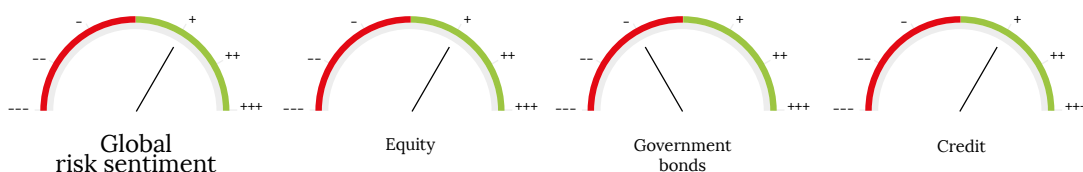




NOTRE POINT DE VUE MENSUEL SUR L'ALLOCATION D'ACTIFS



➤ AU-DELÀ DU BRUIT AMBIANT

Les développements sur les fronts du Brexit et de la guerre commerciale sino-américaine écartent les risques extrêmes

Le Brexit ne pose plus un risque systémique aux perspectives économiques à long terme au Royaume-Uni et sur le continent

La reprise des négociations sino-américaines dénote une approche pas à pas qui semble plus constructive que l'approche globale adoptée auparavant

La conjoncture reste globalement inchangée, mais les développements sur les fronts du Brexit et de la guerre commerciale induisent un regain d'appétit pour le risque

Les rebondissements dans le dossier du Brexit d'une part et les négociations commerciales sino-américaines par Twitter interposées d'autre part sont devenues des éléments si réguliers de notre univers d'investissement qu'il est difficile de distinguer les évolutions significatives des faux-semblants et du bruit médiatique. Nous considérons que les événements intervenus en octobre se rangent dans la première catégorie et que deux menaces considérables à l'horizon des prochains mois sont maintenant écartées.

Soyons clairs: nous ne sommes pas naïfs au point d'estimer que le chapitre du Brexit est désormais clos ou que la stabilité et l'harmonie politique vont régner à nouveau au Parlement britannique. Nous avançons seulement qu'une sortie sans accord le 31 octobre n'étant plus d'actualité et qu'un report ayant été convenu avec l'UE, le dossier du Brexit ne pose plus le risque systémique qu'il présentait auparavant. Avec la tenue prochaine d'élections législatives anticipées, le Brexit est désormais essentiellement un enjeu politique interne au Royaume-Uni qui continuera certes à faire couler beaucoup d'encre et aura des conséquences pour les perspectives à long terme de l'économie britannique, mais qui ne menace plus de rompre brutalement des relations commerciales historiques et les chaînes d'approvisionnement entre l'île et le continent.

La rivalité entre les Etats-Unis et la Chine est susceptible de durer plus longtemps que le feuilleton du Brexit et, là encore, il serait imprudent d'estimer que la reprise des négociations constitue le «début de la fin» de la guerre commerciale. Il s'agit néanmoins d'une avancée importante qui, à tout le moins, inverse la spirale droits de douane/représailles de l'été dernier. Nul ne sait si ces négociations seront fructueuses, ni quelle sera leur portée et leur soutenabilité. Reste toutefois que l'administration américaine a déjà suspendu la hausse de certains droits de douane, que la Chine a accru ses importations de produits agricoles américains et que les deux parties ont désormais convenu d'avancer pas à pas au lieu de tenter de résoudre en une seule fois l'ensemble de leurs différends. La situation est donc objectivement plus favorable qu'elle ne l'était début septembre.

En attendant, l'environnement économique mondial a peu évolué: la consommation des ménages et le secteur des services assurent une croissance du PIB certes faible, mais positive, tandis que l'activité industrielle continue de ralentir. Les risques continueront de pencher du côté négatif en l'absence de reprise du secteur industriel. Cependant, le simple fait que les risques extrêmes associés au scénario d'un Brexit sans accord et à l'escalade de la guerre commerciale ont considérablement diminué justifie une approche plus constructive à l'égard des actifs risqués d'ici la fin de l'année. En particulier dans un contexte où les banques centrales maintiennent voire accentuent leurs politiques monétaires accommodantes et soutiennent la valeur relative des marchés actions.

