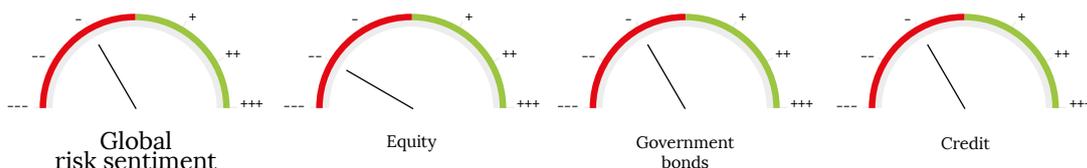




NOTRE POINT DE VUE MENSUEL SUR L'ALLOCATION D'ACTIFS



➤ TROP RAPIDE, TROP PRONONCÉ

Les messages d'assouplissement monétaire alimentent la chasse au rendement

Les marchés financiers ont été stimulés par les commentaires de la Réserve fédérale et de la BCE laissant clairement entrevoir un assouplissement de la politique monétaire au second semestre de cette année. L'association d'une faible inflation et d'une croissance économique positive incite les investisseurs à prendre davantage de risques au niveau de leurs portefeuilles en se mettant en quête de rendement positif, sachant qu'une part croissante du marché obligataire offre désormais un rendement négatif, et en s'appuyant sur les actions comme méthode de choix pour générer de la performance.

L'évolution prononcée des cours laisse peu de marge de sécurité

Certes, la combinaison de taux plus bas et de données économiques rassurantes, en particulier aux Etats-Unis, est clairement un élément positif pour les actions, le crédit et les actifs des marchés émergents. Cependant, l'évolution des cours ces dernières semaines a été pour le moins rapide et prononcée, notamment s'agissant des obligations.

Le potentiel de hausse limité incite à la prudence dans la prise de risque

Cela laisse peu de marge de sécurité en cas de développements inattendus, comme si un cycle durable de baisse des taux de la Fed était garanti à 100%, ainsi que la baisse des taux de la BCE et la reprise des achats d'actifs. Comme si la trêve conclue au G20 entre Donald Trump et Xi Jinping dans les tensions commerciales était appelée à durer et à déboucher sur une résolution. Comme si l'intervention des banques centrales empêcherait une récession. Et comme si l'idée d'une amélioration de la croissance économique et de l'inflation, susceptible de tempérer le ton de la Fed et de la BCE, était à écarter.

Maintien de l'allocation au risque tout en prenant des bénéfices sur le crédit

Aucun de ces scénarios n'est garanti à notre avis. Cela nous laisse dans une situation où sans vouloir faire front aux injections de liquidités à venir de la part des banques centrales, nous ne souhaitons pas non plus être aux avant-postes à cette occasion. Les valorisations semblent relativement tendues dans l'ensemble, et le potentiel de hausse supplémentaire semble limité dans le contexte macroéconomique actuel.

«Prudemment neutres» en attendant que le flou soit levé

Nous avons donc pris des bénéfices sur notre exposition au crédit, rehaussée le mois précédent. D'autre part, nous reconnaissons que les rendements négatifs ou décroissants des placements «sûrs» apportent *de facto* un soutien puissant aux actifs risqués, et que des développements économiques positifs ne peuvent être exclus. Par conséquent, nous maintenons notre allocation existante aux actions et aux marchés émergents, ainsi qu'une certaine exposition à la duration de haute qualité, à l'or et au yen, afin d'équilibrer les risques négatifs susceptibles de peser sur les perspectives macroéconomiques.

En attendant de savoir si l'assouplissement de la politique monétaire parviendra à impulser la dynamique économique, ou bien au contraire s'il interviendra trop tard pour inverser la tendance baissière, le maintien d'une approche «prudemment neutre» en termes d'allocation d'actifs et sectorielle est la meilleure façon d'aborder les marchés.

Auteurs

Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

Maurice Harari
Senior Portfolio Manager

Adrien Pichoud
Economist



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

CONTEXTE ÉCONOMIQUE EN BREF ET ANALYSE GLOBALE

Les banques centrales orientent la situation macroéconomique

La situation concernant la croissance mondiale et l'inflation a peu évolué par rapport au mois précédent. Par conséquent, la réponse et les perspectives des banques centrales, en particulier de la Fed et de la BCE, restent primordiales dans l'évaluation de la conjoncture. Il est intéressant de noter que les messages véhiculés par les deux principales banques centrales sont assez similaires, malgré une situation et des tendances économiques différentes.

