

Rapport de Gestion au 31 mars 2018

Vers la fin des « Goldilocks » ?

Dans notre dernier décryptage, nous mentionnions toute la beauté du principe des « goldilocks » reposant sur la combinaison vertueuse d'une croissance soutenue et stable, d'une inflation contenue et d'une politique monétaire transparente et accommodante. Cette situation idyllique contribuait aussi à soutenir la tendance haussière des actifs risqués et à peser lourdement sur le niveau des volatilités, synonyme de la confiance en l'avenir. Nous expliquions également qu'un tel état ne pouvait perdurer trop longtemps en pointant notamment les risques sur un regain d'inflation et sur un resserrement plus marqué de la politique monétaire. Il n'aura fallu que quelques semaines pour que la belle assurance des marchés ne vole en éclats. Les craintes inflationnistes aux Etats-Unis ont fini par mettre le feu aux poudres et le marché a subitement reconsidéré les risques d'un resserrement monétaire plus marqué. Alors que les actifs risqués s'étaient littéralement envolés début janvier – jusqu'à 7% de hausse pour l'indice MSCI World après plus de 14 mois de hausse consécutive – les actions ont brutalement chuté et terminent le trimestre en baisse de près de -2%.

Si les craintes d'une envolée de l'inflation se sont calmées, la menace d'une guerre des tarifs douaniers ainsi que la détermination de la Fed dans sa volonté de resserrer sa politique monétaire ont contraint les marchés à passer en mode « vigilance », constatant les valorisations élevées dans un contexte devenu plus instable. Le retour à la réalité est bien là : la volatilité qui végétait sur des zones historiquement basses a soudainement doublé. L'indicateur de volatilité (l'indice « VIX ») est ainsi passé de 10% environ à plus de 20% à fin mars. Il s'agit à la fois de la fin du mirage des « goldilocks » et d'un retour à la normale.

La fin du trimestre fût principalement bouleversée par les menaces d'une guerre des tarifs douaniers. Si le Président Trump n'a cure du déficit budgétaire, il s'inquiète du déficit commercial. Ce dernier a atteint son plus haut niveau en 9 ans à 56 milliards de dollars, certes sous le record absolu d'août 2006, mais à une époque où la production de pétrole américaine était bien inférieure, ce qui sous-entend que la compétitivité des produits américains a continué de se dégrader.

En Europe, les chiffres parlent d'eux-mêmes et ils ont déçu ! Après plus d'une année de bonnes surprises quasi ininterrompues, les anticipations sont devenues excessives. Ainsi, l'indice des « economic surprises » qui mesure l'écart entre les attentes des experts et les chiffres effectivement publiés s'est effondré en Europe. Bien que les chiffres de croissance pour le dernier trimestre 2017 se soient établis à 2.7% – soit au-dessus du potentiel estimé autour de 2% – il importe cependant de relativiser les déceptions émises car les chiffres absolus continuent d'être solides et suggèrent simplement une croissance plus en ligne avec le potentiel à long-terme et donc plus soutenable.

Le scénario « Goldilocks » semble avoir quitté le champ des opérations. Les taux américains ont continué à se tendre et la courbe des taux à s'aplatir à moins de 0.5% entre le taux à 10 ans et celui à 2 ans. Le retrait de liquidités est palpable et la méfiance est de mise, reflétée par un doublement des volatilités sur les actions. L'environnement macro-économique global demeure cependant toujours favorable et une correction supplémentaire serait, à nos yeux, une opportunité d'investissement.

Dans ce contexte devenu plus difficile, certains marchés ont bien résisté comme les pays émergents (actions et obligations) ainsi que les

matières premières (le pétrole s'est apprécié sur la période). Ils constituent toujours des investissements attractifs à long-terme.

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. En dépit de cette nette amélioration sur le front monétaire, la croissance suisse reste à la traîne des grandes zones économiques. Cependant, les chiffres se sont améliorés, tant sur le plan de la consommation et du chômage (redescendu 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

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 224.38 à EUR 220.62, soit une performance en EUR de -1.68% sur 3 mois.

La valeur du segment B (« conservateur ») est passée de EUR 157.11 à EUR 157.01, soit une performance en EUR de -0.06% sur 3 mois.

La valeur du segment C est passée de CHF 120.30 à CHF 119.13, soit une performance en CHF de -0.97% sur 3 mois.