Auteurs

Maurice Harari
Multi-Asset Strategist
Adrien Pichoud
Economist



Adrien Pichoud
Economist

CONTEXTE ÉCONOMIQUE EN BREF ET ANALYSE GLOBALE

L'environnement économique mondial est resté inchangé, avec une contraction de l'activité industrielle et certains signes de stabilisation, notamment dans les pays émergents

Une tendance qui reste inchangée. L'environnement économique mondial n'a guère évolué le mois dernier au-delà du Brexit et des développements politiques sur le front commercial. La consommation des ménages et l'activité dans le secteur des services poursuivent globalement leur progression et continuent d'alimenter la croissance du PIB. Par contre, la plupart des indicateurs industriels continuent de dénoter la faiblesse voire même la contraction de l'activité dans le secteur, bien que des signes timides de stabilisation apparaissent dans certaines régions, en particulier dans les pays émergents.



La disparition des risques à court terme liés au Brexit et à la guerre commerciale sino-américaine pourrait contribuer à atténuer la pression sur les investissements des entreprises ces prochains mois.

Adrien Pichoud

Notre scénario: stabilisation de la croissance mondiale et légère accélération l'an prochain

Un nouveau ralentissement reste possible, mais les évolutions sur les fronts du Brexit et de la guerre commerciale pourraient réduire la pression sur les investissements des entreprises

Dans ce contexte, notre scénario central continue d'anticiper une stabilisation de la croissance mondiale et une accélération progressive et modérée l'an prochain, soutenue par le bas niveau des taux d'intérêt et le caractère accommodant des politiques monétaires, y compris dans un nombre croissant de pays émergents. Cependant, les risques d'un nouveau ralentissement resteront non négligeables à moins d'un redressement durable des indicateurs de l'activité industrielle par rapport à leurs niveaux actuellement déprimés. Pour autant, l'atténuation des risques majeurs à court terme liés au Brexit et à la guerre commerciale sino-américaine devrait contribuer à alléger la pression sur les investissements des entreprises à l'horizon des prochains mois, réduisant le risque extrême associé aux scénarios potentiels et, partant, le degré d'incertitude.

Croissance

Ralentissement du cycle d'activité aux Etats-Unis, dans les pays du cœur de l'Europe et au Royaume-Uni

La croissance du PIB reste positive d'une manière générale, mais le cycle d'activité s'essouffle aux Etats-Unis, dans les pays du noyau européen et au Royaume-Uni. La tendance se stabilise globalement en Asie.

Inflation

L'inflation reste bien trop faible aux yeux des banques centrales

Les taux d'inflation sont faibles dans l'ensemble en valeur absolue, ralentissent et restent inférieurs à l'objectif des banques centrales dans la plupart des pays développés et émergents. La stabilité actuelle des prix de l'énergie ne présente pas de risque pour ceux des biens et des services. Par ailleurs, les anticipations d'inflation à moyen terme dénotées par les marchés restent bien trop faibles aux yeux des banques centrales.

