

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

Mardi, 04/10/2018

Il existe de nombreuses raisons d'être prudents et c'est sans doute ce qui explique l'environnement de marché défavorable actuellement: le scandale des données sur Facebook, les litiges commerciaux, le resserrement de la politique monétaire et le ralentissement des données économiques, pour ne citer que ces quelques exemples.



Fabrizio Quirighetti

Macroeconomic Strategist



Hartwig Kos



Adrien Pichoud

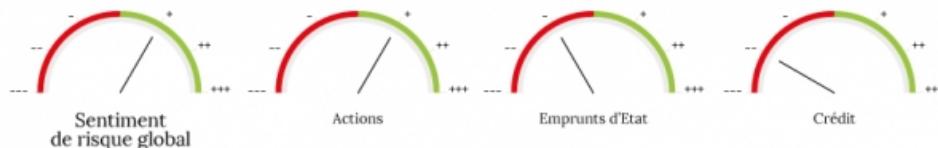
Chief Economist & Senior Portfolio Manager



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management

- La conjoncture économique mondiale, même si elle reste positive en termes de croissance, d'inflation et de politique monétaire, donne ces derniers temps l'impression d'être beaucoup moins prévisible.
- La volatilité est de retour sur les marchés financiers depuis le début de l'année, alimentée par des incertitudes macroéconomiques.
- Les marchés obligataires se sont améliorés à la marge, mais nous maintenons une préférence pour les actions.



Les fondamentaux plus forts que le sentiment

Il existe de nombreuses raisons d'être prudents et c'est sans doute ce qui explique l'environnement de marché défavorable actuellement: le scandale des données sur Facebook, les litiges commerciaux, le resserrement de la politique monétaire et le ralentissement des données économiques, pour ne citer que ces quelques exemples. Bien que la hausse des taux d'intérêt et le ralentissement de la dynamique de croissance sur les marchés développés ne soient pas vraiment surprenants, la conjonction de ces deux éléments a créé un contexte de marché plus fragile, qui contraste avec le scénario «Boucles d'or» de l'année dernière. Dans ces conditions, l'escalade des représailles douanières est probablement la principale inquiétude pour les marchés. Pour l'instant, les chiffres ne sont pas suffisants pour faire vaciller la dynamique de croissance mondiale, et nous pensons que les États-Unis (c'est-à-dire le président Trump) ainsi que la Chine et d'autres grands partenaires économiques, n'ont pas de réelle motivation à s'engager dans une guerre commerciale qui conduirait certainement à leur destruction réciproque. Autrement dit, les paroles ne valent que si elles sont suivies d'actes.

Sur une note plus positive, les inquiétudes liées à l'inflation se sont dissipées, validant dans une certaine mesure notre décision tactique de relever la duration vers une légère sous-pondération le mois dernier. Nous pensons en effet qu'une tendance haussière pourrait émerger au cours des prochaines semaines, en particulier compte tenu de l'amélioration des valorisations des emprunts d'Etat depuis la fin de l'année dernière. Toutefois, à moyen terme, les perspectives sont plus mitigées, car les craintes inflationnistes risquent de ressurgir tôt ou tard et les banques centrales réévaluent la trajectoire du resserrement de leur politique monétaire.

Au sein de l'espace obligataire, notre légère surpondération de la dette des marchés émergents est renforcée par l'amélioration des valorisations aussi bien absolues que relatives, en particulier par rapport au crédit. Par ailleurs, les conditions d'un scénario de type «Boucles d'or» semblent réunies pour les économies émergentes, avec un contexte économique en amélioration et des mesures supplémentaires d'assouplissement monétaire qui devraient favoriser un rebond lent et progressif de la croissance. Toutefois, les obligations émergentes (notamment celles en monnaie locale) pourraient pâtir de la hausse à venir des taux de la Fed et/ou de la remontée du dollar. D'où le maintien d'un positionnement tactique et sélectif dans cette classe d'actifs.

