

Comment les investisseurs doivent-ils se positionner dans un environnement de croissance modérée et d'inflation absente?

Conférence organisée par Schroders Private Bank Switzerland

Serge Ledermann
le 4 octobre 2017

Agenda

- 01 Processus d'analyse
- 02 Environnement macro-économique
- 03 Caractéristiques des marchés
- 04 Thèmes d'investissement

Les opinions exprimées dans ce document sont exclusivement celles de 1959 Advisors basées sur des informations collectées auprès de diverses sources fiables et reconnues.

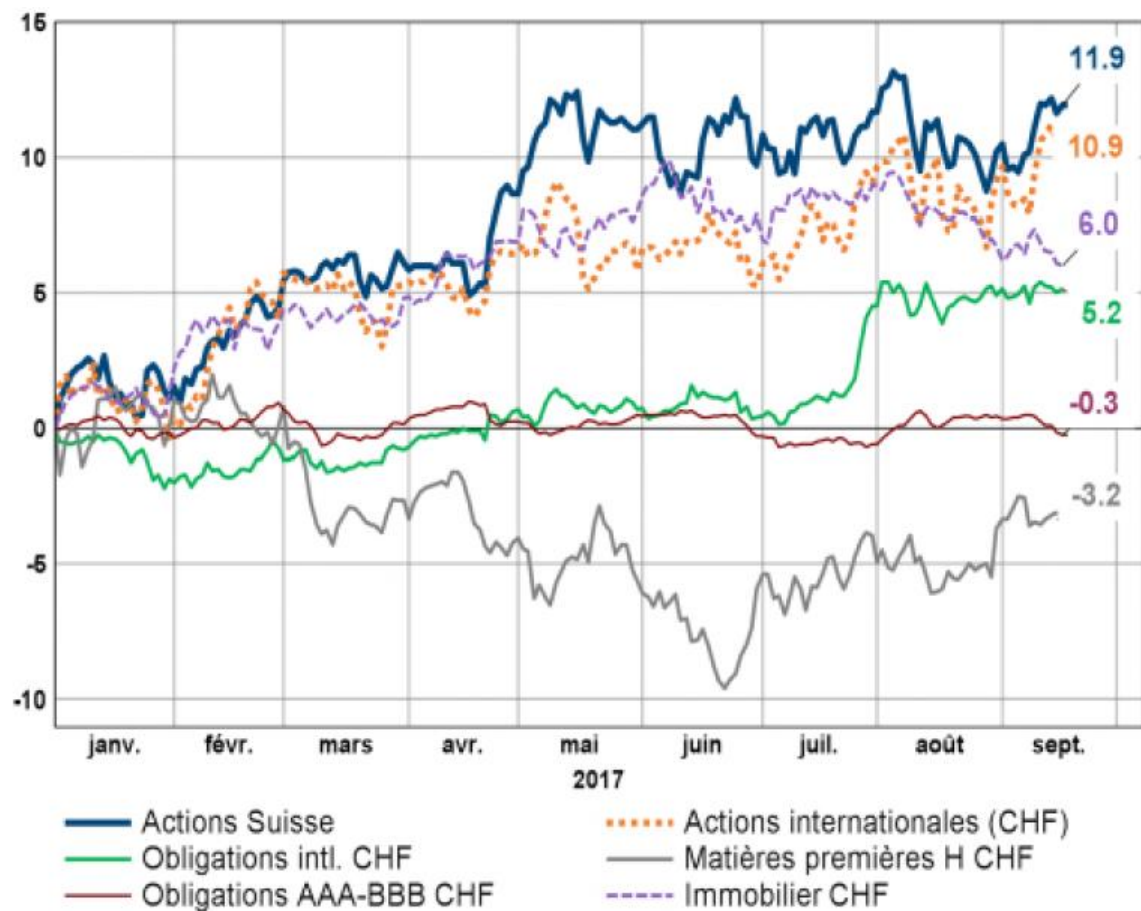
Processus d'analyse

- Analyse du cycle économique (par région) et prise en compte des indicateurs avancés (PMIs)
- Analyse des politiques monétaires et de l'évolution des prix (CPIs): définition du régime
- Positionnement des classes d'actifs et préférences des thèmes
- Optimisation en fonction des paramètres de risque

Contexte Général

- 10 ans après la crise financière!
- La reprise mondiale enfin au rendez-vous
- Les banques centrales toujours à la manœuvre
- Des tensions politiques majeures
- Aucune classe d'actifs n'est « bon marché » et la répression financière bien présente
- Modestie nécessaire dans les attentes de rendement et analyse des risques