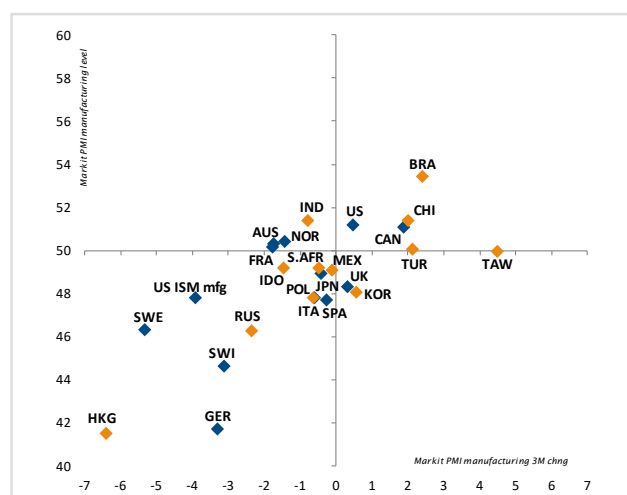
Orientation des politiques monétaires

La plupart des banques centrales penchent en faveur de politiques accommodantes

Compte tenu du contexte actuel des points de vue de l'inflation et de la croissance, il n'est guère étonnant que les banques centrales penchent en faveur d'une approche conciliante. Mario Draghi a dévoilé un important train de mesures en septembre avant de céder la place à Christine Lagarde à la tête de la BCE. Une nouvelle baisse des taux de la Fed est plus que probable en octobre. Les banques centrales de plusieurs pays émergents sont par ailleurs engagées dans un cycle d'abaissement des taux. Une tendance généralisée à l'assouplissement est à l'œuvre.

Signes de stabilisation dans certains pays émergents

Source: SYZ AM, FactSet
Données au 28.10.2019



Le ralentissement du secteur industriel touche également l'économie américaine

Les développements sur les fronts de la politique monétaire et de la guerre commerciale pourraient rendre la croissance américaine plus résiliente

Expansion du cycle économique en Allemagne et en France, stabilisation en Espagne et en Italie et ralentissement au Royaume-Uni face aux incertitudes sur le Brexit

La hausse de la TVA au Japon aura un impact au cours des mois à venir

Economies développées

La forte baisse de l'indice ISM manufacturier en septembre, accompagnée du niveau décevant de l'indice ISM du secteur des services, a souligné que le ralentissement de la croissance économique américaine se poursuit. Cependant, bien que la croissance de l'emploi ait elle aussi ralenti, les données objectives telles que celles sur les ventes au détail continuent de montrer que la demande finale reste solide. L'assouplissement des politiques monétaires et le moindre risque d'escalade des droits de douane pourraient doper le sentiment ces prochains mois et rendre la croissance économique américaine plus résiliente.

En Europe, les pays du cœur de la zone euro (Allemagne et France) continuent d'afficher un essoufflement du cycle de l'activité, à l'instar de pays voisins comme la Suisse et les pays scandinaves. Cependant, la meilleure tenue de la demande intérieure contribue à la stabilisation de la croissance en Italie et en Espagne. Le ralentissement de l'économie britannique s'est poursuivi face aux incertitudes sur le Brexit.

Avant la hausse prévue de la TVA, l'économie japonaise s'est stabilisée tout au long de la période estivale. L'impact de ce relèvement de la TVA sur les dépenses de consommation sera visible et mesurable au cours des mois à venir.

Economies émergentes

Stabilisation dans les pays émergents, à l'exception de Hong Kong

La croissance économique semble s'être stabilisée dans les pays émergents, à l'exception notoire de Hong Kong, confronté aux conséquences des manifestations qui perdurent.

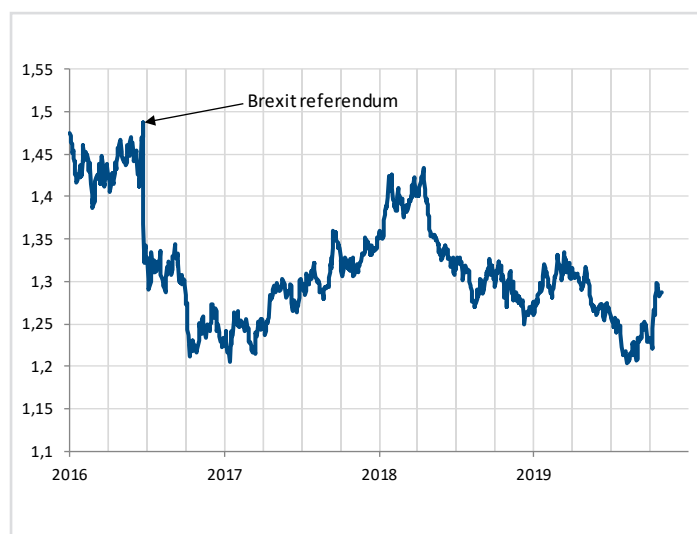


Adrien Pichoud
Economist

Evolution de la livre sterling et du dollar depuis 2016

La livre a rebondi par rapport à son niveau déprimé de septembre suite à l'élimination du risque d'un Brexit sans accord à court terme

