

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

Jeudi, 10/12/2017

Godot est enfin arrivé. Neuf ans et trois programmes d'assouplissement quantitatif plus tard (QE 1, 2 et 3), la Réserve fédérale américaine (Fed) a commencé à alléger son bilan en octobre. Alors que la Banque centrale européenne (BCE) se prépare à réduire ses mesures d'assouplissement quantitatif, la Fed a quant à elle déjà amorcé la diminution de son bilan et le processus de normalisation de sa politique monétaire. En plus d'être solides, les Etats-Unis ont toujours une longueur d'avance...



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic
Strategist



Hartwig Kos



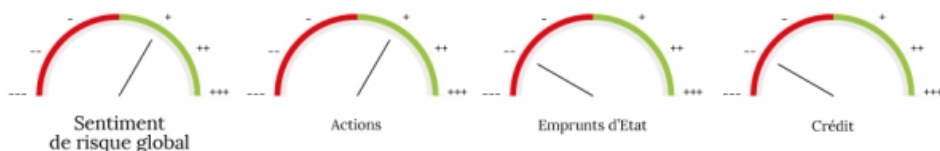
Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management

- La dynamique positive de la croissance qui domine depuis le début de l'année se confirme et même certains pays en difficulté se redressent progressivement.
- Nous avons rehaussé notre opinion sur le Japon de (+) à (++) au cours du mois. Nous privilégions actuellement l'Europe et le Japon au sein des marchés actions.
- Le positionnement global vis-à-vis du risque dans nos portefeuilles multi-actifs reste légèrement positif (+), et le risque de duration 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 (---).



1, 2, 3...et après?

Godot est enfin arrivé. Neuf ans et trois programmes d'assouplissement quantitatif plus tard (QE 1, 2 et 3), la Réserve fédérale américaine (Fed) a commencé à alléger son bilan en octobre. Alors que la Banque centrale européenne (BCE) se prépare à réduire ses mesures d'assouplissement quantitatif, la Fed a quant à elle déjà amorcé la diminution de son bilan et le processus de normalisation de sa politique monétaire. En plus d'être solides, les Etats-Unis ont toujours une longueur d'avance...

...et leurs décisions sont loin d'être farfelues! Ils veillent à ne pas effrayer les marchés, qui font partie des grands gagnants de leur politique extrêmement accommodante. Si, à l'instar de Janet Yellen et de la plupart des banquiers centraux, vous êtes interloqué par la «mystérieuse» disparition de l'inflation des prix des biens et services, force est de constater que la politique monétaire de la Fed a eu les effets escomptés sur les prix des actifs financiers et immobiliers. La banque centrale américaine opte donc pour la prudence: elle arrêtera simplement de réinvestir certains coupons et obligations arrivant à échéance. Elle limitera dans un premier temps l'allègement automatique, mais très contrôlé de son bilan, à 10 milliards de dollars par mois et l'augmentera progressivement à 50 milliards de dollars. La réduction du bilan ne devrait donc pas dépasser 300 milliards de dollars en 2018 et 600 milliards de dollars l'année suivante. En bref, ce sera comme «regarder la peinture séchée», estime Janet Yellen.

Mais les marchés et les investisseurs, dont nous faisons partie, sont inquiets. Les taux d'intérêt américains à long terme (s'ils augmentaient trop rapidement) et le marché du crédit (si les liquidités venaient à se volatiliser) sont en effet sources d'inquiétudes. Cela s'apparente en quelque sorte au malaise que l'on peut éprouver au moment du décollage d'un avion lorsque l'on envisage brièvement la survenance, certes improbable, mais néanmoins possible, d'une catastrophe. Mais restons positifs et ne cédon pas à la panique. Bien que les Etats-Unis et la Fed soient des acteurs majeurs de la finance et de l'économie mondiales, d'autres banques centrales importantes, telles que la BCE et la Banque du Japon (BoJ) continueront à augmenter leur bilan. Le montant net des bilans des grandes banques centrales poursuivra donc sa progression l'an prochain. Par ailleurs, les taux d'intérêt restant quasi nuls dans la plupart de ces pays, il est peu probable que les taux longs américains montent en flèche. Enfin, la réaction du marché à l'annonce de la réduction du bilan de la Fed, ou de son durcissement monétaire via des hausses de taux (la prochaine étant susceptible de se produire dès le mois de décembre), dépendra également du contexte économique. Difficile d'imaginer par exemple une correction des emprunts d'Etat américains uniquement liée au durcissement monétaire si la croissance nominale venait à chuter...

