

Notre point de vue mensuel sur l'allocation d'actifs (janvier 2018)

Lundi, 01/08/2018



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

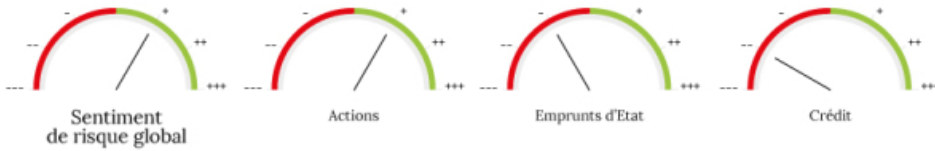


Hartwig Kos



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- Les Etats-Unis et la zone euro ont continué à réserver de bonnes surprises économiques.
- Nous maintenons notre prédilection pour les marchés actions, car les marchés obligataires restent onéreux.



La fête continue

La toile de fond économique et financière a peu évolué ces dernières semaines. Et le simple fait que nous entamions une nouvelle année n'y fera rien: le scénario économique idéal («Goldilocks»), allié au niveau élevé des valorisations, reste en place. La seule actualité majeure sur le front économique a concerné la réforme fiscale américaine et les mesures connexes sur le rapatriement des bénéficiaires. Cette réforme va temporairement stimuler la croissance et gonfler les BPA au niveau du S&P 500 d'environ 10 dollars, soit une hausse supplémentaire des bénéfices de quelque 7% cette année à un niveau moyen de 150 dollars selon les estimations des analystes. La question de savoir comment les liquidités rapatriées seront réparties entre fusions-acquisitions, dividendes exceptionnels et investissements productifs reste en suspens et variera en fonction des entreprises et des secteurs, mais là encore cette manne ne devrait pas modifier les perspectives économiques au-delà de 2018.

Par ailleurs, l'inflation aux Etats-Unis reste inférieure aux attentes en dépit du faible taux de chômage, de la hausse des prix des matières premières et de la fermeté de la croissance. La situation des autres grands pays développés est identique: la faiblesse de l'inflation permet aux banques centrales de privilégier la prudence. Outre les facteurs structurels bien connus comme le vieillissement de la population, la faiblesse de la productivité et le surendettement, l'effet Amazon semble également contribuer à freiner l'inflation dans la mesure où, grâce à la technologie, l'offre tend désormais à s'ajuster aussi rapidement que la demande. Nous pensons à présent que la croissance pourrait être plus forte que prévu au premier semestre 2018, notamment aux Etats-Unis, tandis que l'inflation devrait également donner des signes de stabilisation vers la fin du premier trimestre.

Nous restons positifs vis-à-vis de l'exposition au risque au niveau de nos portefeuilles et privilégions les actions (en particulier les actions japonaises, suivies des actions européennes puis des actions américaines) au détriment du crédit. Le segment du haut rendement dans son ensemble offre un potentiel de hausse limité, si ce n'est un portage bien mince (qui est même inférieur au rendement du dividende des marchés européens) tout en étant exposé au risque d'essoufflement de la dynamique économique et/ou d'une accélération de l'inflation et, partant, d'une normalisation des taux à un moment ou un autre l'an prochain. Il convient donc de faire preuve d'une attention accrue et d'une plus grande sélectivité. Un nombre restreint d'émetteurs, tels que le Mexique et la Turquie, dans l'univers de la dette émergente en monnaie forte et en monnaie locale continuent d'offrir une certaine valeur relative, même si peu enthousiasmante.