Du côté du marché actions, les obstacles réglementaires potentiels auxquels sont confrontées certaines grandes sociétés du secteur technologique ont entraîné quelques désillusions pour les leaders du marché. Ces incertitudes pèsent sur notre évaluation des valorisations, en particulier en ce qui concerne les valeurs les plus connues. Cela dit, l'ère de la bulle dot-com est depuis longtemps révolue, et la plupart des sociétés technologiques aujourd'hui présentent une solide croissance de leurs résultats et une trésorerie abondante. Il en va de même pour le reste des marchés actions. Le régime de la volatilité a clairement évolué depuis février, même si les estimations de croissance des bénéfices se sont accélérées depuis la fin de l'année dernière. Les investisseurs doivent donc faire face à un dilemme délicat: un contexte économique actuellement très favorable, mais appelé à se détériorer ultérieurement. Reste maintenant à savoir quelle sera l'ampleur de cette détérioration et si elle interviendra rapidement. Nous pensons qu'il s'agit davantage d'un ralentissement de milieu de cycle que d'une récession. D'un autre côté, le niveau élevé des valorisations laisse une faible marge de manœuvre pour absorber les incertitudes externes ou politiques, comme une guerre commerciale ouverte, qui pourrait constituer une menace sérieuse pour la conjoncture macroéconomique. Bien que le statu quo soit le résultat le moins probable (autrement dit, la volatilité pourrait avoir une incidence différée), nous maintenons une légère surpondération du risque, car nous restons persuadés que nous assistons davantage à une correction qu'au début d'un marché baissier. L'arrivée du printemps devrait raviver la confiance.

Fabrizio Quirighetti

Contexte économique en bref et analyse globale

Il n'est pas difficile d'établir un lien entre le retour de la volatilité sur les marchés financiers et l'accroissement rapide des incertitudes économiques. En l'espace de quelques mois à peine, nous sommes passés d'une période d'expansion mondiale stable, harmonisée, caractérisée par une absence d'inflation et une trajectoire apparemment prévisible à une tendance beaucoup plus polymorphe.

Aux Etats-Unis, les baisses d'impôt ont stimulé les prévisions de croissance et d'inflation. Elles ont néanmoins eu pour corollaire d'accélérer le rythme prévu du resserrement de la politique monétaire, ce qui pourrait avoir des répercussions imprévisibles dans un contexte de volumes d'émissions record de bons du Trésor américain. Par ailleurs, Donald Trump a ouvert la boîte de Pandore en annonçant l'imposition de droits de douane sur les importations américaines.

Dans la zone euro, en revanche, la dynamique économique s'essouffle et semble avoir atteint un pic, tandis que les exportations sont ralenties par le renforcement de l'euro et les incertitudes commerciales mondiales. L'incertitude est d'ordre politique au Japon où Shinzo Abe, après avoir remporté une large victoire aux élections de l'automne dernier, est empêtré dans un scandale qui pourrait le contraindre à quitter ses fonctions avant la fin de l'année au profit d'un Premier ministre partisan de davantage d'austérité budgétaire.

Enfin, les économies émergentes, qui suivent depuis quelque temps une trajectoire ascendante, sont à présent confrontées à la menace des droits de douane américains, à leur incidence négative potentielle sur la Chine ainsi qu'à la perspective d'un resserrement de la politique monétaire américaine.

Il est intéressant de constater qu'aucun de ces facteurs n'est nécessairement négatif, ni garanti et que leurs conséquences ne sont pas clairement définies. La conjoncture économique mondiale reste positive, que ce soit en termes de croissance, d'inflation ou de politique monétaire. Mais ces derniers temps, elle donne l'impression d'être beaucoup moins prévisible.

La Croissance

L'ensemble des grandes économies développées et émergentes sont en expansion. La tendance des données s'est récemment inversée en Europe et indique un ralentissement de la dynamique de croissance.

L'inflation

A l'instar de la dynamique de croissance, l'inflation marque le pas en Europe depuis quelque temps, bien qu'elle reste relativement positive en Amérique du Nord et au Japon. Les pressions désinflationnistes restent à l'œuvre dans plusieurs grandes économies émergentes.