Source: SYZ AM, Bloomberg
Données au 31.10.2019



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

Risque et duration

Le risque du scénario du pire a diminué du fait des développements positifs sur les fronts du Brexit et du commerce sino-américain, ce qui nous amène à rehausser notre opinion vis-à-vis du risque à «légère surpondération»

Notre opinion vis-à-vis du risque a été rehaussée à «légère surpondération».

D'un côté, cette décision s'explique par les évolutions relativement favorables sur les fronts de la guerre commerciale sino-américaine et du Brexit, dans le contexte d'une consommation qui reste solide dans les pays développés et de politiques monétaires accommodantes.

De l'autre, nous ne comptons pas sur une résolution sans heurts de ces questions à brève échéance. Nous ne décelons par ailleurs aucune évolution sensible des conditions de la croissance mondiale susceptible d'améliorer le scénario global. En revanche, nous considérons que ces développements réduisent considérablement le risque d'un scénario du pire.

Les conditions élémentaires d'un regain d'appétit pour les actifs risqués pourraient être réunies

Dans un contexte marqué par une croissance mondiale qui reste positive, des politiques monétaires très conciliantes et des taux obstinément bas, les conditions pourraient être de nature à soutenir la demande d'actifs risqués. Plus précisément, elles pourraient suffire à alimenter un regain d'appétit pour les actifs et les marchés jusqu'ici durement touchés par ces risques particuliers.

La faiblesse de l'inflation et les politiques conciliantes contribuent au maintien de la protection qu'offre la duration

Notre opinion vis-à-vis de la duration est maintenue à «légère sous-pondération» compte tenu de la faiblesse de l'inflation et du ton conciliant des banques centrales. Dans un contexte de faible inflation et de banques centrales accommodantes, la duration peut encore permettre de protéger les portefeuilles contre le risque légèrement moindre, mais encore présent de détérioration des conditions macroéconomiques, et ce, malgré les valorisations actuellement élevées des obligations.



Notre opinion vis-à-vis du risque est rehaussée d'un cran à «légère surpondération» du fait des développements positifs sur le Brexit et de l'embellie sur le front du conflit commercial, qui réduisent considérablement le risque d'un scénario du pire.

Maurice Harari

Marchés actions

Nous allégeons notre biais défensif en nous exposant à la livre sterling pour profiter de son éventuelle remontée en cas d'apaisement des craintes

La conséquence directe du regain d'appétit pour le risque est que nous avons continué à réduire le penchant défensif implicite de l'allocation en actions.

Compte tenu du niveau extrême des valorisations relatives entre marchés et secteurs défensifs et cycliques, nous avons cherché à réduire notre penchant défensif de sorte à éviter d'être pris à contre-pied en cas de retournement temporaire ou de correction des performances relatives susceptible de résulter de la diminution des craintes de ralentissement de la croissance mondiale.

Par conséquent, nous avons rehaussé notre opinion sur les actions britanniques à «légère surpondération», et avons laissé ouverte l'exposition à la livre sterling avec une prédilection pour les moyennes capitalisations, susceptibles d'être les premières bénéficiaires de la disparition du risque d'un Brexit sans accord dans l'immédiat.

Ainsi, notre opinion sur la zone euro reste inchangée et celle sur le marché japonais défensif est abaissée

Notre opinion vis-à-vis des actions de la zone euro est maintenue à «légère surpondération», mais dans ce bloc, nous conservons une prédilection pour l'Allemagne en raison de la cyclicité que lui confère sa composition sectorielle.