Bien que nous rejetions l'idée d'une envolée de l'inflation et d'une correction massive des obligations (nous entrevoyons plutôt un «timide» repli des marchés obligataires), nous maintenons notre sous-pondération sur la durée. Face au contexte économique actuel et à l'appétit pour le risque sur les marchés financiers, la tendance des taux reste orientée à la hausse. Le choix le «moins mauvais» est la durée américaine, de préférence au travers des instruments indexés sur l'inflation. Notre principale préoccupation reste le risque d'une forte remontée de la partie longue de la courbe des emprunts d'Etat susceptible d'induire un ajustement à la baisse des valorisations de nombreuses classes d'actifs. L'inflation est le pire ennemi des actifs financiers. Cependant, les actions ne devraient pas connaître un ajustement brutal pour peu que les pressions inflationnistes restent faibles et que le niveau final des taux, le rythme de leur rehaussement et les motifs sous-jacents demeurent raisonnables (c'est-à-dire en phase avec le contexte macroéconomique). En résumé, les conditions devraient rester favorables à l'entame de la nouvelle année.

_Fabrizio Quirighetti

Contexte économique en bref et analyse globale

L'économie est parvenue à encore nous réserver une bonne surprise avant la fin de l'année 2017: le Congrès américain a enfin voté la réforme fiscale tant attendue qui avait largement nourri les conjectures suite à l'élection de Donald Trump. Dans un contexte marqué par une réaccélération des données économiques américaines après un premier semestre plutôt terne, cette réforme ne peut qu'alimenter la dynamique positive observée actuellement, même si son impact quantifiable direct sur le PIB est susceptible d'être limité. Une évolution loin d'être négligeable lorsqu'elle concerne la première puissance économique mondiale. Surtout que cette solide dynamique se retrouve dans les autres économies développées, l'Europe en tête, sachant par ailleurs que les pays émergents tirent parti d'une forte demande extérieure et du redressement des prix des matières premières. D'un point de vue macroéconomique, les conditions idéales restent en place à l'entame de 2018 et les risques à court terme qui pèsent sur le cycle économique paraissent même davantage haussiers que baissiers. L'incertitude majeure s'agissant des perspectives pour 2018 est l'inflation: le risque d'une hausse, même modérée, des indices des prix s'accroît si bien que le rythme et l'ampleur d'une éventuelle accélération pourraient inciter les banques centrales à se montrer plus fermes dans la normalisation de leur politique monétaire.

Croissance

Les grandes économies développées affichent toutes une croissance positive, souvent même supérieure à son potentiel. L'Europe continentale est indéniablement le pilier de cette dynamique mondiale, la vigueur de la zone euro se propageant aux régions voisines, en particulier aux pays émergents d'Europe de l'Est. En parallèle aux perspectives de croissance favorables aux Etats-Unis, ces tendances sont appelées à se maintenir au premier semestre 2018 en l'absence de choc exogène.

Inflation

Les taux d'inflation des pays développés sont restés insensibles à la vigueur du cycle économique en 2017. Malgré l'absence de tendance visible à ce stade, les signes d'une certaine accélération (même si modérée) se multiplient si bien que l'inflation sera le principal facteur macroéconomique à surveiller en 2018.