On n'a jamais vu de phases d'expansion économique et de hausse des marchés mourir de vieillesse. Il est donc encore trop tôt pour s'inquiéter. Et je ne dis pas cela simplement pour me rassurer!

_Fabrizio Quirighetti



Contexte économique en bref

Un ouragan violent. Le lancement d'un missile suivi de tweets railleurs. Un autre ouragan violent. Le lancement d'un nouveau missile suivi d'autres tweets railleurs. Et pourtant, les marchés financiers sont restés quasiment impassibles. Serait-ce du cynisme? Mais non, voyons, c'est de l'économie! La grande majorité des économies mondiales progresse: 179 pays sur 192, ce qui représente 98,8% du PIB mondial, devraient enregistrer une croissance économique positive cette année d'après le FMI et aucune récession n'est attendue pour 2018. Pourtant, cette expansion ne se traduit pas par des pressions inflationnistes. Cette situation quelque peu énigmatique a pour effet immédiat d'inciter les banques centrales à repousser le durcissement de leur politique monétaire et à maintenir les taux d'intérêt à long terme à des niveaux faibles. Ce dernier point devrait même renforcer l'expansion mondiale au cours des prochains trimestres. Tant que les taux d'intérêt restent faibles, le déséquilibre macroéconomique mondial majeur, à savoir le fort endettement public et privé, ne devrait pas s'aggraver considérablement. Dans ce contexte, les catastrophes naturelles, tant qu'elles restent localisées, et les gesticulations des dirigeants américain et nord-coréen, tant qu'elles ne provoquent pas une guerre nucléaire, ne devraient pas assombrir les perspectives macroéconomiques.

Croissance

La dynamique positive de la croissance qui domine depuis le début de l'année se confirme à la fin de l'été et même les maillons faibles de l'économie mondiale (Russie, Brésil et Afrique du Sud) se redressent progressivement. Mais cette situation, aussi réjouissante soit-elle, ne devrait plus s'améliorer considérablement.

Inflation

L'inflation est devenue l'indicateur incontournable. Son absence de réaction face à la vigueur de la croissance et à la faiblesse du chômage continue de dérouter les banquiers centraux des économies développées, à l'exception toutefois du Royaume-Uni. Dans de nombreux pays émergents, l'inflation a également ralenti à des niveaux étonnamment bas, mais les difficultés structurelles semblent moins marquées que dans les économies développées.

Orientation des politiques monétaires

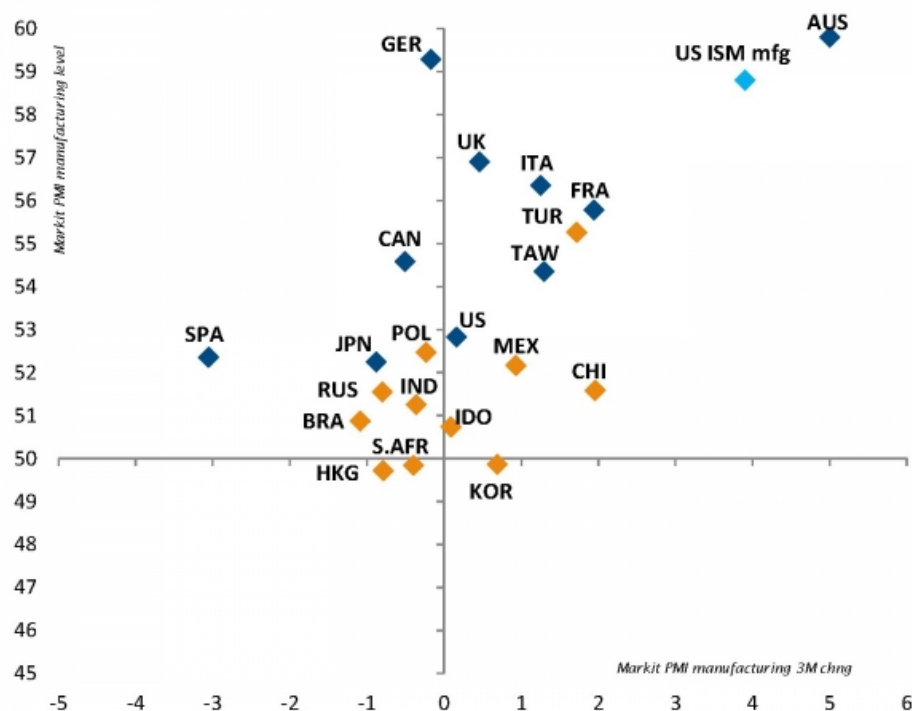
Il est venu le temps de la normalisation dans les pays développés, toutes les grandes banques centrales laissant entendre, plus ou moins clairement, qu'elles visent à réduire leurs mesures d'assouplissement compte tenu de la bonne dynamique de croissance. Mais cette normalisation ne peut se faire et ne se fera qu'à un rythme progressif, au vu de l'atonie de l'inflation. Dans les marchés émergents, les banques centrales conservent leur approche relativement restrictive.

