FOCUS

Points clés requérant l’attention des investisseurs en 2018

Mardi, 01/09/2018

Pour nos perspectives sur 2018, nous analysons l’impact de l’inflation et des questions géopolitiques sur les investissements, examinons le niveau des valorisations des actifs et évaluons le risque du marché afin de déterminer les facteurs clés susceptibles d’avoir une incidence sur les rendements cette année.

Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

Adrien Pichoud
Hartwig Kos
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

D’un côté, 2017 a été une année sans histoire, les marchés actions et obligataires poursuivant leur tendance haussière. De l’autre, plusieurs événements macroéconomiques et de marché, tels que les négociations toujours difficiles sur le Brexit, l’élection présidentielle en France, l’incertitude politique en Allemagne, l’agitation en Catalogne, les hausses de taux d’intérêt aux Etats-Unis et, bien entendu, la Corée du Nord, auraient pu interrompre près de dix ans de hausse sur les marchés.

Comment les marchés vont-ils se comporter en 2018 et que réserve l’économie mondiale aux investisseurs? Une croissance positive, des conditions financières accommodantes et l’amélioration du sentiment préfigurent une deuxième année de croissance mondiale supérieure à la tendance et synchronisée en 2018, tandis que l’inflation restera au centre de l’attention, car elle déterminera le rythme et l’ampleur de la normalisation des politiques monétaires dans les mois à venir. Les membres de l’Investment Strategy Group de SYZ Asset Management se penchent sur les facteurs clés susceptibles d’impacter les rendements en ce début 2018, plaçant l’accent sur la toile de fond macroéconomique, la valorisation des actifs et les risques.

Analyse macroéconomique

Si les facteurs susceptibles d'affecter l'économie mondiale d'un point de vue macroéconomique sont nombreux, nous pensons que l'inflation et les questions géopolitiques constituent les menaces les plus sérieuses pour les actifs risqués en 2018.

1. L'inflation est restée implacablement faible au cours de la dernière décennie, malgré des politiques monétaires exceptionnellement accommodantes. Cette tendance s'explique principalement par des facteurs structurels, tels que l'évolution démographique, la mondialisation ou les innovations technologiques. Par ailleurs, les conséquences de la grande crise financière sur la croissance ont continué de se faire sentir et n'ont commencé à se dissiper que récemment en Europe.
Dans le contexte économique plus favorable que nous connaissons actuellement, les banques centrales – Réserve fédérale américaine en tête – laissent entendre qu'elles se préparent à normaliser leur politique. Compte tenu du soutien que ces politiques accommodantes ont apporté aux actifs risqués au cours des dernières années, les marchés seront très sensibles à tout événement qui pourrait encourager les banques centrales à une accélération inattendue du resserrement. Par conséquent, une remontée, même infime, de l'inflation pourrait être soudainement intégrée par les marchés des actions et du crédit. Les investisseurs devraient se méfier de ce risque et protéger leur portefeuille en conséquence.

2. La géopolitique constitue un autre domaine d'inquiétude. D'ici mi-2018, les modalités d'un accord sur le Brexit (ou de l'absence d'accord) seront connues. Un mauvais divorce entraînerait une aversion pour le risque associé aux actifs britanniques et pourrait avoir des implications régionales plus larges. Les élections italiennes figurent également dans le calendrier des événements risqués en 2018. Nul n'est capable de prévoir actuellement l'issue du scrutin. Ce degré d'incertitude, dans la troisième économie la plus endettée du monde, n'est pas de bon augure pour les actifs risqués. Enfin, tout conflit sur la péninsule coréenne ou au Moyen-Orient aurait très certainement des conséquences négatives. Notre scénario de base considère ces situations comme improbables, mais les investisseurs devraient prendre en compte le manque de visibilité et un risque non nul d'erreur d'appréciation dans leurs allocations d'actifs.

Valorisation des actifs

Les valorisations sont un autre risque sur lequel les investisseurs doivent rester vigilants en 2018 et au-delà. Ce qui rend les valorisations si dangereuses est le fait que, tant que l'environnement macroéconomique est porteur, les investisseurs n'y prêtent pas particulièrement attention. Pourtant, à la moindre modification du contexte général du marché, ils se concentrent subitement sur les prix et sur le fait que tout est cher ou presque.

En ce qui concerne les marchés obligataires, chacun sait que les rendements des emprunts d'Etat occidentaux sont bas. C'est pourtant sur le segment des obligations d'entreprise que se trouvent les actifs les plus chers, et non pas sur celui des obligations d'Etat. Après des années de politique monétaire accommodante et de quête désespérée de revenu par les investisseurs, le marché du haut rendement, en particulier en Europe, est devenu la classe d'actifs la plus chère au monde.

On constate sur le graphique que le taux des obligations à haut rendement européennes (en noir) est inférieur au rendement du dividende des actions du MSCI Euro (en orange). Dans un environnement de remontée des pressions inflationnistes et d'interrogations croissantes sur la politique monétaire de la Banque centrale européenne, à ces niveaux de valorisations, le segment obligataire à haut rendement européen est vulnérable.

Dans l’esprit des investisseurs, les actions sont actuellement la classe d’actifs de choix. En effet, si les obligations sont chères, les actions sont en comparaison plus proches de leur juste valeur. Cet argument reste toutefois relatif et, si l’on observe les valorisations des actions dans l’absolu, la situation est très différente.