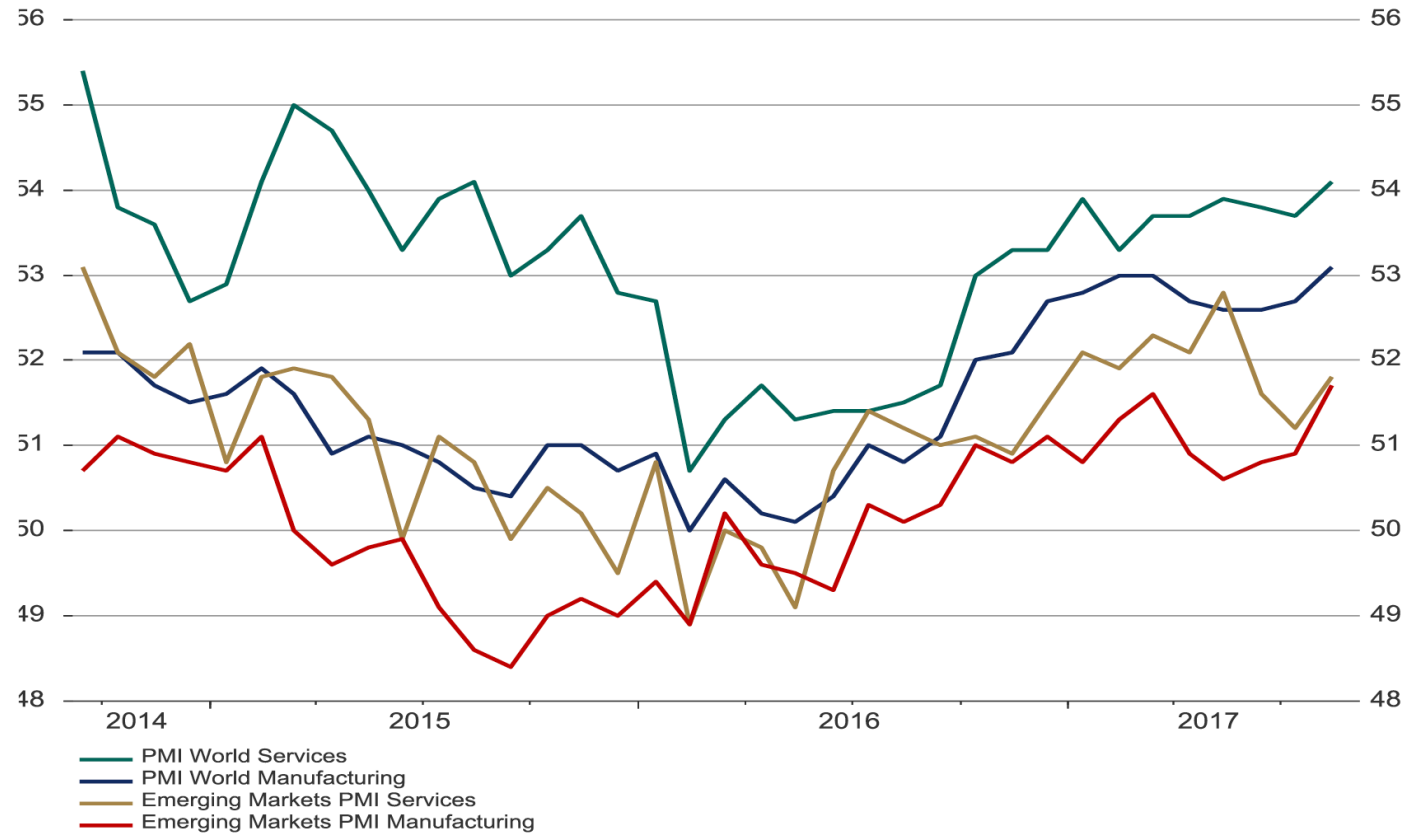
2017: un exercice gratifiant pour le moment



Source: Thomson Reuters Datastream.

Reprise synchronisée, tous les PMIs pointent vers le haut!