La BCE et la Fed pourraient à nouveau assouplir leur politique

Du côté européen, la BCE a confirmé ce que Mario Draghi a déclaré à Sintra en juin, à savoir que la banque centrale était prête à utiliser tous les instruments à sa disposition – baisse des taux, reprise des achats d'actifs, taux d'intérêt négatifs par paliers pour les banques. Aux Etats-Unis, la Fed a abaissé le taux des fonds fédéraux de 25 pb, comme largement attendu, et, tout en évitant un engagement formel, a laissé la porte ouverte à de nouvelles baisses de taux en fonction des évolutions économiques.

La faiblesse de la zone euro contraste toutefois avec la résilience américaine

Les deux banques centrales ont évoqué la prédominance des risques négatifs qui pèsent sur les perspectives de leurs économies respectives, mais la situation actuelle est bien différente de part et d'autre de l'Atlantique. La croissance dans la zone euro est tout juste positive, soutenue uniquement par la résilience de la consommation des ménages, tandis que le secteur manufacturier se contracte. Ce contexte est suffisant pour permettre à la BCE d'assouplir sa politique monétaire, à moins qu'une amélioration inattendue ne se concrétise au cours des mois à venir.

A l'inverse, l'économie américaine est pour le moment raisonnablement bien orientée, même si elle manque de momentum cyclique. La première baisse des taux est donc davantage un «assouplissement préventif» dans un contexte de modération des pressions inflationnistes. De nouvelles baisses pourraient intervenir si les développements à l'échelle mondiale venaient à peser sur le sentiment des entreprises et des ménages.

L'assouplissement s'étend aux marchés émergents

A noter que le penchant accommodant de la Fed et de la BCE s'accompagne d'une tendance similaire de la part des banques centrales des pays émergents, ce qui se traduit par un assouplissement généralisé de la politique monétaire mondiale.

Croissance

La demande intérieure soutient la croissance des marchés développés

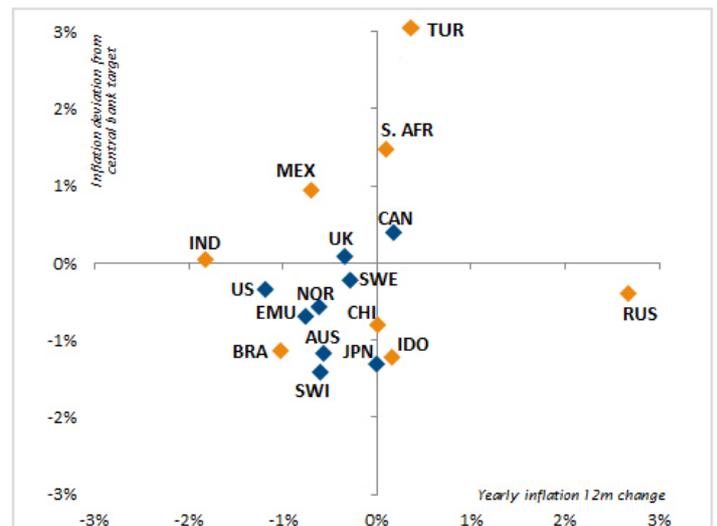
La croissance mondiale continue de ralentir en raison de la dynamique cyclique négative. Toutefois, la demande intérieure reste ferme, permettant ainsi à la croissance des pays développés de se maintenir en territoire positif. Le cycle économique à Taïwan connaît une forte dégradation, ce qui pourrait annoncer un nouveau ralentissement en Chine.

Inflation

La tendance de l'inflation reste globalement modérée, avec des signes d'accélération potentielle par rapport aux bas niveaux du premier semestre en raison d'effets de base et d'effets saisonniers. Nous ne décelons toujours aucun signe de reprise des pressions inflationnistes sous-jacentes.

