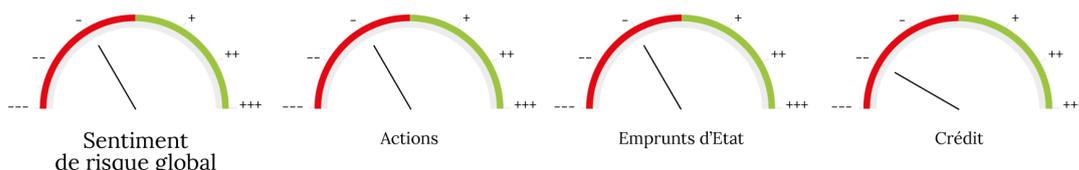




NOTRE POINT DE VUE MENSUEL SUR L'ALLOCATION D'ACTIFS



➤ RÉPRESSION FINANCIÈRE, SAISON 2

La prolongation artificielle du cycle économique fait ressurgir le scénario «boucles d'or»

Mais il est trop tard pour prendre le train en marche

Modifications mineures apportées à l'allocation ce mois-ci

L'attitude conciliante de la Fed devrait profiter à la dette émergente en monnaie locale

Privilégiez le portage, la croissance, les valorisations attrayantes et la diversification

Les risques politiques sont pris en compte, mais qu'en est-il du scénario «boucles d'or»?

La complaisance constitue le principal risque cette année

Grâce à une nouvelle dose d'assouplissement monétaire, les banques centrales des pays développés devraient être en mesure de prolonger le cycle économique, quoique de manière quelque peu artificielle dans la mesure où elles refusent de normaliser les taux afin de bien assainir le système. La dette reste trop élevée, après une décennie de répression financière, et la croissance nominale est insuffisante, malgré une décennie d'assouplissement monétaire sans précédent. La croissance économique des pays développés devrait atteindre son niveau plancher vers la fin du premier trimestre, avant de se rapprocher de son potentiel plus tard dans l'année. Loin d'être idéale, cette situation ne suffira pas à susciter des préoccupations d'inflation. Nous nous retrouvons donc dans une sorte de scénario «boucles d'or» marqué par l'absence de récession, une faible inflation et des taux d'intérêt qui ne grimpent pas. Le surcroît de liquidité a éradiqué la volatilité, revalorisé les actifs et déclenché une nouvelle ruée vers le portage. Toutefois, alors que les effets des mesures de relance monétaire devraient bientôt se dissiper et que les valorisations ne sont pas excessivement attrayantes, il est désormais trop tard pour se lancer aveuglément dans la course.

En conséquence, nous n'avons guère modifié notre allocation ce mois-ci. Nous restons en quête de portage, d'opportunités de croissance, de valorisations relativement attrayantes et de diversification. Dans ce contexte, nous privilégions la dette des marchés émergents libellée en monnaie forte et la dette subordonnée pour leur portage et leurs niveaux de valorisation relativement bas. Parallèlement, nous commençons à apprécier la dette émergente libellée en monnaie locale en raison de l'attitude extrêmement patiente et conciliante de la Réserve fédérale, qui devrait avoir pour effet de limiter tant les taux américains que la vigueur du dollar. En ce qui concerne les actions, nous continuons de surpondérer les Etats-Unis comme source de croissance, ainsi que la Chine et le Royaume-Uni pour leurs niveaux de valorisation, et nous sous-pondérons l'Europe et le Japon qui ne présentent aucun potentiel de croissance à court terme, ainsi que les marchés émergents hors Asie dont les valorisations sont moins attrayantes. Sur le plan de la diversification, nous misons sur la duration, l'or et une exposition au yen japonais.

Quels sont les risques? Sur le plan politique, la guerre commerciale est loin d'être résolue, un retour au bon vieux temps d'une terre «plate» symbole d'une mondialisation heureuse est peu probable et la saga interminable du Brexit est en passe de jouer les prolongations. Mais il s'agit là d'inconnues bien connues, peut-être pas encore intégrées dans les cours, mais clairement identifiées. Ce qui m'inquiète davantage, c'est de savoir à quel point le scénario «boucles d'or» est pris en compte par les marchés, quelle est sa solidité et combien de temps il est donc susceptible de tenir. Je ne suis pas convaincu de sa capacité de résistance dans la mesure où, très prochainement, les données économiques confirmeront soit une remontée de la croissance nominale, accompagnée d'une résurgence rapide des attentes de hausse des taux, soit un risque accru de récession. La situation actuelle semble s'apparenter davantage à un scénario «boucles d'argent» que «boucles d'or». La confiance excessive face à une faible inflation, à la stagnation des taux et à l'absence de récession est le principal risque cette année.