«Il est venu le temps de la normalisation dans les pays développés, toutes les grandes banques centrales laissant entendre qu'elles réduiront leurs mesures d'assouplissement.»

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



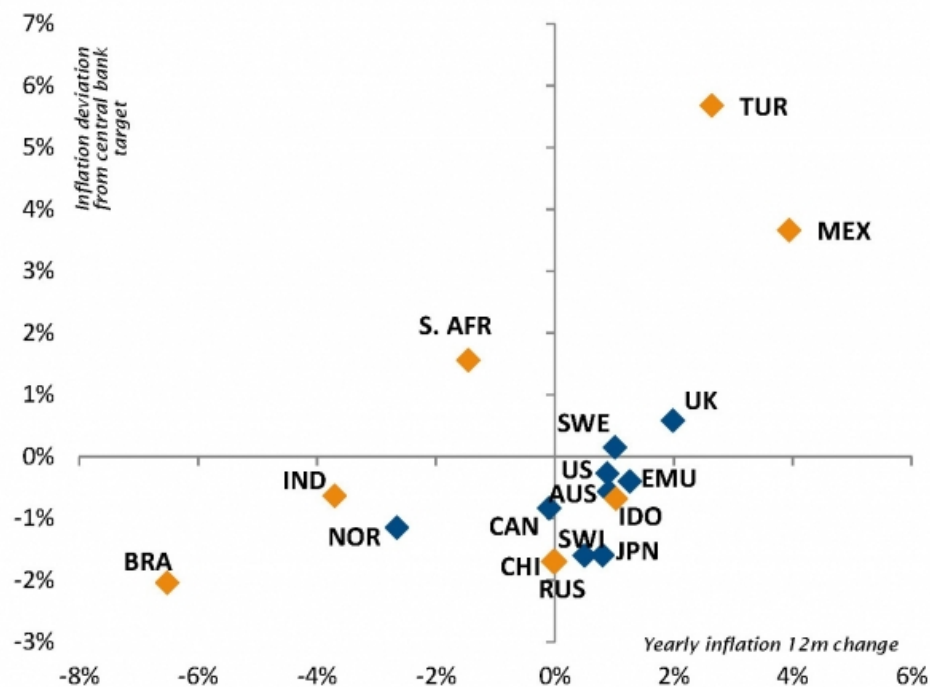
Tendances et niveau de l'indice PMI manufacturier



Source

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Données au: Août 2017

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



Source

Factset, SYZ Asset Management. Données au: Août 2017

Economies développées

Dans une économie américaine qui affiche une expansion constante et en phase avec les prévisions, les décisions en matière de politique monétaire sont devenues la principale source de préoccupations. Sur le front du budget, l'échéance tant redoutée du relèvement du plafond de la dette a été reportée à décembre pour que les fonds d'aide aux sinistrés des ouragans ne se retrouvent pas bloqués dans le bourbier dans lequel est empêtré le Congrès. Mais le débat refera surface et avec lui les thèmes récurrents des réductions d'impôts, des dépenses d'infrastructures et des réformes de santé qui n'ont jusqu'à présent pas tenu leurs promesses. Concernant la politique monétaire, la Fed a sans surprise amorcé son processus visant à mettre fin à l'assouplissement quantitatif et prévoit toujours de relever ses taux en décembre puis en 2018. Toutefois, les marchés semblent moins convaincus que la banque centrale du caractère provisoire de la faiblesse de l'inflation.

