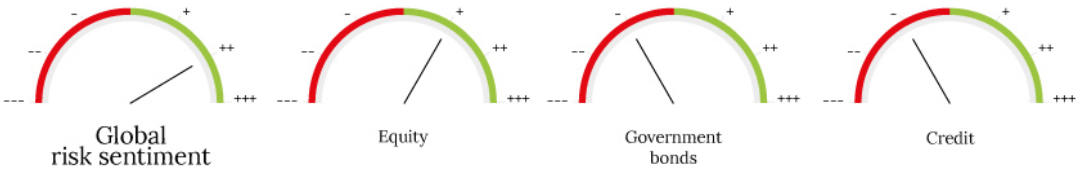
SYZ PRIVATE BANKING

ASSET ALLOCATION INSIGHTS

Octobre 2018

NOTRE POINT DE VUE MENSUEL SUR L'ALLOCATION D'ACTIFS



LE CYCLE N'EST PAS (ENCORE) ARRIVÉ À SON TERME

Le cycle de marché ne va pas mourir de vieillesse

Les inquiétudes récurrentes sur les causes possibles (par exemple, les tarifs douaniers) ou symptômes (par exemple, l'aplatissement de la courbe des taux) de la fin de cycle de l'économie américaine sont légitimes à ce stade, mais n'en restent pas moins prématurées. Si la déception paraît inévitable après la croissance supérieure aux prévisions de ces derniers trimestres, il ne s'agira pas d'une récession en bonne et due forme, tant que l'inflation reste maîtrisée et que la politique monétaire ne devient pas trop restrictive. Comme le dit l'adage: «Le cycle ne meurt que quand la Fed se tire une balle dans la tête», que ce soit à l'occasion d'un faux pas politique ou à cause de l'inflation.

Les difficultés économiques européennes sont surestimées

Si l'on applique le même raisonnement pour l'Europe, compte tenu de la position actuelle de la BCE et du niveau de l'inflation sous-jacente, il est inutile de s'inquiéter outre mesure des performances économiques médiocres de la zone euro. Ces dernières sont imputables, dans une certaine mesure, aux économies du bloc qui produisent moins que leur potentiel.

Des signes tangibles de stabilisation dans la zone euro

La demande intérieure continue d'afficher un potentiel de rattrapage important. Ainsi, en l'absence de signes annonciateurs d'exubérance économique, nous pourrions assister à une période de contraction prolongée. Fait encourageant, associés à une croissance respectable à forte ailleurs sur le continent, des signes récents et tangibles de stabilisation de l'activité de la zone euro devraient rétablir la confiance, si l'on fait abstraction du feuilleton du budget italien.

Le plus bas chinois pourrait booster le sentiment

Enfin, en Chine, le gouvernement s'efforce désormais d'atténuer et d'inverser indirectement le ralentissement de l'expansion du crédit qu'il a orchestré l'an dernier. La reprise de l'activité de la Chine, qui est toujours prévue, devrait contribuer à l'amélioration du sentiment vis-à-vis des actions non américaines et des actifs émergents en particulier.

Maintien (pour l'instant) de la préférence relative pour les USA

Par conséquent, nous n'avons pas modifié notre positionnement principal qui consiste à préférer les actions aux obligations. Du point de vue tactique, nous avons relevé la pondération des actions japonaises et de la zone euro, si bien que notre préférence relative pour les actions américaines, si elle subsiste, a été indirectement réduite. Tant qu'il y a de la musique, il faut continuer de danser.

Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

Auteurs

Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist
Maurice Harari
Senior Portfolio Manager
Adrien Pichoud
Economist
Luc Filip
Head of Private Banking Investments

SYZ Private Banking
Tél. +41 (0)58 799 10 00 - info@syzgroup.com - www.syzbank.com

Veuillez lire l'intégralité des mentions légales

CONTEXTE ÉCONOMIQUE EN BREF ET ANALYSE GLOBALE

La stabilisation de la croissance et l'intégration des risques devraient permettre aux marchés de reporter leur attention sur l'abandon du QE, mais les élections de mi-mandat aux États-Unis pourraient semer le trouble

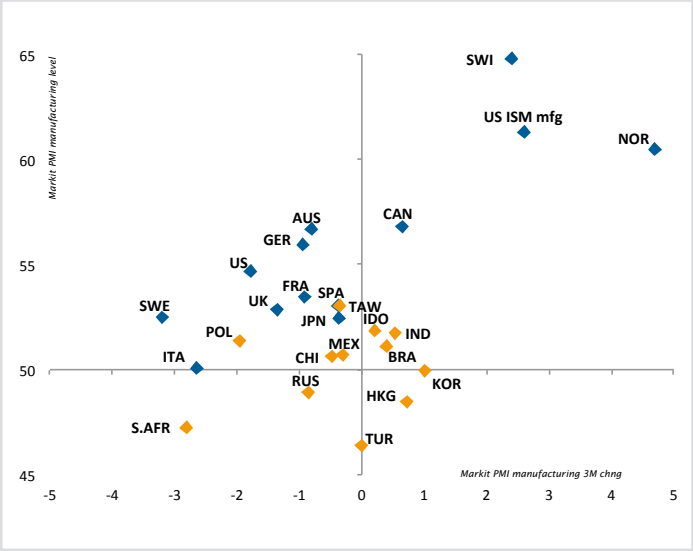
L'économie mondiale entame le quatrième trimestre dans une situation de «stabilisation instable». Plusieurs des problèmes de cet été ont progressivement perdu de leur gravité. La demande intérieure solide en Europe soutient l'activité économique, en dépit du ralentissement continu des secteurs industriels orientés vers l'exportation. Les premiers signes de stabilisation de la croissance en Chine, qui doivent encore être confirmés, sont apparus, ce qui suggère que les stimulations monétaires et fiscales commencent progressivement à faire effet sur l'économie. Alors que le résultat final de la guerre commerciale en cours entre les États-Unis et la Chine, des négociations sur le Brexit et de la politique fiscale que va mener le gouvernement italien est difficile à prédire, les risques liés à ces trois enjeux sont désormais mieux connus et pris en compte par les marchés financiers. Les négociations de l'Argentine pour obtenir l'assistance du FMI ont permis de retenir la chute du peso, alors que la hausse des taux non négligeable, quoique tardive, effectuée par la Banque centrale turque a enfin permis de fixer un seuil aux prix des actifs turcs. Autant de développements bienvenus après un été particulièrement volatil.

Alors que l'automne approche, ces conditions permettent aux marchés financiers de reporter leur attention sur la normalisation en cours de la politique monétaire américaine et sur l'abandon progressif de l'assouplissement quantitatif dans la zone euro. Cependant, la plupart des questions de ces derniers mois ne sont pas encore réglées de façon définitive et pourraient revenir hanter les pensées des investisseurs dans un futur proche. Les investisseurs devraient également se méfier de l'agenda politique américain, les élections de mi-mandat étant susceptibles de plomber les Trumponomics, qui ont été si favorables aux actions américaines et au dollar. Par conséquent, la stabilisation du marché pourrait ne pas faire long feu.

Croissance

Les disparités en termes de croissance mondiale ne s'accentuent plus

Les divergences en termes de croissance observées depuis le début de l'année entre l'économie américaine et le reste du monde, Europe et Chine en tête, ont cessé de s'élargir. En d'autres termes, la croissance mondiale devrait adopter un rythme de croisière positif, mais plus lent.