Auteurs

Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist
 Maurice Harari
Senior Portfolio Manager
 Adrien Pichoud
Economist



Fabrizio Quirighetti
 Macroeconomic Strategist

CONTEXTE ÉCONOMIQUE EN BREF ET ANALYSE GLOBALE

La faible croissance généralisée suscite une politique accommodante

La toile de fond économique n'a guère évolué ces dernières semaines. La dynamique de croissance à l'échelle mondiale continue de s'essouffler dans un contexte où l'activité manufacturière en Europe reste sous pression. En outre, la forte dynamique observée aux Etats-Unis en 2018 faiblit à mesure que les effets du programme de relance budgétaire se dissipent, et les mesures de relance de l'économie chinoise ne produisent pas encore pleinement leurs effets. Bien que les niveaux de croissance absolus restent positifs dans les principales régions économiques mondiales, la dynamique reste faible.

Légère reprise de la croissance attendue, mais pas encore perceptible

De fait, cette incertitude persistante quant à la faculté de la croissance économique de trouver un niveau plancher après un ralentissement soutenu pousse les banques centrales à adopter une position toujours plus neutre et accommodante. Ce phénomène repose sur la persistance des risques baissiers qui pèsent sur les perspectives de croissance, dans un contexte de faible inflation et de pressions inflationnistes timides. Il témoigne aussi implicitement de la volonté des banques centrales d'empêcher que les attentes d'un resserrement des conditions de crédit n'entravent une éventuelle reprise de la croissance.

Notre sentiment selon lequel l'économie mondiale se trouve à la croisée des chemins subsiste. D'une part, rien n'indique que le scénario négatif d'un ralentissement plus prononcé ou d'une récession s'imposera. De l'autre, nous sommes conscients que notre hypothèse d'une reprise modérée de la croissance après la faible croissance enregistrée au premier trimestre manque encore de preuves concrètes. Nous continuons de penser que la vigueur de la demande intérieure au sein des économies développées, alimentée par le soutien des banques centrales et l'assouplissement des politiques budgétaires et monétaires en Chine, se traduira par une reprise de la croissance à l'échelle mondiale. Mais il nous faudra en voir les signes avant de pouvoir tirer parti d'une telle issue.

Croissance

La demande intérieure étaye l'expansion des marchés développés; début d'amélioration au sein des marchés émergents

La situation n'a guère évolué depuis le mois dernier. Le ralentissement des économies développées se poursuit, mais l'expansion se maintient pour l'heure grâce à la demande intérieure. Des signes hésitants d'amélioration apparaissent également sur les marchés émergents.

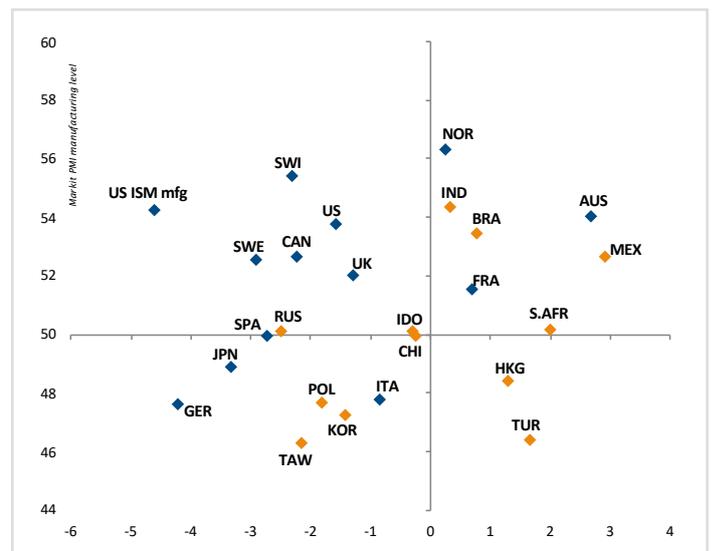
Inflation

Inflation globalement contenue

Dans les économies développées, l'inflation reste faible et sans tendance précise. Les tendances sont plus hétérogènes dans les économies émergentes, mais l'inflation reste globalement limitée, à quelques exceptions près.

La dynamique de croissance continue de ralentir dans les pays développés

Sources: SYZ Asset Management
Données au: 22 mars 2019



Orientation des politiques monétaires

La normalisation marque une pause dans les marchés développés; les marchés émergents se réjouissent du repli du dollar

Les banques centrales des grandes économies développées ont désormais totalement suspendu leurs politiques de normalisation monétaire. Elles sont en attente de signes positifs attestant d'une reprise de la croissance avant de reprendre le processus de normalisation qu'elles envisageaient l'an passé. La fin du mouvement d'appréciation du dollar US réduit également la pression sur les banques centrales des pays émergents.