Dans la zone euro, les indicateurs confirment la solide croissance économique et même la récente appréciation de l'euro ne semble pas affecter l'activité industrielle pour le moment. Paradoxalement, la vigueur de la monnaie unique devrait quelque peu peser sur l'inflation future, d'où la situation insolite observée lors de la dernière réunion de la BCE: les prévisions de croissance ont été revues à la hausse pour 2017 (+2,2%) et maintenues à des niveaux élevés pour les deux prochaines années, tandis que l'inflation a été revue à la baisse, principalement du fait de la vigueur de l'euro. L'objectif d'inflation de la BCE ne devrait donc pas être atteint avant 2020. La BCE a décidé de rester sur la voie de la normalisation, laissant entendre qu'elle pourrait annoncer la réduction de son programme d'assouplissement quantitatif fin octobre.

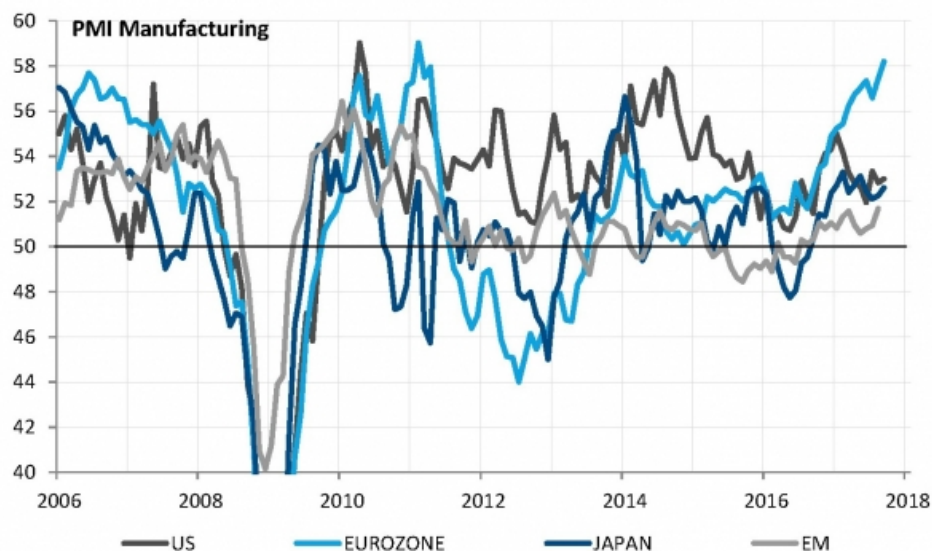
La Banque du Japon, qui est confrontée à une économie tout aussi solide, mais à une inflation encore plus faible (malgré une légère hausse), promet de conserver sa politique extrêmement accommodante. En revanche, la Banque du Canada, qui avait déjà créé la surprise en relevant ses taux en juillet dernier, a ramené son taux de référence au niveau en vigueur avant l'effondrement des prix du pétrole. La faiblesse de l'inflation ne freine pas la banque centrale canadienne qui considère plutôt que la solidité actuelle de la croissance du PIB justifie la normalisation de sa politique.

Economies émergentes

La plupart des économies émergentes continuent de tirer parti de la bonne dynamique intérieure et de la solidité de la demande extérieure alimentée par la consommation dans les marchés développés. Même les pays récemment en proie à des difficultés renouent progressivement avec la croissance (comme le Brésil, la Turquie ou encore l'Inde où les effets de la démonétisation s'atténuent peu à peu). Parmi les principaux marchés émergents, seule l'Afrique du Sud reste rongée par les incertitudes politiques.

_Adrien Pichoud

La bonne dynamique de croissance de l'Europe se poursuit malgré la vigueur de l'euro



Source

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Données au: Août 2017

Risque et duration

Aucun changement. Nous conservons notre opinion de légère surpondération à l'égard du risque et de sous-pondération vis-à-vis de la duration.

«L'USD est largement survendu, la Fed fait allusion à de nouvelles hausses de taux et la réforme fiscale semble avoir quelque peu progressé aux Etats-Unis. Tous ces éléments laissent entrevoir la possibilité d'un revirement de tendance du dollar à moyen terme, au profit des actions japonaises et européennes.»

Hartwig Kos

Marchés actions

La devise du mois: «Vive les derniers!» Au sein des marchés actions, nous privilégions actuellement l'Europe et le Japon, sur lequel nous avons rehaussé notre opinion. En Europe, nous avons temporairement abaissé notre opinion sur l'Espagne de surpondération à légère surpondération, compte tenu des incertitudes qui entourent le référendum sur l'indépendance de la Catalogne. Le Royaume-Uni, l'Australie et les marchés émergents d'Amérique latine ont également été revus à la baisse de légère surpondération à légère sous-pondération. Tandis que le positionnement global vis-à-vis du risque indique des convictions d'investissement moyennes concernant les marchés actions en général, cette allocation pays fortement polarisée reflète quant à elle une conviction forte à l'égard de notre allocation au sein des marchés actions européens et japonais. Sur quels éléments repose cette conviction?