Nous avons par ailleurs abaissé notre opinion sur le marché japonais plus défensif par nature (à «légère sous-pondération»).

Les valeurs financières américaines et britanniques/européennes devraient tirer parti de l'embellie du sentiment du marché

Sur le plan sectoriel, les valeurs financières aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Europe pourraient selon nous tirer parti de l'embellie du sentiment du marché par rapport à la polarisation encore marquée entre secteurs défensifs et cycliques.

L'appétit pour le risque entraîne un rehaussement de notre opinion des marchés émergents

Les obligations continuent d'apporter une décorrélation aux portefeuilles équilibrés

Les obligations italiennes et américaines (et canadiennes) offrent le meilleur potentiel, en particulier à titre de protection contre une baisse des taux de la Fed dans le dernier cas

Les évolutions dans le dossier du Brexit mettent la livre sterling en meilleure posture.

Le soutien de la BCE permet au crédit européen de l'emporter sur celui américain.

Le peso mexicain est attractif grâce aux taux d'intérêt. Les tensions géopolitiques entraînent une rétrogradation de la Turquie

Les évolutions dans le dossier du Brexit mettent la livre sterling en meilleure posture

L'or reste privilégié pour ses qualités de diversification

Préférence pour le dollar au regard des perspectives de croissance

Le yen continue d'apporter une diversification dans un contexte d'aversion au risque

Marchés obligataires

Dans le sillage du regain d'appétit pour le risque, nous rehaussons d'un cran notre opinion vis-à-vis des obligations à haut rendement et de la dette émergente en monnaie forte à «légère surpondération» et celle sur la dette émergente en monnaie locale à «légère sous-pondération».

Notre opinion à l'égard du crédit Investment Grade et des emprunts d'Etat indexés sur l'inflation reste inchangée à «légère surpondération», tandis que celle sur les emprunts d'Etat nominaux est maintenue à «légère sous-pondération». Ces derniers sont manifestement onéreux en termes de valorisation, mais continuent d'apporter un effet de décorrélation au niveau d'un portefeuille équilibré.

Les emprunts d'Etat italiens restent notre marché favori s'agissant de la dette souveraine européenne, compte tenu de l'assouplissement de la politique monétaire de la BCE et d'une valeur relative qui demeure positive.

Nous privilégions également les emprunts d'Etat américains (et canadiens) qui offrent selon nous le degré de protection le plus élevé aux portefeuilles dans l'hypothèse d'une récession susceptible d'entraîner une série de baisses des taux de la Fed.

Nous rehaussons notre opinion à l'égard du crédit libellé en livres sterling à «légère surpondération» au regard de sa valorisation relativement peu élevée et sachant que les développements sur le front du Brexit sont favorables du point de vue tactique.

Nous conservons une prédilection pour le crédit européen au détriment du crédit américain, essentiellement pour des raisons de valorisation et au regard du soutien escompté de la BCE.

S'agissant de la dette en monnaie locale, nous rehaussons le Mexique à «légère surpondération», sachant que le peso mexicain est bon marché outre le niveau attrayant des taux d'intérêt et la tendance baissière de l'inflation. Nous abaissons notre opinion sur la Turquie à «forte sous-pondération» face au regain de tensions géopolitiques, au risque de nouvelles sanctions américaines et à la pression baissière sur la livre turque.

Forex

Suite aux développements relativement positifs sur le front du Brexit, nous estimons que la forte pression baissière qui a ramené la livre sterling à un niveau clairement sous-valorisé s'est apaisée et justifie désormais une remontée vers sa juste valeur. Nous relevons par conséquent notre opinion sur la monnaie britannique de deux crans (à «légère surpondération») par rapport au mois précédent.

L'or reste notre monnaie alternative préférée compte tenu de la diversification qu'il apporte au portefeuille (classé à «légère surpondération»).

Le dollar US est toujours 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.

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



Maurice Harari
Multi-Asset Strategist