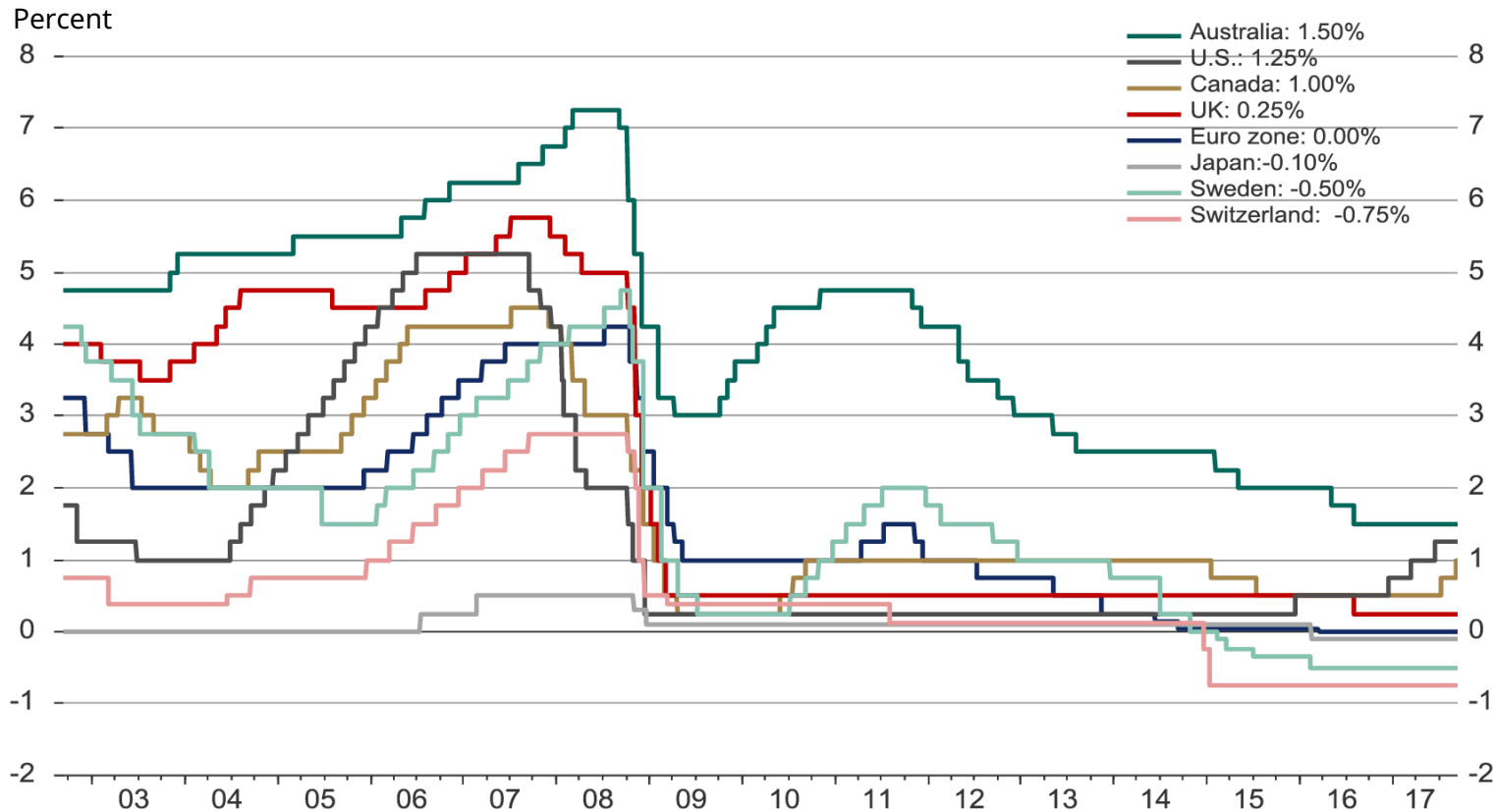
Global purchasing manager indices



Source: Quilvest Wealth.

Les taux au plancher, mais premières velléités de hausse

Central bank's interest rates (in %)

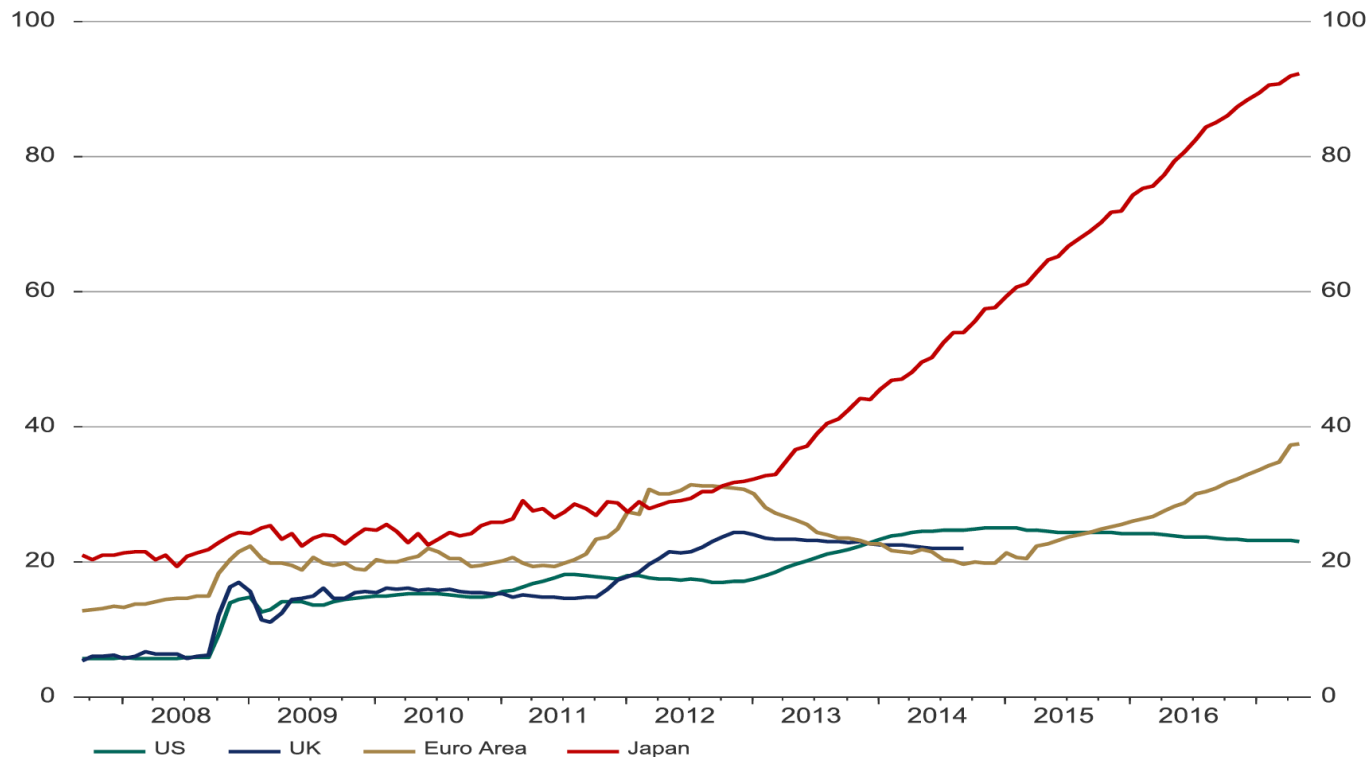


Source: Quilvest Wealth.
[Quelle: Thomson Reuters Datastream, Quilvest.]

Les bilans des banques centrales ont enflés, à quand la décrue?

Central bank's balance sheets (in % of GDP)