Orientation des politiques monétaires

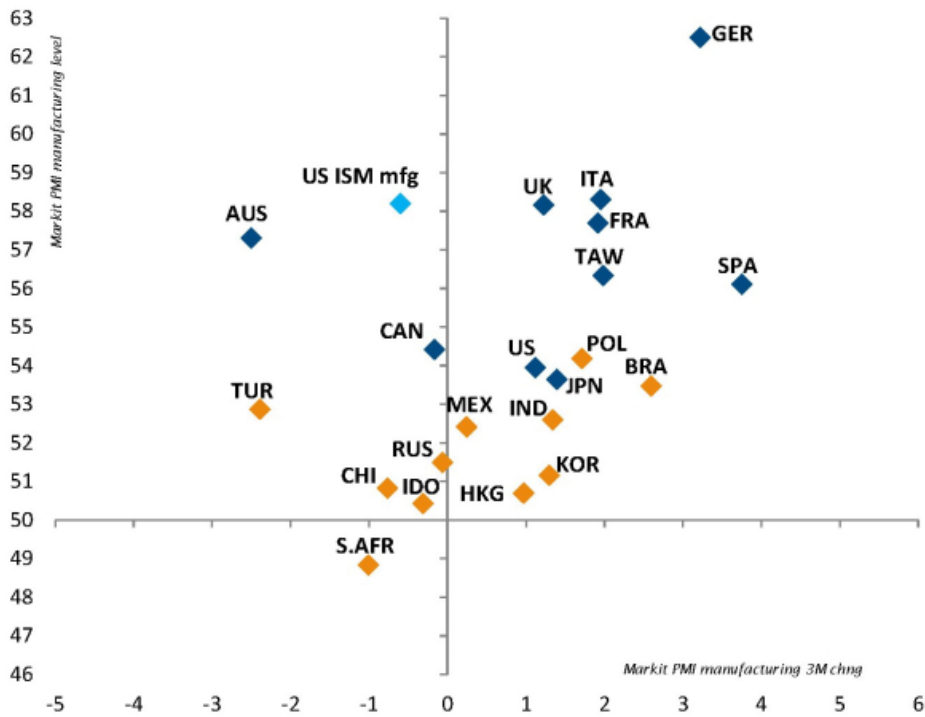
Incontestablement, la dynamique de l'inflation dictera le rythme et l'ampleur de la normalisation (jusqu'ici très prudente) actuellement orchestrée par les grandes banques centrales. Si l'inflation venait à se montrer plus forte que prévu dans un contexte de solide croissance économique, les banques centrales pourraient éprouver le besoin d'accélérer l'ajustement de leurs politiques.

«D'un point de vue macroéconomique, les conditions idéales restent en place à l'entame de 2018, avec de possibles risques positifs à court terme.»

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



Tendances et niveau de l'indice PMI manufacturier



Source

Sources: Factset, Markit, SYZ Asset Management. Données au 22 décembre 2017

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



Source

Sources: Factset, Markit, SYZ Asset Management. Données au 22 décembre 2017

Economies développées

La croissance américaine n'a rien perdu de son élan durant les dernières semaines de 2017, les données sur la confiance des ménages, les dépenses de consommation, les commandes de biens durables, la production industrielle, l'immobilier et le moral des entreprises annonçant la poursuite de l'expansion et un trimestre à nouveau marqué par une croissance d'environ 3% du PIB en rythme annualisé. En conséquence, la Réserve fédérale a été en mesure de relever ses taux à court terme pour la troisième fois sur l'année, suffisamment confiante sur le fait que le resserrement du marché du travail finira par induire une accélération de la croissance des salaires et de l'inflation. Le vote de la réforme fiscale tant attendue en toute fin d'année ne peut qu'alimenter cette dynamique de croissance positive, même si son impact direct est susceptible d'être limité. Le « choc de confiance » pourrait être suffisant pour stimuler la bonne tenue actuelle de l'investissement, de l'immobilier et de la consommation, sachant que le crédit à la consommation se redresse depuis quelque temps malgré la hausse des taux à court terme.

Parallèlement, l'accélération spectaculaire de la croissance constatée depuis la mi-2016 s'est poursuivie dans la zone euro. Un puissant rattrapage de la consommation intérieure et de l'investissement est en cours, soutenu par une solide demande extérieure et des conditions de crédit extrêmement accommodantes. Cette embellie qui concerne l'ensemble de l'union monétaire se propage également aux pays voisins non membres de l'euro comme la Suisse, les pays nordiques et l'Europe de l'Est. Bien que l'inflation reste faible dans la zone euro, cette dynamique de croissance positive est susceptible de nourrir le débat sur la normalisation de la politique de la Banque centrale européenne, mais ce pas avant la mi-2018 dans la mesure où son programme réduit d'achats d'actifs n'est censé prendre fin qu'en septembre.

