à des fins de valorisation de légère surpondération à légère sous-pondération. Les obligations indexées sur l'inflation ont été rehaussées en faveur d'une légère sous-pondération, les rendements réels s'étant quelque peu améliorés. En outre, elles devraient offrir plus de résilience face à la hausse des taux, en particulier si l'excès d'optimisme entourant la faiblesse de l'inflation se retrouvait sous pression. Comme le disait le joueur de baseball Yogi Berra, on peut observer beaucoup de choses simplement en regardant. La politique extrêmement accommodante des banques centrales des marchés développés pourrait donc se trouver en difficulté en cas de hausse inattendue de l'inflation, même temporaire.

Au vu des récentes évolutions de marché, les données économiques relatives aux prix et aux salaires semblent avoir beaucoup plus d'influence sur les marchés que celles uniquement liées à la croissance (réelle). Autrement dit, la croissance régulière, quoique peu enthousiasmante, faisant maintenant l'objet d'un large consensus, l'inflation et ses éventuelles répercussions sur les politiques monétaires figurent désormais au centre des préoccupations des marchés. Nous préférons donc rester investis et profiter du faible niveau de la volatilité pour acheter quelques protections à moindre coût sur les actions et les taux.

_Fabrizio Quirighetti

Contexte économique en bref

La bonne dynamique mondiale de la croissance redonne confiance aux banquiers centraux en cette période estivale. Ils sont de plus en plus nombreux dans le monde occidental à envisager de relever leurs taux, ce qui était quasiment impensable il y a seulement un an. Dans le sillage des hausses de taux de la Fed et malgré l'absence de pressions inflationnistes, Mario Draghi a laissé entendre que la BCE pourrait mettre fin à l'assouplissement quantitatif, Mark Carney a annoncé publiquement qu'un relèvement des taux de la Banque d'Angleterre pourrait survenir avant la fin de l'année, et la Banque du Canada a augmenté ses taux à court terme de 25 points de base. La dissipation manifeste des risques de déflation explique cette volonté de normaliser les politiques monétaires. Les banques centrales ne veulent pas passer à côté des opportunités qu'offre la conjoncture macroéconomique favorable. Elles vont toutefois devoir faire preuve de prudence, car leur économie et leurs marchés financiers se sont habitués à ces taux extrêmement bas et à l'abondance de liquidités. La sensibilité de la croissance aux conditions financières est plus élevée que jamais en raison de la hausse des niveaux d'endettement des secteurs public et privé au cours des dernières années. Quoi qu'il en soit, compte tenu de la croissance positive relativement équilibrée et stable, les banques centrales sont une nouvelle fois au cœur de l'échiquier financier.

Croissance

La croissance mondiale reste synchronisée, l'Europe rattrape son retard et renoue avec l'optimisme. La dynamique du cycle économique est même redevenue positive en Amérique du Nord après une période morose. La croissance du PIB mondial devrait s'accélérer et atteindre environ 3,5% en 2017 après deux ans de ralentissement modéré.

Inflation

L'inflation (ou son absence) constitue la principale énigme du moment, car elle n'accélère pas malgré la croissance continue du PIB et la baisse du chômage. Cependant, les craintes de déflation se sont dissipées et les prix ont globalement augmenté à l'échelle mondiale, quoiqu'à un rythme relativement modéré dans la plupart des économies développées.