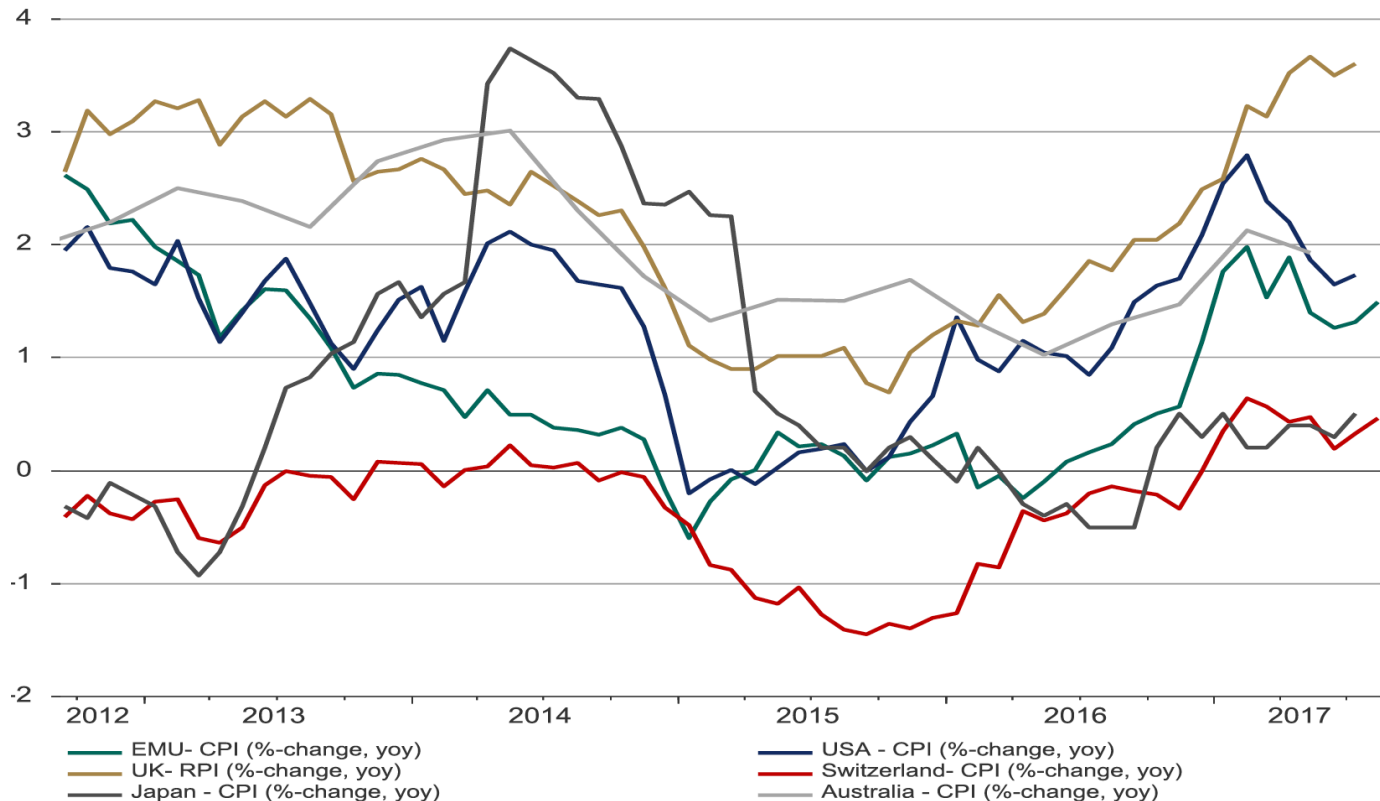
Percent of GDP



Source: Quilvest Wealth.
[Quelle: Thomson Reuters Datastream, Quilvest.]

Inflation! Quelle inflation?

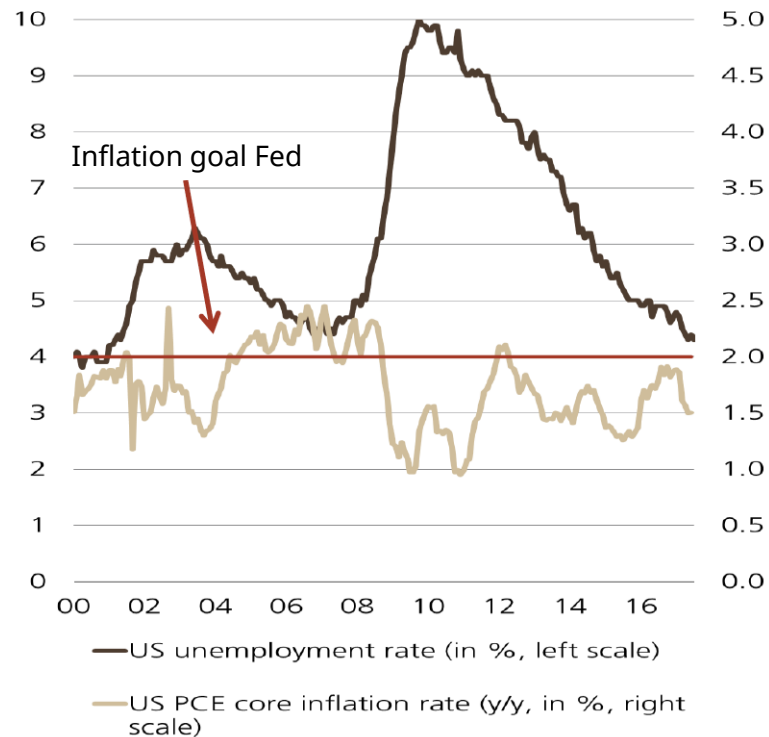
Regional inflation trends - CPI (in %, YoY)



Source: Quilvest Wealth.

Le chômage est en forte décroissance, mais pas de pression sur les salaires!