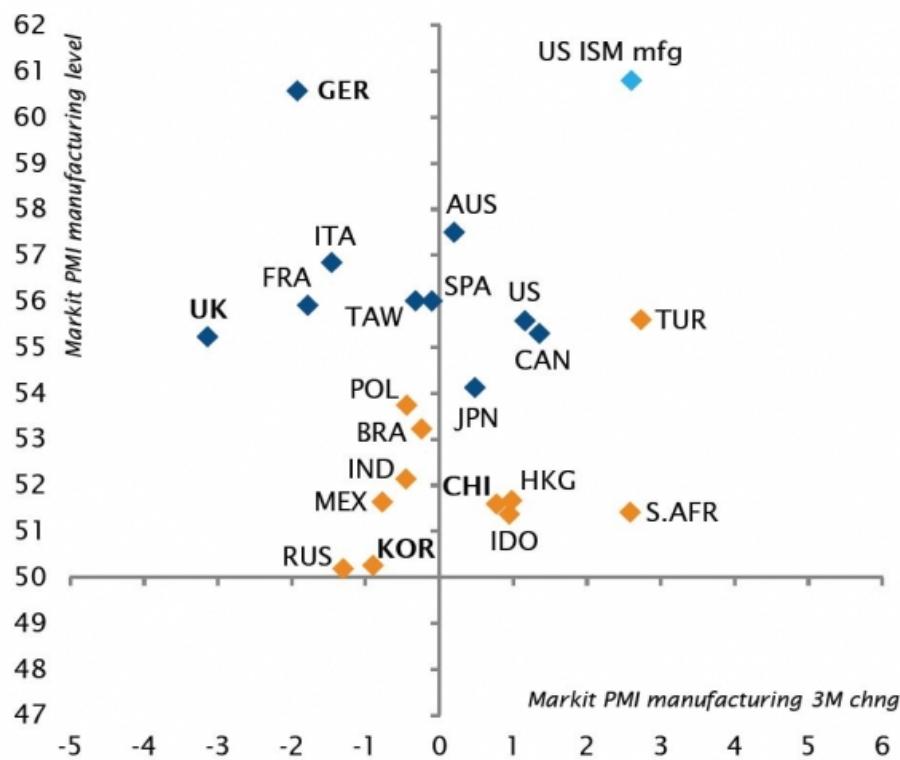
L'orientation des politiques monétaires

La normalisation de la politique monétaire se poursuit aux Etats-Unis. En Europe, le ralentissement de la croissance et la dynamique d'inflation contraint la Banque centrale européenne (BCE) à agir avec plus de prudence. Les banques centrales émergentes continuent de s'orienter progressivement vers des politiques monétaires moins restrictives.

« En l'espace de quelques mois à peine, nous sommes passés d'une période d'expansion mondiale stable, harmonisée, caractérisée par une absence d'inflation et une trajectoire apparemment prévisible à une tendance beaucoup plus polymorphe. »

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

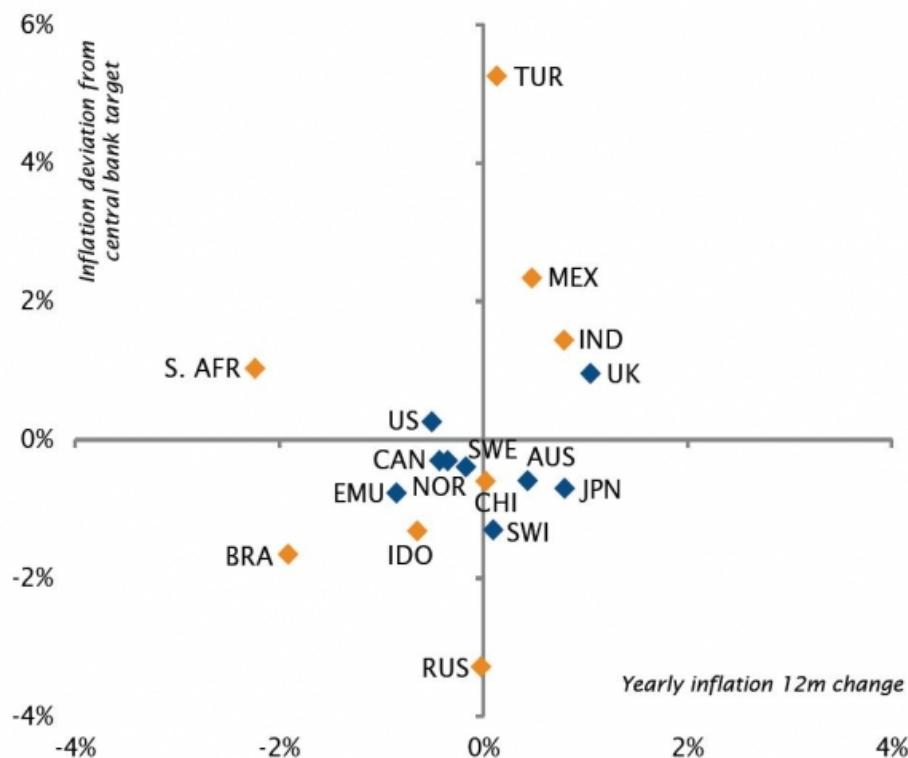
Tendances et niveau de l'indice PMI manufacturier