La dynamique de croissance ralentit dans les pays émergents et se stabilise en Europe

Sources :
SYZ Asset Management
Données au : 20 septembre 2018

Inflation

Les salaires et les prix de l'énergie entraînent une légère hausse de l'inflation des MD alors que le marché des changes détermine l'évolution de l'inflation des ME

L'inflation continue d'afficher une tendance haussière très faible dans les pays développés, alimentée par un mélange de hausse des salaires, ce qui donne aux commerçants de détail une mesure du pouvoir d'achat, et de hausse des prix de l'énergie. Le marché des changes reste le principal facteur déterminant de la dynamique d'inflation des marchés émergents (ME).

Orientation des politiques monétaires

La politique monétaire reste accommodante en Europe, au Japon et en Chine

De manière générale, la politique monétaire devient moins accommodante à travers le monde, à mesure que les États-Unis normalisent leurs taux et que plusieurs banques centrales de marchés émergents importants changent de cap. Cependant, quelques zones économiques clés continuent de profiter de conditions de financement accommodantes, comme l'Europe, le Japon et la Chine.

Veuillez lire l'intégralité des mentions légales

Economies développées

Les premiers signes de ralentissement aux États-Unis ne suffisent pas à stopper la normalisation

Alors que les données américaines continuent de dépeindre un contexte de croissance plutôt forte, on perçoit de premiers signes de ralentissement de la dynamique économique. Il ne s'agit en aucun cas d'un ralentissement complet de la croissance, les stimulations fiscales et la faiblesse du chômage continuant de soutenir la demande intérieure. Cependant, la probabilité qu'elle continue de s'accélérer, voire qu'elle connaisse une expansion soutenue de 4% en rythme annualisé, est limitée. Pourtant, elle est suffisante pour que la Fed maintienne la normalisation de sa politique monétaire pour le moment.

La forte demande européenne garantit l'abandon du QE, en dépit des vents contraires

Dans la zone euro, les vents cycliques contraires, et notamment les tensions commerciales mondiales et la croissance atone de la Chine, continuent de peser sur les secteurs industriels. En revanche, la demande intérieure solide assure la stabilisation du secteur des services, à l'exception notable de l'Italie, où l'incertitude politique affaiblit la dynamique économique. Dans ce contexte, la BCE a confirmé son intention d'abandonner progressivement son programme d'assouplissement quantitatif au quatrième trimestre, tout en reconnaissant que les risques baissiers pesant sur les perspectives ont «gagné en importance récemment». L'incertitude caractérise également la situation du Royaume-Uni, les négociations sur le Brexit semblant au point mort alors que la date limite pour trouver un accord approche à grands pas.

Les catastrophes naturelles risquent de peser temporairement sur l'économie japonaise, mais la dynamique de croissance sous-jacente reste positive, soutenue par la demande intérieure et la dépréciation du yen, qui profite aux exportations.

Economies émergentes

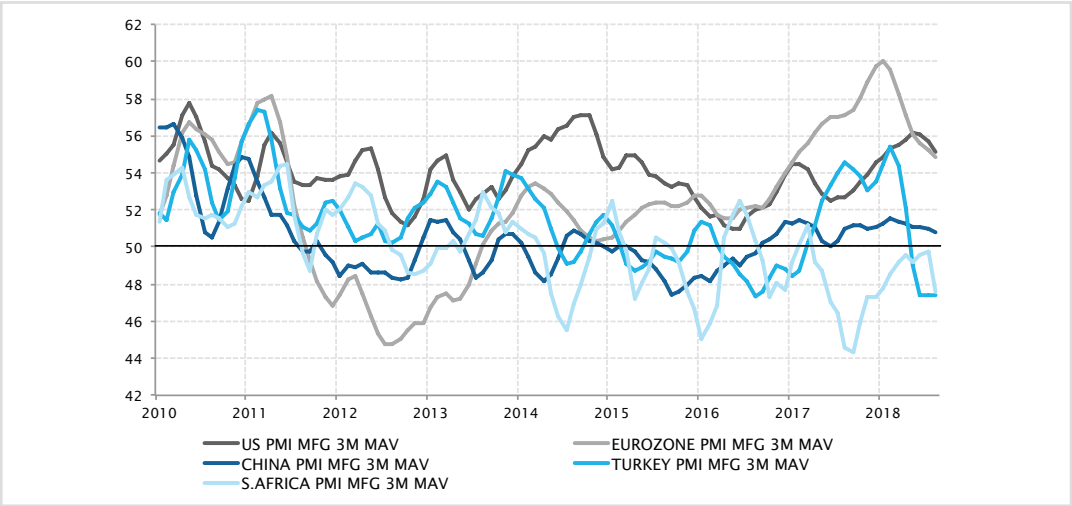
Le ralentissement de la dynamique de croissance et les politiques monétaires plus restrictives se sont propagés à la majorité des pays émergents.