L'économie américaine fléchit, mais les services restent vigoureux

Analyse économique globale

Aux Etats-Unis, la dynamique économique globale continue de fléchir. Cela étant, la plupart des indicateurs continuent de laisser entrevoir une croissance raisonnable du PIB. En outre, le segment intérieur de l'économie lié aux services semble bien résister, comme en témoigne la hausse des indices d'activité du secteur tertiaire qui ont retrouvé des niveaux relativement élevés en février. Dans ce contexte, la Réserve fédérale a refroidi les attentes d'une normalisation de la politique monétaire et adopte désormais une attitude attentiste et conciliante.



Notre sentiment selon lequel l'économie mondiale se trouve à la croisée des chemins subsiste.

Adrien Pichoud

Faible dynamique chez les «poids lourds» de la zone euro

Dans la zone euro, la dynamique du cycle économique reste globalement atone. Le repli de l'activité industrielle se poursuit en Allemagne, comme en témoignent le PMI manufacturier, l'indice Ifo du climat des affaires et la production industrielle. La demande intérieure maintient néanmoins l'économie en très légère expansion; les ventes au détail ont repris en janvier et l'indice PMI du secteur des services a rebondi en février. Ce facteur pourrait finalement permettre à l'économie d'éviter une récession. Soutenue elle aussi par la demande intérieure et la consommation des ménages, l'économie française se remet progressivement de la crise suscitée par le mouvement des Gilets jaunes. De son côté, l'Italie a déjà commencé à glisser vers la récession sous la pression des vents contraires extérieurs et des incertitudes internes de nature politique. Bien qu'en perte de vitesse, l'Espagne reste la plus dynamique des quatre grandes économies de la zone euro. Dans ce contexte d'incertitude concernant la croissance, renforcée par l'approche de l'échéance du Brexit, la BCE a elle aussi douché les attentes des marchés quant à une normalisation de la politique monétaire au cours des douze prochains mois, reportant les hausses de taux au plus tôt à 2020 et annonçant de nouvelles opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO) pour éviter un resserrement passif et injustifié qui aurait résulté de l'arrivée à échéance des opérations TLTRO précédentes.

La BCE reporte son programme de normalisation en conséquence

Le Japon s'essouffle lui aussi; la banque centrale annonce son soutien

La dynamique de croissance du Japon faiblit elle aussi dans la mesure où les incertitudes concernant le commerce mondial et le ralentissement de la croissance chinoise pèsent sur le moral et l'activité des entreprises. Ici également, la banque centrale a clairement indiqué sa volonté de maintenir, voire de renforcer, son attitude accommodante.

Quelques signes encourageants, mais le redressement de la Chine continue de peser sur l'Asie du Sud-Est

Economies émergentes

L'économie chinoise ne ressent pas encore les effets de la reprise de la demande intérieure après le ralentissement marqué qu'elle a connu l'an passé. Quelques signes encourageants se manifestent, notamment sous la forme d'une reprise des flux de crédit intérieurs, ce qui laisse penser que les mesures d'assouplissement monétaire et budgétaire se répercutent enfin sur l'activité économique réelle. Cela sera nécessaire pour compenser les droits de douane américains, dont l'impact devrait se faire sentir cette année. L'Asie du Sud-Est reste dans l'ensemble confrontée à de puissants vents contraires nés de ces incertitudes concernant le commerce mondial.

Regain de confiance en Amérique latine suite aux récentes élections présidentielles

L'Amérique latine se démarque quelque peu. La solide dynamique de croissance a été alimentée par l'impact favorable des récentes élections présidentielles sur le sentiment d'optimisme, tant au Brésil, où un regain de confiance des entreprises a été observé, qu'au Mexique où la confiance des ménages a progressé.

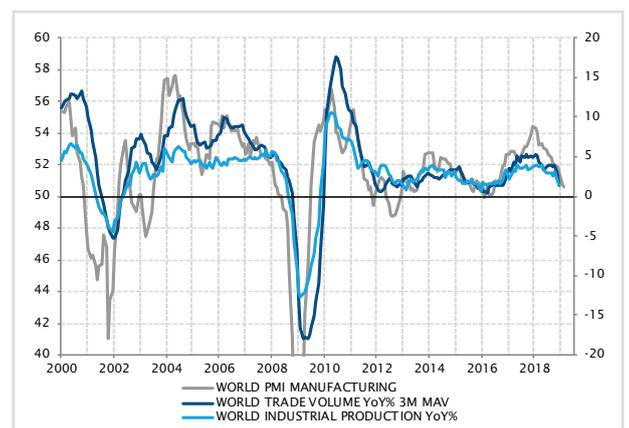


Adrien Pichoud
Economist

PMI manufacturier mondial, commerce et production industrielle

L'économie mondiale à la croisée des chemins: le ralentissement se poursuit, mais la croissance demeure