Source

Sources: Factset, Markit, SYZ Asset Management. Données au: mercredi 21 mars 2018

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



Source

Sources: Factset, Markit, SYZ Asset Management. Données au: mercredi 21 mars 2018

Economies développées

Oups!... Donald Trump remet ça! Non, nous ne faisons pas allusion à un tweet en particulier, à un limogeage à la Maison-Blanche ni à un revirement diplomatique soudain. Nous parlons ici de la bouffée d'euphorie déclenchée par les baisses d'impôt approuvées par le Congrès fin 2017. Comme cela avait été le cas immédiatement après les élections, tous les indices de confiance des ménages et des entreprises se sont envolés, atteignant des niveaux inédits depuis des années, voire des décennies.

Toutefois, comme à la fin 2016/au début 2017, cet optimisme ne se traduit pas par une réelle accélération de la croissance. La consommation des ménages reste même atone, malgré le faible taux de chômage. La question qui se pose est de savoir si ce phénomène est le résultat d'une demande contenue qui attend l'application concrète des mesures de baisse d'impôt pour s'exprimer ou bien s'il est symptomatique de conditions de crédit moins accommodantes au sein d'une économie dépendante du crédit. Malgré tout, l'optimisme des investisseurs et la croissance des dépenses d'investissement permettent d'envisager des perspectives positives pour l'économie américaine.

En Europe, le tableau n'est pas aussi idyllique qu'au second semestre 2017. Les indicateurs économiques sont en repli par rapport à leurs pics de l'année dernière. Cette baisse s'explique, d'une part, par le fait que l'embellie ne pouvait pas se maintenir indéfiniment, et d'autre part, en raison d'obstacles à court terme, comme l'effet à retardement de l'appréciation de l'euro sur les exportateurs européens, sur fond de montée des tensions commerciales internationales. Pour couronner le tout, après quelques mois de répit, la politique italienne suscite à nouveau des inquiétudes autour des projets européens.

Point positif pour les marchés, la BCE n'est pas tentée de précipiter la normalisation de sa politique monétaire, en particulier compte tenu des niveaux léthargiques de l'inflation dans la zone euro. Cela signifie également que les autres banques centrales européennes devront attendre un peu plus longtemps avant d'abandonner leurs politiques monétaires ultra-accommodantes. La seule exception est sans doute la Banque d'Angleterre, qui envisage de relever ses taux pour juguler une inflation supérieure à son objectif, tandis que l'accord de transition du Brexit est en passe d'être finalisé.

Economies émergentes

L'Afrique du Sud, qui faisait jusqu'à présent figure de lanterne rouge parmi les principaux pays émergents, enregistre enfin une dynamique économique positive et une reprise convaincante. Cette évolution tient aux changements intervenus au sein de l'appareil politique, mais également au cercle vertueux amorcé par le rebond de la monnaie qui, en réduisant les pressions inflationnistes, donne à la banque centrale une marge de manœuvre suffisante pour éventuellement baisser les taux au cours de l'année.

Le ralentissement de l'inflation reste de mise dans la majorité des pays émergents, où la faiblesse du dollar et la désinflation importée qui en résulte permettent à plusieurs banques centrales d'assouplir leur position de politique monétaire. C'est notamment le cas du Brésil ou de la Russie, qui ont encore baissé leurs taux, et de la Turquie ou du Mexique, qui ont ajusté leurs perspectives. Concernant le Mexique et le Brésil, l'approche des élections présidentielles ajoute un certain degré d'incertitude à des scénarios de croissance qui seraient autrement favorables.

La Chine affiche en ce moment de solides données économiques, légèrement faussées toutefois par le calendrier du Nouvel An chinois. Le gouvernement poursuit sa politique d'ajustement des conditions de crédit afin de maîtriser la croissance du système financier. A court terme, les incertitudes entourant la Chine résident principalement dans l'impact potentiel d'une hausse des droits de douane sur les importations aux Etats-Unis et surtout dans l'escalade des tensions commerciales entre les deux principales économies de la planète.

Adrien Pichoud

Aux Etats-Unis, la confiance est élevée, mais la croissance réelle reste à la traîne pour l'instant



Investment Strategy Group - Synthèse et valorisations des actifs

Risque et duration

Aucun changement dans notre analyse.