Nous aimons l'Europe et le Japon! Cette conviction découle de toute évidence de notre opinion sur le dollar US. Depuis début 2017, l'indice élargi du dollar (DXY) a reculé de plus de 10%. Cette évolution a ramené le dollar à sa juste valeur sur la base du taux de change effectif réel. Cette faiblesse marquée a notamment amené les marchés actions émergents, qui bénéficient généralement de la faiblesse du dollar, à enregistrer de très bonnes performances au cours de l'année. En revanche, les régions qui tirent habituellement parti de la vigueur du billet vert, comme le Japon et l'Europe, ont sous-performé l'ensemble des marchés actions. Cependant, l'USD est largement survendu, la Fed fait allusion à de nouvelles hausses de taux et la réforme fiscale semble avoir quelque peu progressé aux Etats-Unis. Tous ces éléments laissent entrevoir la possibilité d'un revirement de tendance du dollar à moyen terme, au profit des actions japonaises et européennes.

Cette conviction repose également sur le fait que les incertitudes politiques, du moins en Europe, ne devraient pas peser sur le sentiment des marchés.

Les actions européennes et japonaises restent sous-valorisées par rapport aux actions américaines. Notre évaluation des primes de risque corrobore notre préférence relative depuis quelques mois déjà, mais comme nous l'avons mentionné dans un précédent numéro de cette publication, de nombreux autres indicateurs de valorisation font également état de cette sous-valorisation. L'Europe et le Japon se négocient actuellement à un ratio cours/bénéfices à 12 mois de respectivement 14,7 et 13,7, contre 17,9 pour le marché actions américain. Le principal ratio cours/bénéfices entre les Etats-Unis et l'Europe s'établit actuellement à son plus bas depuis fin 2012 et le différentiel du principal ratio cours/bénéfices entre les marchés actions japonais et américain flirte avec son plus bas historique. D'autres indicateurs, tels que le ratio VE/EBITDA, signalent également une différence de valorisation importante entre l'Europe et le Japon, d'une part, et les Etats-Unis, d'autre part.

En outre, ces marchés actions ne sont pas en phase avec la réalité économique. Malgré un environnement macroéconomique encore plus favorable qu'aux Etats-Unis, les marchés japonais et européens restent à la traîne. En Europe, les indicateurs économiques sont aussi solides qu'au cours des dix dernières années. Malgré la perspective d'une réduction des mesures d'assouplissement quantitatif de la BCE, les conditions financières restent particulièrement accommodantes. Au Japon, le contexte économique est également positif, quoique dans une mesure légèrement moindre. De toute évidence, ces deux marchés bénéficient d'un environnement économique clairement favorable.

«Le principal ratio cours/bénéfices entre les Etats-Unis et l'Europe s'établit actuellement à son plus bas depuis fin 2012 et le différentiel du principal ratio cours/bénéfices entre les marchés actions japonais et américain flirte avec son plus bas historique.»

Hartwig Kos

Marchés obligataires

Les marchés obligataires affichent des valorisations élevées depuis un certain temps. Depuis quelques mois, cependant, même les segments habituellement attractifs, notamment les marchés émergents, semblent avoir perdu de leur attrait. S'ils ont toujours notre faveur au sein de l'univers obligataire, certaines de leurs valorisations ont néanmoins commencé à se dégrader fortement sur fond de faiblesse du dollar US et de baisse des rendements obligataires mondiaux au cours de l'année. Par conséquent, nous avons revu à la baisse notre opinion sur certains marchés émergents. Nous avons notamment abaissé notre opinion sur les obligations mexicaines en monnaie forte d'une légère surpondération à une légère sous-pondération. Malgré ce net revirement de tendance des obligations émergentes, nous avons décidé de conserver notre positionnement global en raison de la valeur relative de ces marchés. En effet, les obligations émergentes font encore partie des meilleurs élèves au sein d'un univers obligataire peu reluisant.

Marché des changes, produits alternatifs & liquidités

Aucun changement.

_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.