Orientation des politiques monétaires

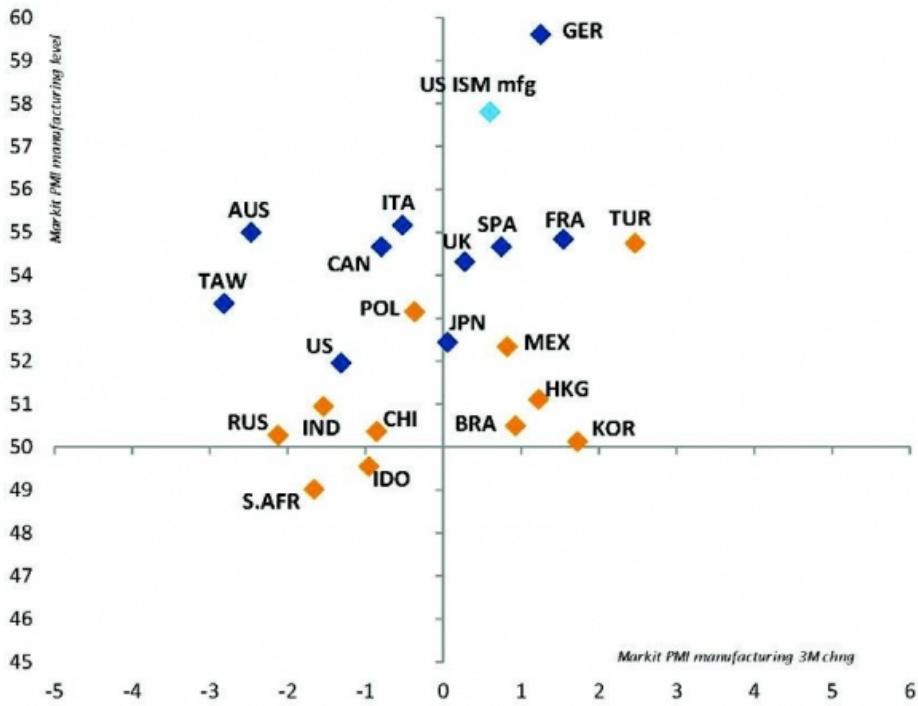
Les principales banques centrales des marchés développés se préparent toutes à la normalisation de leur politique monétaire, bien décidées à ignorer les chiffres décevants de l'inflation qu'elles attribuent à des facteurs temporaires. Dans plusieurs pays émergents en revanche, les banques centrales sont contraintes de conserver une approche plus restrictive en raison de la persistance de taux d'inflation élevés.

«La sensibilité de la croissance aux conditions financières est plus élevée que jamais en raison de la hausse des niveaux d'endettement de ces dernières années.»

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



Tendances et niveau de l'indice PMI manufacturier



Source: Factset, Markit, SYZ Asset Management. Données au 30 juin 2017

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



Source: Factset, Markit, SYZ Asset Management. Données au 30 juin 2017

Economies développées

Le décalage entre l'activité et l'inflation est particulièrement marquant aux Etats-Unis, où les données économiques continuent d'indiquer une expansion, quoique modérée, sans que cela se répercute sur les indices de prix. Les enquêtes de confiance (données subjectives) affichent depuis peu de meilleurs résultats et envoient donc des signaux rassurants quant à la dynamique du cycle économique. Toutefois, le ralentissement continu de l'inflation des prix à la consommation et des salaires commence à instiller le doute dans l'esprit de la Fed quant à l'aspect provisoire de cette atonie (voir les remarques de Janet Yellen devant le Congrès). Jusqu'ici, la Fed a tenu à respecter son calendrier de normalisation progressive de sa politique monétaire, en associant des hausses de taux à court terme à des réductions de bilan. Or la problématique de l'inflation remet en cause ses intentions, surtout en l'absence de mesures de relance budgétaire.

Cette situation est propre à la plupart des économies développées, où la solidité de la croissance incite les banques centrales à réduire les mesures d'assouplissement mises en place depuis quelques années, bien que l'inflation reste nettement inférieure à leur objectif officiel. Les déclarations (a priori non coordonnées) de la Banque du Canada, de Mario Draghi et de Mark Carney semblent confirmer ce scénario. L'accélération de l'expansion au Canada et dans la zone euro ainsi que la résilience de l'activité malgré la hausse de l'inflation au Royaume-Uni rendent la normalisation des politiques monétaires plus envisageables.