La croissance mondiale continue de ralentir et devient faible

Source: SYZ AM, Factset
Données au 02.08.2019



Pas de signes de remontée de l'inflation sous-jacente

Orientation des politiques monétaires

La Fed et la BCE ont donné un signal clair concernant l'assouplissement à venir de la politique monétaire, qui commencera en toute probabilité à être mis en œuvre au cours du troisième trimestre. Les banques centrales des pays émergents profitent de l'occasion qu'offrent la faiblesse de l'inflation et la politique accommodante de la Fed pour réduire leurs taux d'intérêt.

Ralentissement du secteur industriel américain, mais la consommation des ménages reste soutenue

Economies développées

La toile de fond économique américaine a peu évolué ces dernières semaines. L'activité dans le secteur industriel continue de ralentir progressivement alors que la dissipation de la relance budgétaire de 2018 et l'impact des incertitudes liées au commerce sur la confiance des entreprises pèsent sur les dépenses d'investissement.

Assouplissement préventif face à la faiblesse de l'inflation

Par contre, la bonne tenue de l'emploi et le timide rebond des prix immobiliers soutiennent la consommation des ménages, ce qui permet de maintenir l'économie américaine sur une trajectoire ascendante ou légèrement supérieure à son taux de croissance potentiel de 2%. Dans ce contexte, la faiblesse persistante de l'inflation permet à la Fed d'assouplir les conditions de crédit de manière préventive afin d'éviter un nouveau ralentissement économique.

La contraction de l'activité industrielle en Europe fait craindre une contagion

En Europe, notamment en Allemagne, l'activité semble se stabiliser à un bas niveau. Le secteur industriel se contracte dans tous les grands pays de la zone euro, tandis que la consommation des ménages augmente, soutenue par la baisse des taux de chômage. Cependant, nous ne décelons toujours aucun signe de la reprise attendue de longue date de l'activité. Le risque réside dans la possibilité que la faiblesse de l'activité industrielle n'affecte à son tour les secteurs axés sur le marché intérieur et le sentiment des consommateurs. La faiblesse désespérante de l'inflation est suffisante pour permettre à la BCE d'envisager concrètement la poursuite de l'assouplissement de sa politique monétaire d'ici la fin de l'année.

Risque important de Brexit sans accord

Au Royaume-Uni, l'épée de Damoclès du Brexit continue d'assombrir les perspectives, et le risque d'un Brexit sans accord fin octobre a considérablement augmenté, le nouveau Premier ministre Boris Johnson considérant ouvertement cette option comme viable.

La Suisse souffre dans le sillage de l'Europe

En Suisse, le ralentissement industriel européen et l'appréciation du franc pèsent sur le secteur manufacturier, avec un net ralentissement de l'activité depuis le début de l'année.

Le Japon et l'Australie continuent d'afficher une croissance positive grâce à la demande intérieure, mais ils restent exposés à l'éventuelle escalade des tensions commerciales et au ralentissement économique en Chine.

Economies émergentes

Taiwan laisse entrevoir des difficultés en Chine

L'activité économique chinoise semble s'être stabilisée ces dernières semaines, à un rythme plutôt modéré. Le PIB a augmenté de 6,2% en glissement annuel au 2^e trimestre, les incertitudes liées au commerce pesant sur l'activité et la consommation des ménages. La contraction de l'activité à Taiwan est un signe inquiétant qui laisse entrevoir un nouveau ralentissement de l'économie chinoise, ce que dénote également la faiblesse de la dynamique en Corée du Sud.

Ralentissement au Mexique, mais redressement au Brésil

En Amérique latine, l'économie mexicaine continue de ralentir sous l'effet conjugué des incertitudes politiques et budgétaires suite à la démission du ministre des Finances et de la menace de droits de douane américains qui continue de brouiller les perspectives. Au contraire, l'activité semble se redresser au Brésil alors que la réforme tant attendue du système de retraite se concrétise et que la banque centrale est sur le point d'assouplir sa politique monétaire.

Turbulences à venir pour la Turquie

L'économie turque semble se stabiliser. Le changement à la tête de la banque centrale laisse entrevoir un assouplissement de la politique monétaire au cours des prochains mois, ce qui pourrait alimenter la volatilité de la livre turque et raviver les pressions inflationnistes.