Marchés actions

Nos préférences en termes d'actions n'ont pas beaucoup varié le mois dernier. Seule la Suède a été rehaussée d'une opinion légèrement négative à positive.

Toutefois, de manière générale, depuis quelques mois, l'Investment Strategy Group commence à réorienter ses perspectives d'investissement globales vers les actions. La même remarque s'applique aux principaux segments géographiques, à l'exception notable des marchés émergents, où nous continuons de privilégier le risque obligataire sur le risque actions.

Nous maintenons depuis longtemps une préférence pour les secteurs cycliques par rapport aux secteurs défensifs. Ces derniers temps, notre secteur préféré en dehors de l'énergie est le secteur financier et plus particulièrement les banques. Leurs faibles niveaux de valorisations, le lien qu'elles entretiennent généralement avec le cycle conjoncturel mondial ainsi que leurs caractéristiques naturelles de couverture contre les hausses de taux d'intérêt, expliquent leur forte allocation au sein d'un grand nombre de nos portefeuilles.

Bien que le secteur bancaire reste un thème d'investissement que nous apprécions, certains des aspects qui le rendaient attrayant au départ se sont un peu émoussés. Les valorisations des banques ne sont plus aussi avantageuses, les rendements ont beaucoup progressé au cours des dernières années et malgré la solidité du cycle conjoncturel, la trajectoire a désormais plus de chances d'être descendante qu'ascendante. Bien qu'il soit encore trop tôt pour nous tourner vers les secteurs défensifs, nous commençons à percevoir de la valeur dans des secteurs comme les produits pharmaceutiques et les télécommunications, qui ont accusé des pertes substantielles en cette période de hausse des rendements.

Bien que le secteur bancaire reste un thème d'investissement que nous apprécions, certains des aspects qui le rendaient attrayant au départ se sont un peu émoussés. Les valorisations des banques ne sont plus aussi avantageuses, les rendements ont beaucoup progressé au cours des dernières années et malgré la solidité du cycle conjoncturel, la trajectoire a désormais plus de chances d'être descendante qu'ascendante.

— Hartwig Kos

Marchés obligataires

Après avoir rehaussé nos perspectives sur la duration et les obligations nominales occidentales au cours des derniers mois, quelques ajustements s'imposent naturellement et nous incitent à accroître notre exposition aux emprunts d'Etat français et italiens, dont les valorisations nous paraissent intéressantes, en particulier en ce qui concerne l'Italie par rapport à l'Allemagne. Par ailleurs, la position accommodante de la BCE devrait limiter l'élargissement des spreads. L'ensemble des marchés obligataires européens font donc désormais l'objet d'une «opinion légèrement négative». Le même argument est valable pour le crédit investment grade européen, qui a également été rehaussé du statut d'«opinion fortement négative» à celui d'«opinion négative», en ligne avec les autres segments investment grade.

Parmi les marchés émergents, nous avons effectué quelques changements mineurs, mais le tableau d'ensemble reste identique. Les obligations émergentes en monnaie locale et en monnaie forte restent, avec les emprunts d'Etat nominaux occidentaux, nos segments obligataires privilégiés. Cela dit, nous avons réévalué certaines de nos préférences au sein de cette classe d'actifs. Les obligations locales polonaises et mexicaines ont été dégradées d'un cran à «opinion légèrement négative», tandis que les obligations turques en monnaie forte ont été rehaussées à «opinion positive». Dans le cas de la Pologne, ce changement de statut s'explique par une détérioration des valorisations après une très forte performance. Concernant le Mexique, il est dû aux inquiétudes suscitées par les négociations de l'ALENA, au risque lié à l'élection présidentielle ainsi qu'à la vulnérabilité évidente du peso dans un environnement de risque accru. Le relèvement de la note des obligations turques a été motivé par les valorisations, qui semblent avoir intégré un certain nombre de nouvelles négatives concernant la Turquie.

« Les obligations émergentes en monnaie locale et en monnaie forte restent, avec les emprunts d'Etat nominaux occidentaux, nos segments obligataires privilégiés. »

— Hartwig Kos

Marché des changes & liquidités

Compte tenu des progrès accomplis entre le Royaume-Uni et l'Union européenne en vue de négocier une période de transition pour le Brexit, la pression sur la livre sterling semble s'être relâchée, ce qui nous a amenés à réévaluer notre note d'«opinion négative» à «opinion légèrement négative». Aucune autre modification n'a été effectuée dans ces secteurs.

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.