Les problèmes intrinsèques et la croissance plus atone de la Chine entraînent une politique plus stricte dans les ME, mais les stimulations chinoises devraient faire effet à long terme

Cette situation est particulièrement manifeste en Turquie, en Argentine et en Afrique du Sud. L'effondrement monétaire dans un contexte de déficit étendu des comptes courants a incité les banques centrales à adopter un ton plus ferme et les dépenses publiques ont dû être réduites, ce qui a immédiatement pesé négativement sur la confiance et l'activité économiques.

Hormis ces cas désespérés, le ralentissement de la croissance en Chine affecte également la dynamique du cycle économique dans l'ensemble des marchés émergents. Les pressions baissières cumulées sur les devises des marchés émergents ont contraint plusieurs banques centrales à durcir leur politique monétaire afin de contenir les pressions inflationnistes. Cependant, les stimulations de la politique monétaire et fiscale chinoises devraient finir par soutenir la croissance et contribuer à stabiliser les marchés émergents.

Adrien Pichoud
Economist



Récession en Turquie, en Afrique du Sud et en Argentine, la Chine continue de ralentir

Sources : Factset, SYZ Asset Management
Données au : 20 septembre 2018

Veuillez lire l'intégralité des mentions légales

ANALYSE DE L'ÉQUIPE ASSET VALUATIONS & INVESTMENT STRATEGY GROUP

Risque et duration

Maintien de la préférence pour le risque dans un contexte de stabilisation des valorisations, des marchés émergents et du dollar

La toile de fond économique reste positive et les valorisations ne se sont pas détériorées. À la marge, elles se sont améliorées dans la zone euro, avec des signes tangibles de stabilisation de l'activité en Europe.

Parallèlement, les banques centrales de certains pays émergents prennent les mesures nécessaires — la Banque centrale turque a par exemple relevé ses taux plus que prévu — et nous pensons que l'USD ne va s'apprécier que de façon minime par rapport aux niveaux actuels. Nous prévoyons également une amélioration de l'activité chinoise, ce qui devrait apporter un soutien supplémentaire aux actifs plus risqués. Ainsi, nous n'avons pas modifié notre évaluation du risque, qui reste donc à «préférence».

Maintien de la légère sous-pondération de la duration

Sur le plan de la duration, si nous jugeons prématuré de l'augmenter, nous ne sommes pas inquiets outre mesure, tant que les taux augmentent au même rythme que la croissance nominale. Par conséquent, nous conservons une «légère sous-pondération» sur la duration.

Marchés actions

Réduction de facto de la pondération des actions US et relèvement de l'UE et du Japon

Nous avons apporté quelques changements à notre allocation en actions. Premièrement, nous avons relevé le Japon et la zone euro à une «légère surpondération», réduisant ainsi de manière indirecte notre préférence relative pour les actions américaines. En ce qui concerne l'allocation sectorielle, en Europe, nous avons augmenté la pondération des valeurs financières et continuons de privilégier l'énergie et les valeurs pharmaceutiques, alors qu'aux États-Unis, l'énergie et les valeurs industrielles gardent notre faveur.