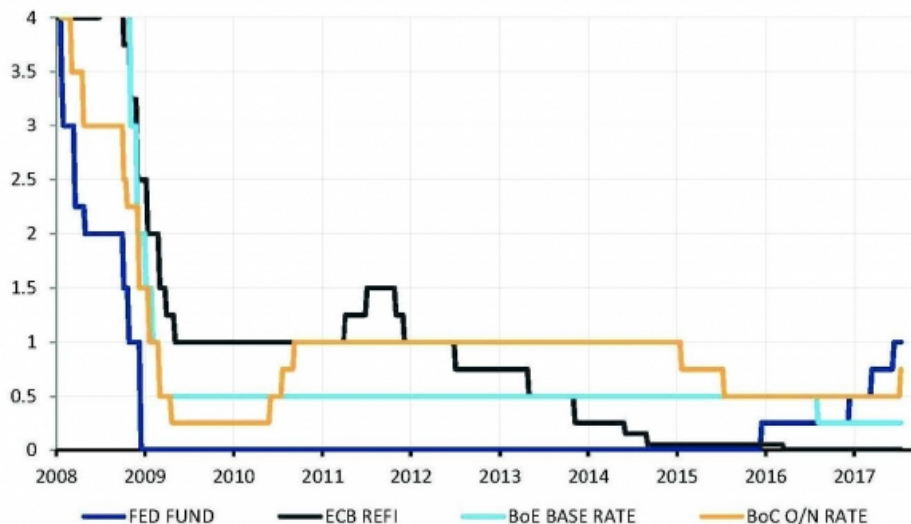
Les banques centrales du Japon et de l'Australie se distinguent de leurs homologues occidentales, car elles jouent la carte de la prudence et ne se sont pas encore prononcées en faveur d'un abandon de l'assouplissement quantitatif malgré leur croissance économique positive.

Economies émergentes

Si le Brésil et l'Afrique du Sud restent en proie à la récession et se trouvent confrontés à des problèmes économiques et politiques, la grande majorité des pays émergents affichent une croissance positive. Après une récession provoquée par la chute des prix du pétrole, la Russie renoue avec la croissance et l'inflation, à nouveau au centre des préoccupations de la banque centrale, se stabilise. L'économie chinoise est en progression constante, en phase avec l'objectif du gouvernement. L'accent récemment placé sur la stabilité financière semble indiquer que le programme de soutien, notamment en faveur de l'immobilier, pourrait être partiellement abandonné. La Turquie bénéficie des mesures de relance budgétaire mises en œuvre avant le référendum et l'inflation semble avoir augmenté. De manière générale, les économies émergentes affichent une croissance positive, mais contrairement aux pays développés, elles font aussi état de pressions inflationnistes persistantes qui incitent les banques centrales à conserver une orientation monétaire relativement restrictive.

_Adrien Pichoud

La Fed ouvre la voie de la normalisation à d'autres banques centrales



Source

Source: Bloomberg, SYZ Asset Management. Données au 30 juin 2017

Risque et duration

Aucun changement dans notre analyse. Nous conservons notre opinion de légère surpondération à l'égard du risque et de sous-pondération vis-à-vis de la duration. Alors que les perspectives s'assombrissent nettement en raison des inquiétudes entourant les changements de politique monétaire, il est trop tôt pour que nous changions notre opinion sur le risque. Par ailleurs, il serait également prématuré d'abaisser notre opinion sur la duration au vu des évolutions significatives que connaissent les rendements depuis quelques mois. Pour le moment, nous apprécions donc l'accalmie estivale. Nous surveillons toutefois de près les chiffres de l'inflation et les changements de politique monétaire susceptibles d'inquiéter les acteurs du marché.

«Il existe un lien certain entre la vigueur de l'euro et les résultats décevants en Europe.»