Strong US labor market but inflation shows signs of weakness



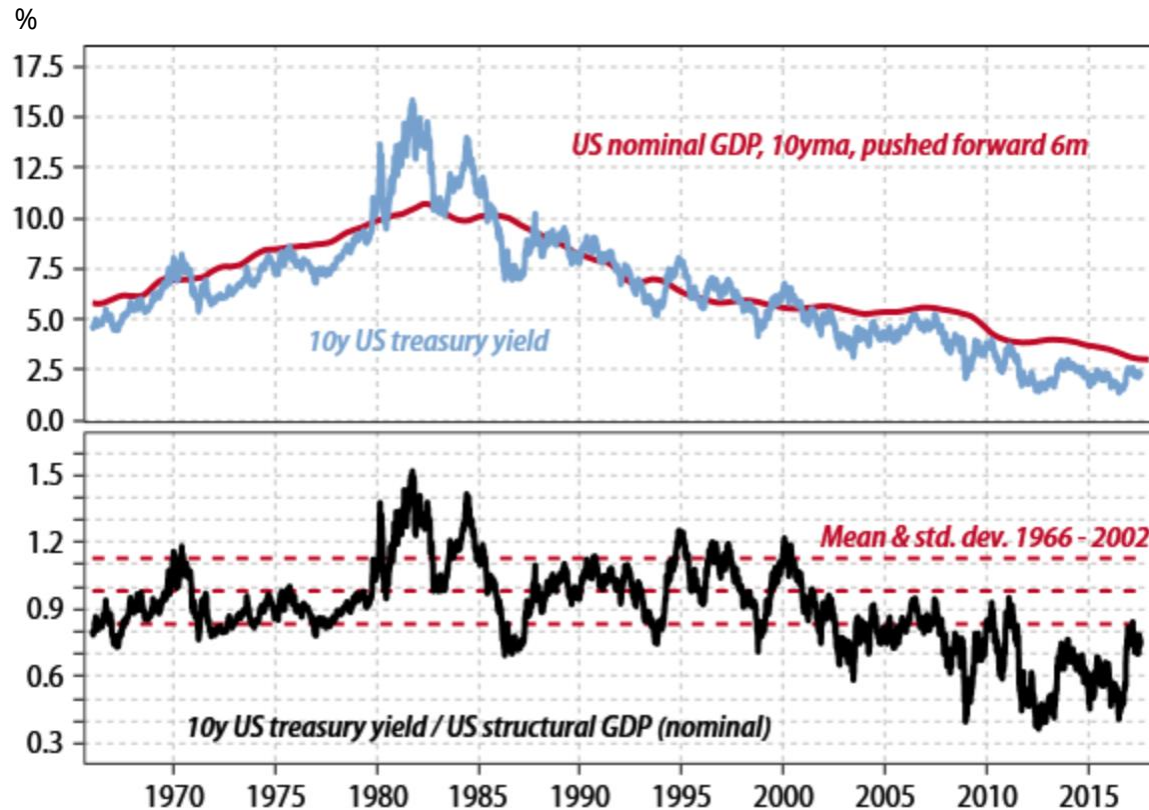
Labor market improves significantly but inflation remains too low



Source: UBS AM.

Les taux longs suivent la croissance structurelle!

The golden rule of Maurice Allais



Source: Gavekal Research.

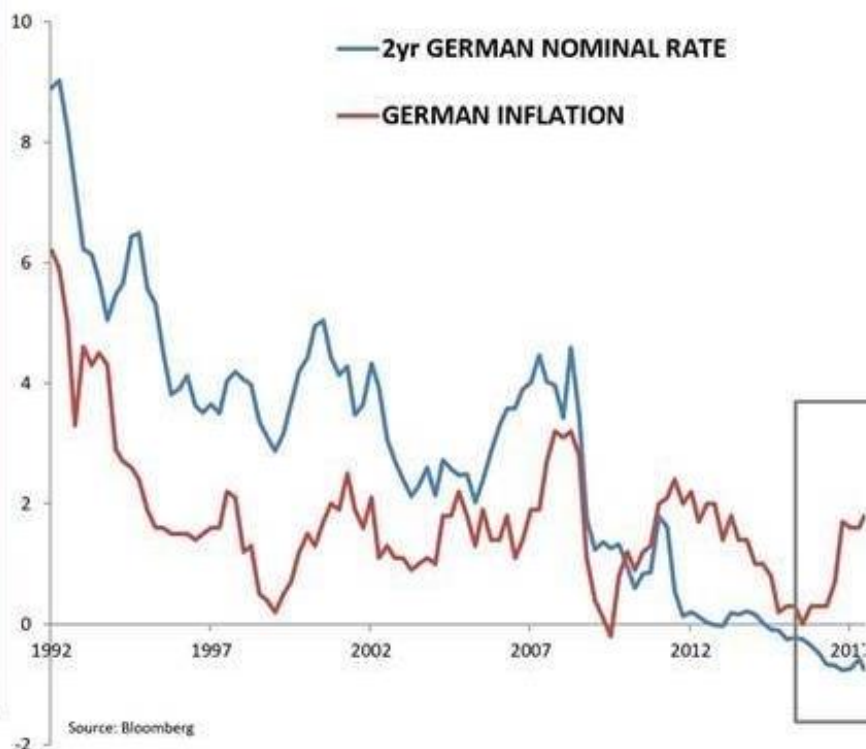
Une bulle obligataire en Europe?

Measuring the bond bubble

Real rates dipped down recently as inflation resurrected from zero, while nominal rates held steady

Country	2-Year Yields XX		
	2-year Yields	CPI	Real Yields
SWEDEN	-0.683%	2.20%	-2.880%
UK	0.164%	2.60%	-2.436%
GERMANY	-0.749%	1.67%	-2.422%
BELGIUM	-0.549%	1.78%	-2.330%
DENMARK	-0.646%	1.49%	-2.139%
NETHERLANDS	-0.691%	1.33%	-2.021%
SPAIN	-0.356%	1.55%	-1.904%
FRANCE	-0.589%	0.72%	-1.307%
FINLAND	-0.699%	0.53%	-1.227%
ITALY	-0.073%	1.10%	-1.172%
SWITZERLAND	-0.815%	0.30%	-1.115%
NORWAY	0.596%	1.53%	-0.935%
USA	1.138%	1.73%	-0.590%
JAPAN	-0.148%	0.40%	-0.548%
IRELAND	-0.512%	-0.20%	-0.314%
POLAND	1.697%	1.80%	-0.108%
CANADA	1.237%	1.16%	0.073%
CHINA	3.573%	1.40%	2.173%
GREECE	3.174%	1.00%	2.175%
RUSSIA	7.820%	3.86%	3.955%
BRAZIL	8.265%	2.71%	5.553%