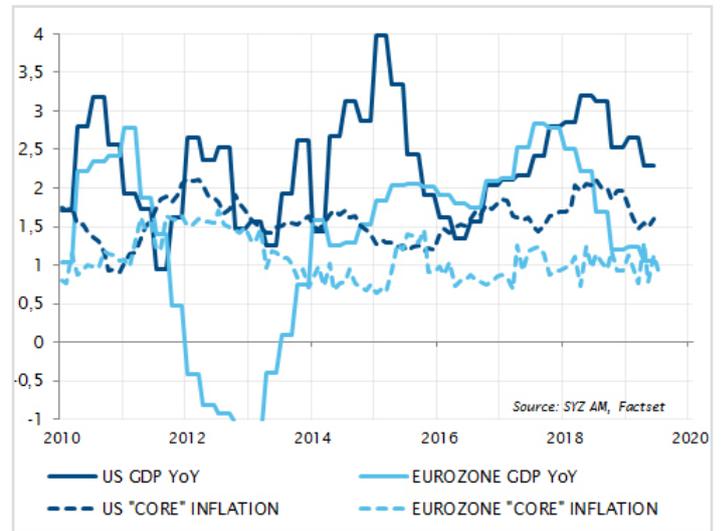


Adrien Pichoud
Economist

**Croissance du PIB et inflation
aux Etats-Unis et en zone
euro**

L'inflation reste faible de part et d'autre de l'Atlantique, mais la croissance reste solide aux Etats-Unis. Cependant, la Fed et la BCE vont assouplir leur politique monétaire.

Source: SYZ AM, Factset
Données au 02.08.2019



ANALYSE DE L'ÉQUIPE ASSET VALUATIONS & INVESTMENT STRATEGY GROUP

Risque et duration

La croissance reste positive en dépit d'une morosité grandissante

Nous avons maintenu notre exposition au risque à «légère sous-pondération» après l'avoir rehaussée le mois dernier. Après les solides performances des actifs les plus risqués (actions, crédit et dette émergente) ces derniers mois, il n'y a pas eu d'appétit supplémentaire pour accroître le niveau de risque. En outre, la détérioration des valorisations des actifs a soulevé la question de réduire tactiquement l'exposition au risque.

Toutefois, l'environnement économique et nos perspectives n'ont pas constitué une raison suffisante pour passer à «sous-pondération». Bien que la croissance mondiale continue de ralentir en raison de la dynamique cyclique négative, la demande intérieure reste ferme et maintient la croissance en territoire positif dans la plupart des pays développés.

Opportunité d'alléger les positions et de prendre des bénéfices

Au contraire, nous avons décidé de prendre des bénéfices et de réduire l'exposition sur certains des segments du portefeuille qui ont le plus bénéficié du soutien de la Réserve fédérale et de la Banque centrale européenne. Ces opérations ont été réalisées au niveau des allocations au crédit et aux marchés émergents. Toutefois, la prise de bénéfices n'a pas fondamentalement modifié l'équilibre global du portefeuille.

Maintien des taux à un niveau bas pour une période prolongée

Le positionnement sur la duration est également maintenu à «légère sous-pondération». Il existe toujours un risque de hausse des taux d'intérêt dans l'hypothèse de bonnes surprises sur le front macro-économique. Cependant, nous estimons que ce risque demeure faible compte tenu des obstacles structurels à l'accélération de l'inflation, du maintien de taux d'intérêt bas pour une période prolongée et des risques négatifs qui pèsent sur la croissance mondiale.



Le positionnement vis-à-vis du risque reste inchangé à «légère sous-pondération», mais nous prenons des bénéfices sur certains des segments obligataires les plus risqués (notamment le crédit) qui ont poursuivi leur progression et dont les valorisations deviennent de plus en plus onéreuses.

Maurice Harari

Marchés actions

La perspective d'un Brexit sans accord pèse sur les marchés

Les marchés actions européens, chinois et japonais sont évalués à «légère sous-pondération», tandis que l'exposition globale aux Etats-Unis et aux marchés émergents est rehaussée d'un cran à «légère surpondération».