Hartwig Kos

Actions

Les valorisations restent inchangées. Cependant, les bénéfices progressent nettement sur les marchés actions développés. A la rédaction du présent document, près de la moitié des entreprises américaines et européennes ont déjà publié leurs résultats pour le deuxième trimestre. Ces derniers sont bien orientés, notamment aux Etats-Unis où les chiffres d'affaires et les bénéfices ont été fortement revus à la hausse. Cette évolution très positive va aider les valorisations des actions américaines à s'affranchir de leur forte dépendance aux valorisations des obligations. Nous affirmons depuis longtemps que la faiblesse des valorisations des actions est uniquement due à la cherté des obligations. La dernière hausse de rendements des obligations américaines a d'ailleurs pesé sur les actions américaines, selon notre évaluation des primes de risque des actions. Les données des rapports des entreprises américaines sont globalement solides. Il est intéressant de constater que si les révisions de bénéfices et de chiffres d'affaires se sont révélées être inégales au premier trimestre, au deuxième trimestre en revanche, les révisions de chiffres d'affaires ont égalé les niveaux des dix dernières années et les bénéfices se sont classés dans le premier centile sur la même période. Les données européennes ont en revanche été beaucoup moins bonnes qu'outre-Atlantique. Après les excellents résultats publiés au premier trimestre, les révisions de bénéfices se sont fortement détériorées et ceux-ci devraient atteindre leur plus bas depuis 2015. Les chiffres d'affaires sont quant à eux restés solides, malgré l'envolée de l'euro au cours des derniers mois. Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce décalage entre les révisions de chiffres d'affaires et de bénéfices. Les chiffres d'affaires ont bénéficié de la solidité de l'économie intérieure, tandis que les bénéfices ont certainement été pénalisés par les pertes de change ou des investissements effectués au vu de l'amélioration de l'activité économique. Néanmoins, il existe un lien certain entre la vigueur de l'euro et ces résultats décevants en Europe. Nous devons donc surveiller de près son évolution dans le cadre de notre analyse des perspectives concernant les actions européennes. Aucune modification n'a été pour le moment apportée à nos préférences en matière de pays.

Marchés obligataires

Peu de changements ont été effectués dans l'univers obligataire. Les emprunts d'Etat occidentaux restent onéreux. Pourtant, suite aux récentes ventes massives subies par les marchés obligataires et principalement provoquées par la correction des rendements réels, les obligations indexées semblent présenter plus d'attrait. Le bloc entier a donc été rehaussé d'une sous-pondération à une légère sous-pondération. Les Etats-Unis et l'Italie, qui ont bénéficié de la forte hausse des rendements réels, bénéficient désormais d'une légère surpondération. Le Canada semble également plus attractif à la marge. Nous avons pendant longtemps défendu l'idée que les marchés émergents constituaient le segment obligataire le plus attractif et privilégié les obligations en monnaie forte au détriment des obligations locales, en raison de leur profil de risque favorable. Toutefois, compte tenu de la solide performance des obligations en monnaie forte au cours des derniers mois, certains des marchés que nous affectionnions particulièrement (et qui présentaient auparavant une valorisation très attractive), comme la Turquie, semblent désormais relativement onéreux. Nous avons donc abaissé notre opinion sur ce segment, laquelle est désormais identique à notre opinion sur la dette locale des marchés émergents. Néanmoins, le spread de l'indice EMBI Global par rapport aux bons du Trésor s'élève actuellement à 322 points de base avec une duration modifiée de 6,94 ans et une notation moyenne comprise entre BBB et BB. Concernant les obligations d'entreprise américaines, le segment BBB affiche une duration de 7,2 ans et un spread de 139 points de base, à l'aune de l'indice Merrill Lynch. Les obligations d'entreprise américaines BB sont quant à elle assorties d'un spread de 219 points de base et d'une duration de 4,5 ans. En Europe, le segment BBB affiche un spread ajusté des options de 113 points de base et une duration de 5,3 ans, contre 209 points de base et 3,89 ans respectivement pour le segment BB. Les obligations émergentes en monnaie forte présentent donc toujours un potentiel important de surcroît de rendement par rapport aux autres marchés du crédit. Dans un environnement où les spreads constituent une source majeure d'alpha, les marchés émergents restent l'un des segments les moins inopportuns de l'univers obligataire. Notre opinion sur les obligations à haut rendement américaines a été abaissée d'un cran à une sous-pondération, compte tenu des valorisations très élevées sur ces segments.

«Dans un environnement où les spreads de crédit constituent une source majeure d'alpha, les marchés émergents restent l'un des segments les moins inopportuns de l'univers obligataire.»

— Hartwig Kos

Marché des changes, opportunités spéciales et liquidités

Aucun changement dans notre analyse.

_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.