

Rapport de Gestion au 30 septembre 2017

Une situation géopolitique toujours complexe, mais le retour de la croissance se confirme.

Partout dans le monde, les chiffres ont confirmé un regain de santé de l'économie mondiale. L'Europe poursuit sans faiblir sur sa lancée du trimestre précédent et pourrait afficher une croissance à 2%. Les PMI et les indicateurs de confiance sont au plus haut. La France devrait dépasser les 1.7% de croissance, du jamais vu depuis plus de six ans. Les pays émergents maintiennent aussi un bon rythme de croissance tandis que le Japon surprend favorablement. L'indice Tankan qui mesure la confiance des grandes entreprises manufacturières au Japon, est au plus haut depuis 2008 et les actions japonaises apparaissent comme particulièrement attractives en termes de valorisation et ce, d'autant plus que la croissance bénéficiaire des entreprises est soutenue. On peut notamment retenir que les profits des entreprises sont aux plus hauts historiques en absolu et surtout en relatif par rapport au PIB et que, dans le même temps, les entreprises japonaises disposent d'un énorme montant de cash (environ 4 trillions de dollars) qu'elles peuvent facilement réinvestir sans avoir besoin de s'endetter. Les indices boursiers (total return) sont d'ailleurs au plus haut depuis 1990, suggérant la fin du grand « bear cycle » japonais.

Les Etats-Unis en fin de cycle ?

Après un trou d'air en début d'année, les Etats-Unis reprennent un peu de vigueur. Alors que la reprise américaine s'inscrit à la fois comme l'une des plus longues mais aussi des plus molles depuis 1945, certains anticipent déjà un ralentissement au cours des prochains trimestres. Et cela d'autant plus que la Fed affirme sa volonté de resserrement monétaire (via les taux et la réduction progressive de son bilan) et qu'aucun des grands projets de Donald Trump ne semble vouloir aboutir. Le danger est certes là mais la machine ne montre pour le moment aucun signe de fatigue permettant d'envisager un retournement conjoncturel.

Toutefois, les actions américaines sont surévaluées (et certains indicateurs composites témoignent d'un risque conjoncturel dans les prochains mois. Si les valorisations sont tendues, elles pourraient néanmoins le rester encore quelques mois supplémentaires. En 2000, le gérant de fonds américain Clifford Asness publiait un article qui permettait d'expliquer les variations de la prime de risque actions entre 1871 et 1998. Il parvenait ainsi à établir un lien de corrélation entre le niveau de valorisation des actions et le niveau des taux ainsi qu'avec le ratio de volatilité entre actions et obligations. Sur ces bases-là, l'environnement actuel justifierait donc un niveau de valorisation historique, et cela tant que la volatilité des actions reste faible... Notons, par ailleurs, que la faible volatilité des actions (VIX inférieur à 10%) n'est que le reflet d'une stabilité macroéconomique impressionnante : depuis 2011, la croissance nominale est de 3.75% en moyenne (+/-1%). Il faut remonter à la période 1992-2000 pour retrouver une telle stabilité. On notera d'ailleurs qu'il s'agit de la période de croissance la plus longue de l'histoire récente et que si la croissance nominale était plus élevée de 2%, les taux à 10 ans étaient aussi environ 3.5% plus chers. Ainsi, tant que cette stabilité demeure, rien ne permet de considérer qu'une correction s'impose. Le risque extrême (tail risk), comme en 2008, n'en est pas pour autant écarté.

L'amorce d'une stabilisation du dollar

Après une hausse de 15% entre le 1er janvier et le début septembre, l'EUR/USD semble avoir atteint une résistance majeure et montre un essoufflement assez naturel après une telle hausse. De plus, le positionnement du marché indique une situation d'excès plutôt propice à une correction de tendance. Le dollar pourrait ainsi reprendre un peu de vigueur et revenir sur la marque des 1.15 contre euro. Toutefois, la devise américaine reste surévaluée et n'a probablement

pas terminé son mouvement de baisse sur le long terme. On notera que si les actions européennes peuvent en tirer quelques bénéfices, le mouvement envisagé à court terme est trop modeste pour enrayer la belle dynamique des marchés émergents.

La Suisse reste à la traîne en termes de croissance

Le franc suisse a lui aussi subi une sévère correction contre l'euro (hausse de plus de 8% de l'euro sur le sommet de 1.1625 atteint en septembre) et pourrait également entrer en phase de stabilisation. Il est notable que la hausse de près de 5% observée sur le trimestre permette au franc suisse de se rapprocher sensiblement de la zone des 1.20, ancien plancher de la BNS. Cette résistance psychologique majeure a peu de chances d'être franchie facilement mais la politique de taux négatifs de la Banque Nationale Suisse semble porter ses fruits : une lente et progressive dégradation de la devise au coût de portage le moins attractif au monde. En dépit de cette nette amélioration sur le front monétaire, la croissance suisse reste à la traîne des grandes zones économiques. Et pourtant, les chiffres se sont améliorés, tant sur le plan de la consommation et du chômage (revenu à 3,2%) que sur le plan de la confiance des industriels. La croissance est en retard mais devrait logiquement s'affirmer dans les mois à venir. Du même coup, les actions suisses devraient en bénéficier. La rupture des sommets historiques sur le SPI constitue un excellent signal et justifie une surpondération sur ce segment.

Conclusion

A Nous privilégions les actions en Europe, Suisse, Japon et pays émergents et restons prudents sur les USA et le Royaume-Uni. Notre positionnement reste aussi prudent sur les obligations souveraines et nous continuons à leur préférer la dette émergente et les obligations d'entreprises européennes.

Evolution de la part

Depuis le début de l'année, la valeur du segment A (« croissance ») est passée de EUR 214.02 à EUR 220.65, soit une performance en EUR de +3.10% sur 9 mois.

La valeur du segment B (« conservateur ») est passée de EUR 157.36 à EUR 157.12, soit une performance en EUR de -0.15% sur 9 mois.

La valeur du segment C est passée de CHF 112.97 à CHF 117.60, soit une performance en CHF de +4.10% sur 9 mois.