Sources: Factset, SYZ Asset Management
Données au: 22 mars 2019



➤ ANALYSE DE L'ÉQUIPE ASSET VALUATIONS & INVESTMENT STRATEGY GROUP

Risque et duration

Le scénario «boucles d'or allégé» ne peut pas durer éternellement - soit la croissance rebondira, soit elle faiblira

Au cours du mois examiné, nous avons maintenu notre légère sous-pondération du risque comme de la duration dans notre allocation d'actifs.

Bien que les marchés et les prix des actifs soient à nouveau soutenus par des politiques monétaires accommodantes (avec la réactivation des mesures de soutien des banques centrales), nous restons d'avis que l'actuel scénario «boucles d'or allégé» ne saurait durer éternellement. Soit la croissance mondiale rebondira, auquel cas les marchés ne tarderont pas à se soucier de l'inflation et de la disparition des politiques monétaires accommodantes, soit elle faiblira et nous serons piégés dans une sorte de scénario à la japonaise.



Aucun changement majeur dans l'allocation d'actifs ce mois-ci: nous avons conservé une approche relativement équilibrée vis-à-vis des actifs risqués et des actifs sensibles à l'évolution des taux d'intérêt.

Maurice Harari

Marchés actions

Rétrogradation des actions suisses

La Suisse a été rétrogradée pour des raisons de valorisation, car elle se situe désormais dans le camp des titres légèrement surévalués.

Les Etats-Unis sont mieux placés pour faire face à un ralentissement économique

Nous continuons à privilégier les actions américaines au détriment de celles de la zone euro en raison de leurs caractéristiques défensives. En cas de correction des marchés actions à l'échelle mondiale, nous préférons prendre des risques aux Etats-Unis plutôt que dans la zone euro (bien que les valorisations y soient plus élevées), car nous pensons que les marchés américains s'en sortiraient mieux.

Un Royaume-Uni attrayant dans l'attente du Brexit

Les actions britanniques restent attrayantes en termes de valorisation, mais elles sont un peu plus risquées à l'approche de la nouvelle échéance du Brexit. Nous pourrions adopter un positionnement négatif vis-à-vis des actions britanniques suivant l'issue vers laquelle le pays se dirigera, et notamment dans la perspective de nouvelles élections législatives.

Au sein des marchés émergents, privilégiez l'Asie et la Russie

Au sein des marchés émergents, nous préférons l'Asie (même si les valorisations ont récemment augmenté) et la Russie à l'Amérique latine et à l'Afrique du Sud, pour des raisons de valorisations.

Marchés obligataires

Préférence relative pour les emprunts d'Etat réels et pour la dette émergente en monnaie forte

Nous n'avons apporté aucun changement à notre préférence relative pour les emprunts d'Etat réels plutôt que nominaux et pour la dette émergente libellée en monnaie forte plutôt qu'en monnaie locale. Parallèlement, notre sous-pondération des titres de créance Investment Grade et à haut rendement reste d'actualité.

Potentiel de hausse limité pour les taux des principaux emprunts d'Etat, mais il est préférable de maintenir une certaine duration

Dans un scénario de stabilisation de la croissance, les taux des principaux emprunts d'Etat présentent un potentiel de hausse encore plus limité, les taux ayant de nouveau atteint des plus bas historiques. Il est toutefois utile d'avoir une composante en duration dans nos portefeuilles afin d'équilibrer le risque global. Par ailleurs, l'essoufflement continu de la dynamique macroéconomique et la pause dans la normalisation de la politique monétaire n'orientent pas vers une hausse des taux significative.

Marché des changes, produits alternatifs et liquidités

Légère surpondération de la livre sterling, du yen et de l'or par rapport au franc

En ce qui concerne l'allocation en devises, nous maintenons une légère surpondération de la livre sterling compte tenu des valorisations attrayantes. Pour l'heure, ces niveaux de valorisation compensent la volatilité potentielle liée à la saga du Brexit. Nous maintenons également notre légère surpondération du yen japonais. Notre perception de la monnaie reste favorable par rapport au franc suisse qui, à la marge, a perdu son statut de valeur refuge suite au parti pris de la Banque nationale suisse en faveur d'un assouplissement de sa politique monétaire. Enfin, nous avons placé l'or en légère surpondération compte tenu de sa caractéristique de diversification dans le contexte actuel d'aversion pour le risque.



Maurice Harari

Senior Portfolio Manager