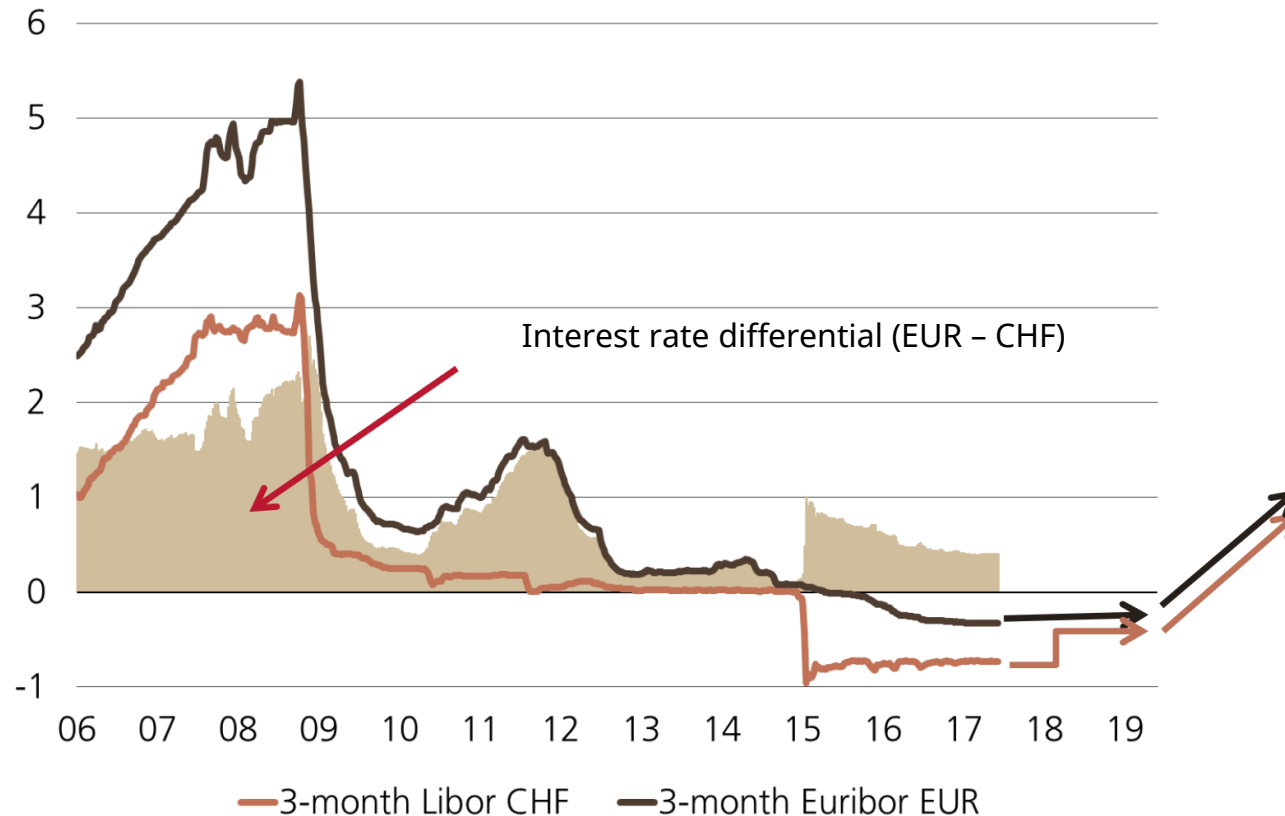
As of: 29-08-2017 Source: OECD Data - ©Fasanara



Source: Mirabaud Securities.

Le différentiel de taux entre la Suisse et l'Europe reste déterminant pour le CHF

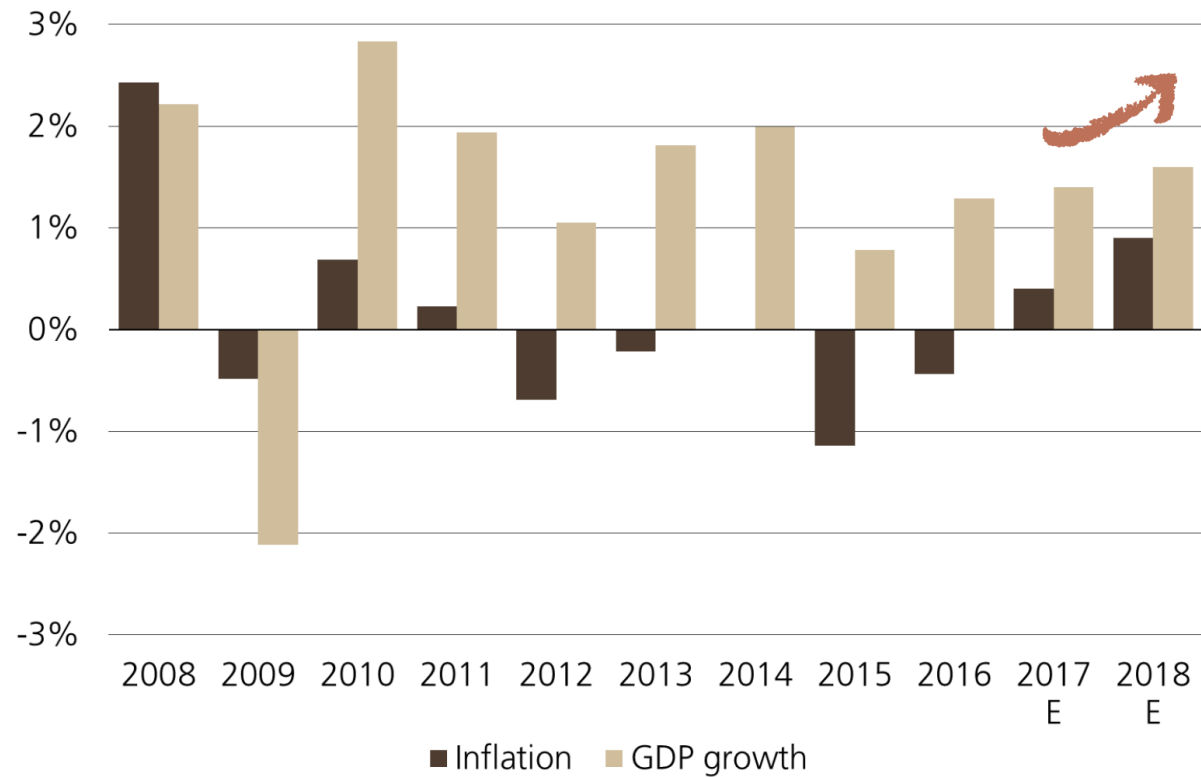
Money market rates in the Eurozone and Switzerland (from 3Q17 on: UBS forecasts)