Il est également peu probable que la normalisation de la politique monétaire de la Banque du Japon (BoJ) soit sérieusement évoquée avant l'été prochain étant donné que le mandat de son gouverneur Haruhiko Kuroda expirera en avril. Ce dernier semble avoir de bonnes chances d'être reconduit à son poste, mais quel qu'il soit, le prochain dirigeant de la BoJ pour les cinq ans à venir pourrait lui aussi devoir orchestrer une normalisation progressive de la politique monétaire, dans un contexte de maintien d'une solide croissance au Japon.

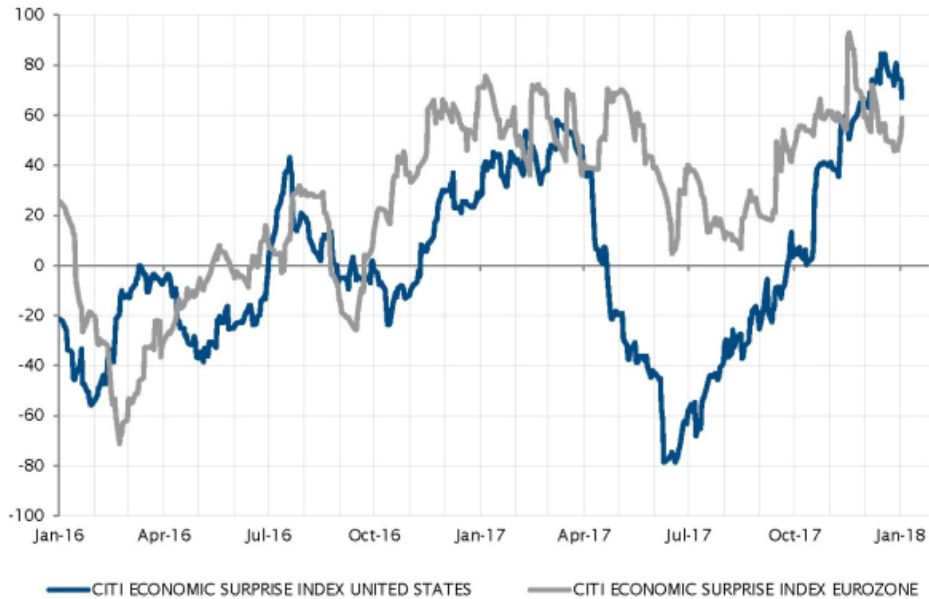
Economies émergentes

La dynamique de croissance des pays émergents reste positive alors que l'effet combiné de facteurs macroéconomiques favorables au niveau mondial dope le niveau global de l'activité: solide demande extérieure issue des pays développés, hausse des prix de l'énergie et des matières premières, affaiblissement du billet vert et ralentissement de l'inflation à un niveau même faible dans certains cas (hormis quelques exceptions notoires comme la Turquie et le Mexique) sont autant de facteurs permettant aux banques centrales d'assouplir leur politique monétaire. Des pays d'Europe de l'Est comme la Pologne tirent largement parti de la dynamique dans la zone euro. Les pays d'Asie orientale bénéficient du taux de croissance relativement stable de la Chine et de la fermeté de la demande mondiale, notamment celle de produits technologiques. Parmi les principaux pays émergents, seule l'Afrique du Sud continue à présenter une situation économique moins reluisante. Les récents remaniements au niveau politique laissent espérer un changement de direction dans la gestion des affaires économiques du pays, mais leur possible impact est peu susceptible de se manifester à court terme.

_Adrien Pichoud



L'économie aux Etats-Unis et dans la zone euro réserve de bonnes surprises



Source

Sources: Factset, SYZ Asset Management. Données au 9 janvier 2018

Investment Strategy Group - Synthèse et valorisations des actifs

Risque et duration

Aucun changement dans notre analyse.

Marchés actions

En ce qui concerne nos préférences relatives parmi les marchés actions, nous avons rehaussé le Royaume-Uni et le Canada d'un cran à légère surpondération compte tenu de leurs valorisations relativement attractives. Le Japon a également été rehaussé d'un cran à légère surpondération, ce qui en fait notre marché actions favori. Ce rehaussement tient à plusieurs raisons.