La dépréciation de la livre sterling pourrait soutenir les exportateurs

Parmi les actions britanniques, dans la mesure où le risque de Brexit sans accord s'accroît à nouveau, nous affichons une nette prédilection pour les multinationales axées sur l'export cotées au Royaume-Uni. Ces dernières devraient être moins affectées par les développements au plan intérieur et pourraient bénéficier de la faiblesse de la livre sterling contrairement aux entreprises tournées vers le marché national qui pourraient pâtir d'un scénario de Brexit sans accord et/ou d'une incertitude politique prolongée.

De plus, nous préférons toujours ne pas afficher des penchants sectoriels trop prononcés, qu'il s'agisse des valeurs défensives ou des valeurs cycliques, car aucun secteur ne se distingue en termes de valorisation et de momentum des bénéfices.

Attrait des actions à dividende élevé dans un contexte de taux bas

Cependant, nous restons disposés à investir dans des actions à dividende élevé, car elles devraient être moins exposées au risque d'ajustement temporaire des taux d'intérêt et offrir par ailleurs une réelle alternative à moyen-long terme dans le contexte actuel de taux bas.

Marchés obligataires

Valeur relative favorable parmi les emprunts d'Etat en euros

Les emprunts d'Etat nominaux sont maintenus à «légère sous-pondération». Le risque lié à l'activité économique continue globalement de pencher du côté négatif.

La France est rétrogradée aux côtés de l'Allemagne à «sous-pondération» après le rebond du mois dernier, en raison de valorisations très onéreuses et de rendements absolus négatifs. L'Italie est maintenue à «légère surpondération», car le segment des emprunts d'Etat en euros continue d'offrir une valeur relative satisfaisante.

Notre opinion vis-à-vis des emprunts d'Etat indexés (notamment américains et italiens) et de la dette émergente en monnaie forte reste inchangée à «légère surpondération».

Les cours du crédit «investment grade» et à haut rendement intègrent les bonnes nouvelles

Le crédit «investment grade» et à haut rendement (prédilection maintenue pour l'Europe au détriment des Etats-Unis) est rétrogradé à «légère sous-pondération» et «sous-pondération» respectivement. C'est là une décision de nature tactique qui reflète notre disposition à prendre des bénéfices après le récent rebond, une grande partie des bonnes nouvelles étant désormais prises en compte dans les valorisations.

Le ton conciliant de la Fed soutient la dette émergente en monnaie locale

Sur les marchés émergents, la Turquie (obligations en monnaie forte) est rétrogradée à «sous-pondération» face au risque croissant de politique monétaire inappropriée et à la menace de possibles sanctions américaines.

En revanche, les obligations en monnaie locale du Brésil, de la Russie et de l'Indonésie sont rehaussées à «légère surpondération» et sont désormais nos choix favoris. Le contexte actuel de ralentissement de la croissance mondiale et d'absence de pressions inflationnistes, allié au ton conciliant de la Fed, est favorable aux banques centrales des marchés émergents et leur permet de réduire leurs taux d'intérêt (la Russie a déjà baissé les siens à deux reprises, l'Indonésie une fois et le Brésil pourrait suivre). Par ailleurs, la durée en Indonésie et au Brésil (courbe de taux pentue) nous semble particulièrement intéressante, tandis que le rouble russe est attractif au regard de sa valorisation.

Le billet vert offre un écart de taux positif par rapport à l'euro

Marché des changes, produits alternatifs et liquidités

La livre sterling est rétrogradée d'un cran à «sous-pondération» compte tenu de la probabilité accrue d'un Brexit sans accord suite à l'intronisation de Boris Johnson au poste de Premier ministre britannique.

Le dollar US est préféré à l'euro malgré la valorisation plus élevée du billet vert, car il offre de meilleures perspectives d'appréciation et, en particulier, un écart de rendement qui reste positif.

Le yen est une meilleure valeur refuge

Nous privilégions le yen japonais, classé à «légère surpondération», au détriment du franc suisse qui a perdu son attrait en tant que valeur refuge en raison de la propension de la Banque nationale suisse à assouplir sa politique monétaire.

Enfin, l'or est classé à «légère surpondération» pour ses qualités de diversification dans un contexte d'aversion au risque.



Maurice Harari

Senior Portfolio Manager