L'économie Suisse « sous-performe » l'Europe

Swiss GDP growth and inflation set to normalize

Annual GDP growth and inflation in Switzerland (with UBS forecasts from 2017 on)



Un environnement « Boucle d'or »

- Croissance/inflation: ni trop chaud, ni trop froid
- A quand la fin de cycle? Est-ce différent cette fois?
- Les risques sont partagés: accélération de la croissance et/ou de l'inflation; décélération et récession/déflation
- Les banques centrales seront prudentes et progressives dans leur stratégie de sortie
- Multilatéralisme en danger? Risques sur le commerce mondial?

Les marchés financiers apprécient « Boucle d'or »!

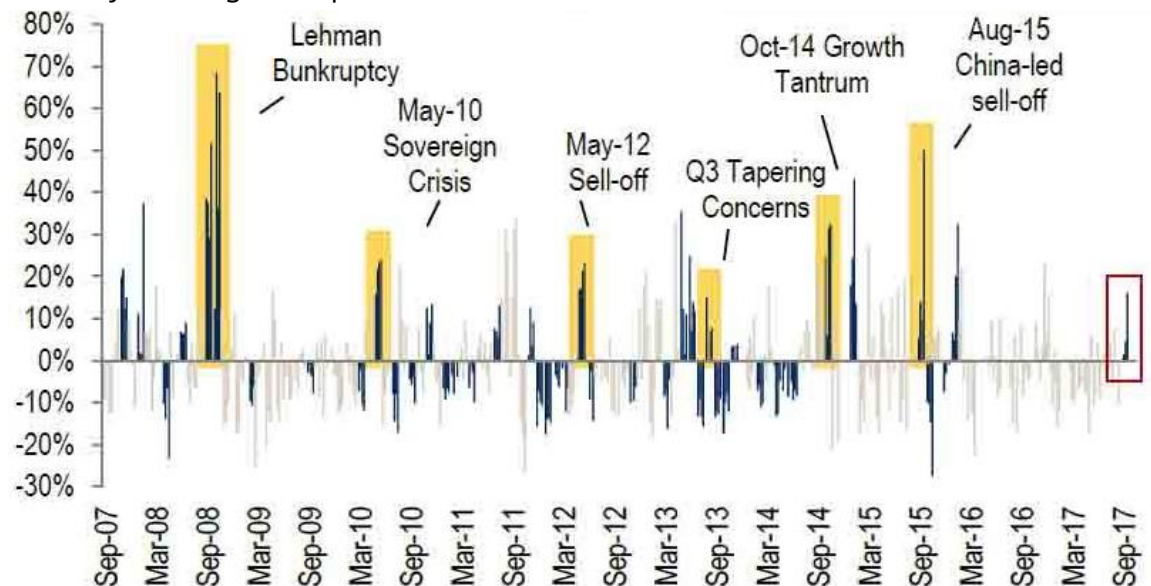
- Les investisseurs ont intégré le nouvel environnement de taux
- Les bénéfices reviennent à leur plus haut niveau
- Les rendements de dividendes sont élevés par rapport aux taux...
- ...mais les valorisations sont élevées!
- Les stratégies de « spreads » continuent à avoir la cote
- L'absence de volatilité inquiète plus qu'elle ne rassure
- La gestion passive rafle la mise
- De nouveaux thèmes d'investissement apparaissent

Disparition de la volatilité: pour combien de temps encore?

Month-on-month changes in cross-asset volatility, blue bars show when there is high correlation in asset volatility (i.e. all move in the same direction)¹

Equity, rates, FX and commodity volatilities until this month hadn't experienced a coordinated move up or down for the longest period in at least 10 years

Monthly % change in implied vol.



Source: Mirabaud Securities.

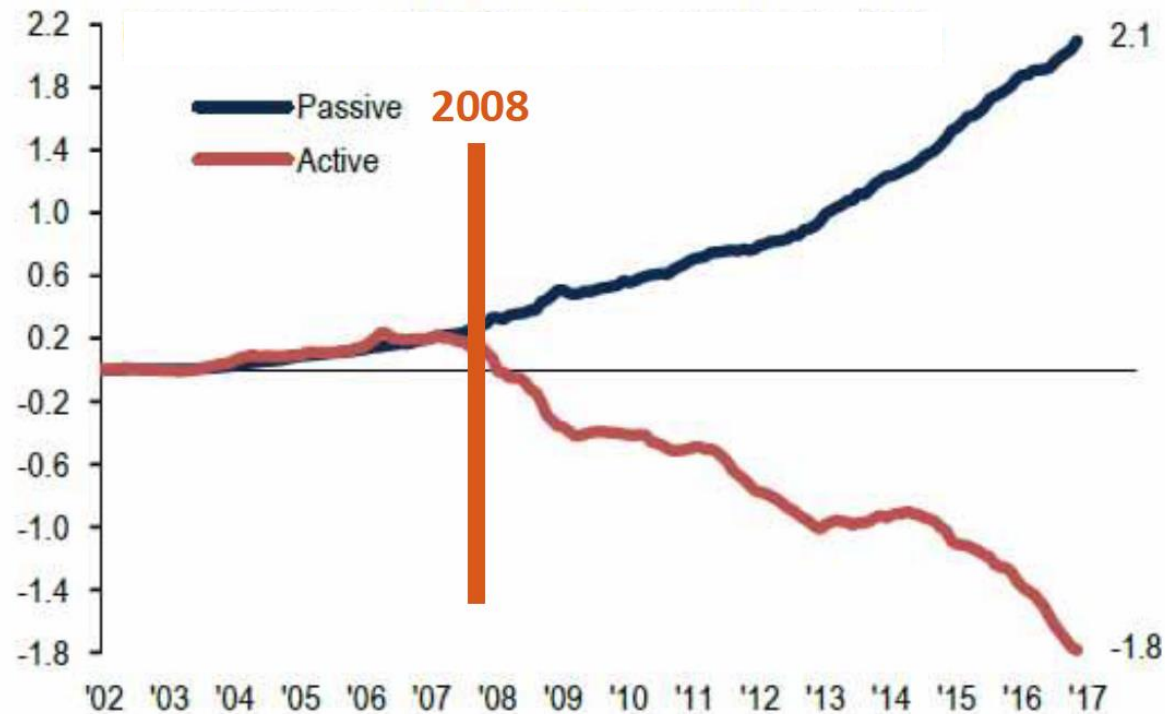
¹Source: BofA Merrill Lynch Global Research. Monthly data from 1 September 07 to 4 September 17.