En premier lieu, le marché japonais est peu onéreux par rapport aux autres places boursières, aspect sur lequel notre équipe multi-actifs s'est déjà étendue en détail ces derniers temps. L'autre facteur qui offre une toile de fond favorable aux actions japonaises est la solidité de la situation économique alliée à la faiblesse des pressions inflationnistes et au maintien d'une politique très accommodante par la banque centrale. En outre, les actions japonaises présentent un levier financier nettement moins important comparé à la plupart des marchés actions occidentaux. Ce point n'est pas sans importance. Ces dix dernières années en effet, les entreprises, notamment aux Etats-Unis, ont émis de la dette pour financer des rachats d'actions. De fait, ces rachats d'actions ont notamment constitué l'un des principaux moteurs de la performance des bourses américaines. Le revers de la médaille est que l'endettement des entreprises n'a eu cesse d'augmenter. En conséquence, les entreprises doivent consacrer une part croissante de leur EBIT à la couverture des intérêts, réduisant d'autant le résultat net dont elles disposent pour répondre à leurs autres impératifs. A titre d'exemple, le rendement du dividende au niveau de l'indice TOPIX atteint actuellement 1,74%, contre 1,82% pour le S&P 500. Or, le taux de distribution des entreprises du TOPIX est inférieur à 30% alors qu'il dépasse 50% dans le cas du S&P 500. Il s'ensuit que les entreprises japonaises peuvent se permettre de distribuer une proportion nettement moindre de leur bénéfice net pour maintenir un rendement du dividende similaire à celui des entreprises américaines. Cette différence tient en partie à l'écart de valorisation entre les marchés japonais et américain. Une autre partie tient au fait qu'aux Etats-Unis, une plus grande proportion de l'EBIT est consacrée au paiement des intérêts et que le résultat net global sur lequel les dividendes sont prélevés est relativement moindre. De plus, compte tenu du cycle de relèvement progressif des taux d'intérêt actuellement engagé, l'endettement des entreprises américaines pourrait devenir problématique. Ce risque est nettement moins important au Japon, sachant que la BoJ se situe loin derrière la Réserve fédérale américaine s'agissant du cycle de relèvement des taux. Enfin, malgré l'opinion favorable des investisseurs vis-à-vis du Japon, le positionnement sur le marché reste très modeste.

«Compte tenu du cycle de relèvement progressif des taux d'intérêt actuellement engagé, l'endettement des entreprises américaines pourrait devenir problématique.»

— Hartwig Kos

Marchés obligataires

Suite à la solide performance des marchés obligataires en novembre et début décembre 2017, notre analyse vis-à-vis des obligations italiennes indexées sur l'inflation, les Bunds allemands et les emprunts d'Etat australiens a changé. Par conséquent, les bons du Trésor américain constituent désormais notre unique surpondération parmi les marchés d'emprunts d'Etat des pays développés. Notre opinion sur tous les autres est légèrement négative ou négative.

Cela n'est guère surprenant dans la mesure où les bons du Trésor américain offrent un portage relativement favorable par rapport aux autres marchés obligataires. En outre, les rendements dans le segment à deux ans du marché américain ont enregistré une hausse constante au cours des six derniers mois. Le taux des bons du Trésor à deux ans s'établit actuellement à 2%, soit un niveau supérieur au rendement du dividende des sociétés du S&P 500. Par conséquent, les investisseurs américains disposent désormais d'une alternative aux actions américaines pour obtenir un revenu. Cette évolution radicale en termes de valorisation relative pourrait avoir des répercussions à l'avenir.

Changes et liquidités

Aucun changement dans notre analyse.

_Hartwig Kos

«Le taux des bons du Trésor à deux ans s'établit actuellement à 2%, soit un niveau supérieur au rendement du dividende des sociétés du S&P 500.»

— Hartwig Kos