Nous sommes d'avis qu'il existe un potentiel de rattrapage pour ces marchés et secteurs dans un contexte d'amélioration des conditions macroéconomiques dans le reste du monde et de hausse des taux globale dans les marchés développés. Nous pensons qu'à l'avenir, les actions américaines ne vont pas beaucoup s'apprécier davantage. Les États-Unis ne seront pas le principal bénéficiaire de la reprise ou du rebond économique qui va se produire dans le reste du monde. Néanmoins, les marchés américains restent le meilleur investissement ajusté du risque au sein de l'univers des actions.

Surveillance de la Chine en vue d'un relèvement lorsque les mesures de stimulation feront effet

En ce qui concerne les marchés émergents, nous continuons de tenir à l'œil la Chine en vue d'un éventuel rehaussement. Elle bénéficie actuellement d'une «légère surpondération». Nous attendons qu'un catalyseur dissipe les nuages planant sur les actions chinoises et que les résultats des mesures de stimulation intérieure accrues compensent les inquiétudes entourant les conditions commerciales, qui commencent à être exagérées.

Trop de risques à l'approche du Brexit: nous diminuons les actions britanniques

Enfin, nous avons diminué la pondération des actions britanniques à «légère sous-pondération», la volatilité augmentant lors des dernières étapes de négociations relatives au Brexit. Nous craignons que la livre sterling et le marché actions britannique évoluent au même rythme, un risque binaire que nous ne souhaitons pas prendre.

Marchés obligataires

> *Les actions américaines restent le meilleur investissement ajusté du risque dans cette classe d'actifs, mais on peut toujours trouver de la valeur dans les actions japonaises et de la zone euro.*
>
> ***Maurice Harari***

La faible inflation soutient la légère surpondération des obligations nominales au détriment des linkers

En ce qui concerne l'exposition obligataire, nous n'avons effectué aucun changement ces deux derniers mois, compte tenu du relèvement cet été à «légère sous-pondération» du crédit investment grade, le segment obligataire à haut rendement restant sous-pondéré.

Nous continuons de privilégier les emprunts d'Etat nominaux, qui sont légèrement surpondérés, au détriment des obligations indexées sur l'inflation ou «linkers», lesquelles sont légèrement sous-pondérées, en raison de la dynamique de leur valorisation et du contexte économique favorable. Les taux réels devraient augmenter à mesure que les banques centrales des pays développés mettent un terme à leur programme d'assouplissement quantitatif et commencent à normaliser leurs taux sans véritable accélération de l'inflation.

Les emprunts d'État japonais et allemands voient leur pondération augmenter alors qu'ils rivalisent pour le titre de «valeur refuge»

Nous avons relevé d'un cran les pondérations du Japon et de l'Allemagne, qui sont désormais respectivement «sous-pondéré» et «légèrement sous-pondérée», si bien qu'ils rivalisent désormais avec les bons du Trésor américains, couverts dans les devises de référence.

Dans les marchés émergents, nous restons surpondérés dans la dette en monnaie étrangère, qui est «légèrement surpondérée» aux dépens de la dette locale, qui est «légèrement sous-pondérée».

Marché des changes, produits alternatifs et liquidités

Nous n'avons procédé à aucun changement dans notre analyse ce mois-ci. Nous maintenons notre «légère surpondération» de l'euro et du yen japonais au détriment du dollar US.

Maurice Harari
Senior Portfolio Manager

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'un territoire dans lequel les lois et réglementations en vigueur interdisent sa distribution, sa publication, sa diffusion ou son utilisation. Il appartient à chaque utilisateur de vérifier si la législation l'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 évaluations de marché, conditions et calculs présentés ne sont qu'une valeur estimative et peuvent faire l'objet de modifications sans préavis. Les informations fournies proviennent de sources présumées fiables, mais le Groupe SYZ ne garantit ni leur exhaustivité ni leur exactitude. Les performances passées ne donnent aucune indication quant aux résultats futurs.