Si l’on prend l’exemple du S&P 500, Robert J Shiller, professeur à l’université de Yale et Prix Nobel, a créé une série temporelle connue sous l’acronyme CAPE (Cyclically Adjusted Price Earnings ratio). Ce ratio CAPE vise à fournir un cadre objectif pour comparer les valorisations des actions sur le long terme. Il est actuellement supérieur à 32 par rapport à une moyenne à long terme tout juste inférieure à 17. Les seules périodes où ce ratio a été si élevé ont été peu avant le krach boursier de 1929 et en 1999 pendant la bulle Internet.

S’il est vrai que les valorisations peuvent rester élevées et même tendues pendant une période prolongée, l’important est de prendre en considération que, en cas de détérioration du sentiment envers les actions, les valorisations ne permettront pas d’en amortir l’impact. Cela étant dit, il existe sur les marchés actions une dispersion de styles et de préférences sectorielles considérable. Si certains segments sont très prisés, d’autres sont complètement négligés par les investisseurs.

La dispersion relative des titres «value» par opposition aux titres «growth» en est une parfaite illustration. Pour illustrer l’historique à long terme des facteurs «value» par rapport aux facteurs «growth», nous utilisons le facteur HML du modèle Fama-French, qui mesure la performance des titres affichant des ratios valeur comptable/cours élevés relativement à celle des titres dont ce ratio est bas, ce qui revient à comparer «value» et «growth». Le graphique présente l’écart de performance entre les titres «value» et «growth» par rapport à leur tendance historique.

Les données historiques pour les Etats-Unis (en noir) remontent aux années 1920. On constate qu’aujourd’hui, la dispersion de performance entre «value» et «growth» par rapport à la tendance représente trois écarts-types. Pour mettre cela en perspective, une telle situation se produit tous les 370 ans et nous nous trouvons au milieu de la période. La dispersion «value»/«growth» pour l’Europe (en orange) et le Japon (en vert) est moins extrême, mais existe également.

Il ne faut pas perdre de vue que la nette surperformance des titres «growth» par rapport aux titres «value» coïncide avec une période de politique monétaire ultra-accommodante, offrant des conditions de crédit favorables à la croissance.

Il est clair que les politiques monétaires vont changer de direction, ce qui pourrait influencer les préférences des investisseurs. Compte tenu de la possibilité de scénarios extrêmes, il existe un risque très élevé de rotations de style ou sectorielles soudaines sur différents segments du marché, pas seulement «growth»/«value».

Evaluation du risque

Sous un angle purement quantitatif et au vu des risques, les marchés semblent trop bien se comporter malgré, dans nombre de cas, des valorisations très tendues, ce qui indique une faible marge de manœuvre et peu de refuges dans l'éventualité d'une dislocation des marchés.

Un rapide coup d'œil à l'indice VIX qui a atteint un plus bas historique, donnerait aux investisseurs la fausse impression qu'il n'y a pas d'orage ni même de nuages à l'horizon, comme si les marchés financiers étaient désormais dénués de risques.

En 2018, il est essentiel pour les investisseurs de comprendre les risques sous-jacents inhérents aux marchés financiers, dans un contexte où les indicateurs de marché semblent avoir perdu leur pertinence.

Dans notre scénario de base, nous anticipons au moins une correction (saine) du marché en 2018, la clé étant la capacité à anticiper l'amplitude de cette correction. La question du levier sur le marché et le niveau de confiance dans le marché haussier vont clairement ressurgir. Une approche axée sur le risque se justifierait à ce stade du cycle. Les marchés peuvent bien sûr continuer leur progression, mais l'asymétrie devient plus défavorable à chaque nouveau pic.

2018...un mois après l'autre

Les plans ne valent rien. C'est la planification qui compte. Nous avons une vision claire de ce qui pourrait avoir un impact favorable ou défavorable sur les performances du marché en 2018. A l'instar de 2016, notre vision à long terme et notre positionnement tactique seront fondés sur notre analyse approfondie du contexte économique, notre évaluation des valorisations d'un large éventail de classes d'actifs et une attention particulière aux différents types de risques (risque intrinsèque, corrélation entre les actifs ou risque au sein d'un portefeuille équilibré). Compte tenu des nombreuses incertitudes entourant des événements importants et leurs résultats à ce stade, il est impossible d'opter pour un positionnement de forte conviction ou directionnel sans s'exposer au risque.

Par conséquent, notre approche restera de trouver le meilleur positionnement ajusté en fonction du risque ainsi que des idées ou des instruments créatifs révélant une asymétrie favorable, pour lesquels notre estimation de la hausse attendue est plus attrayante que toute baisse potentielle.

L'année qui s'ouvre offrira très probablement des points d'entrée intéressants, certains des actifs les plus chers actuellement subissant une correction longtemps attendue. L'année 2018 est susceptible de se distinguer de 2017 sur ce point. Comme à l'accoutumée, nous chercherons à investir le capital non pas en suivant le marché, mais en identifiant les actifs sous-valorisés.

De cette manière, que l'inflation augmente, que les spreads de crédit se creusent, que les sociétés technologiques subissent une décote ou que survienne tout autre risque macroéconomique ou de marché inconnu, notre positionnement permettra de tirer parti de la dislocation et de déceler de la valeur. Voilà en quoi consiste l'investissement, une philosophie que nous appliquons depuis 20 ans et continuerons d'appliquer en 2018 et au-delà.

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.