Monthly % Change in 3M ATM implied volatilities on: Interest rates (Europe and US), FX (EUR/USD, USD/JPY, GBP/USD), Commodities (Crude Oil, Gold and Copper) and Equities (S&P500, ESTX50, FTSE 100, Nikkel 225, HSI).

Un monde de la gestion qui devient passif!

Passive smashing active

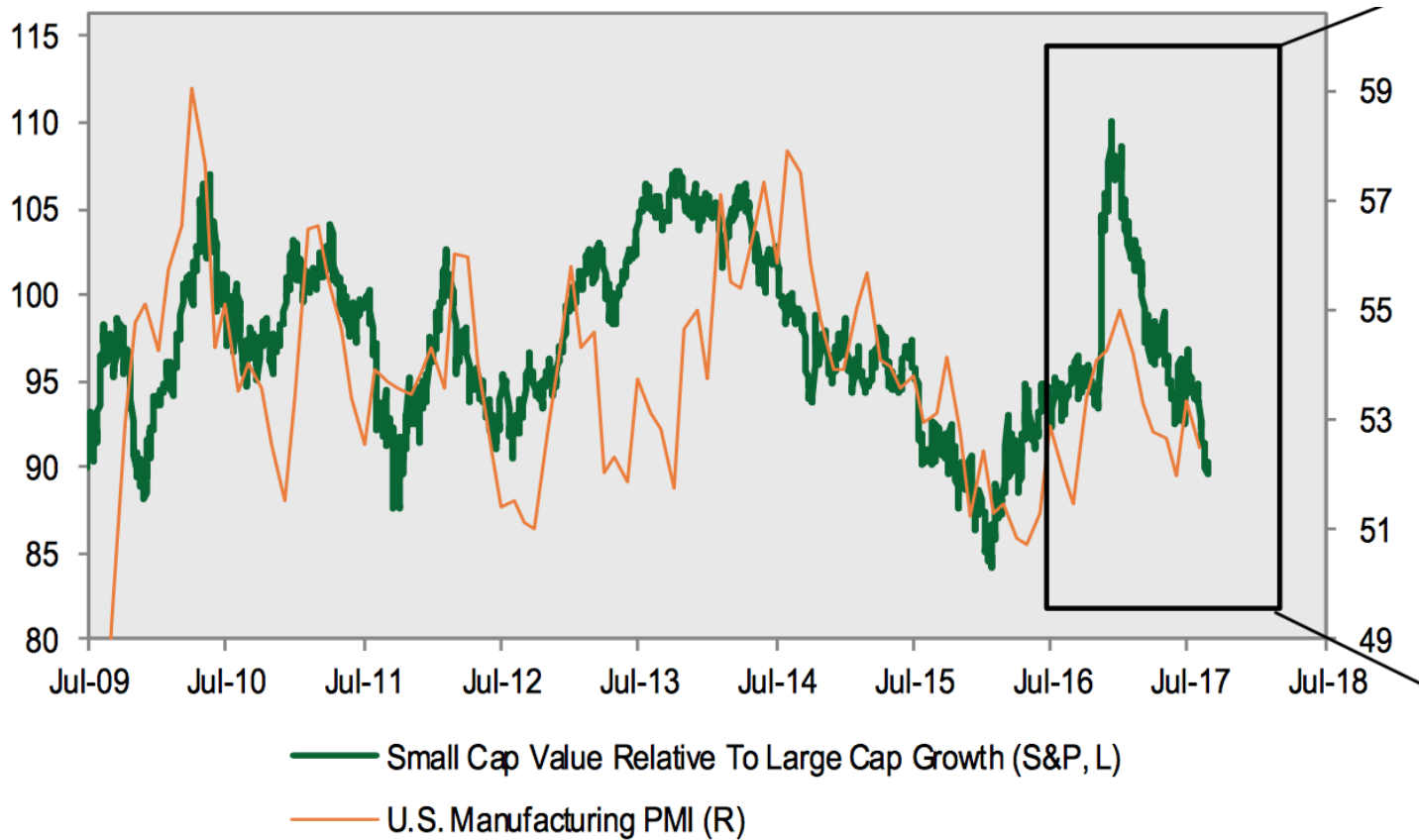
Cumulative monthly flows to equity funds (\$tn)



Source: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, EPFR Global.
Note: Based on EPFR Global's monthly dataset (more comprehensive coverage).

La tendance des actions américaines anticipe le ralentissement de la croissance

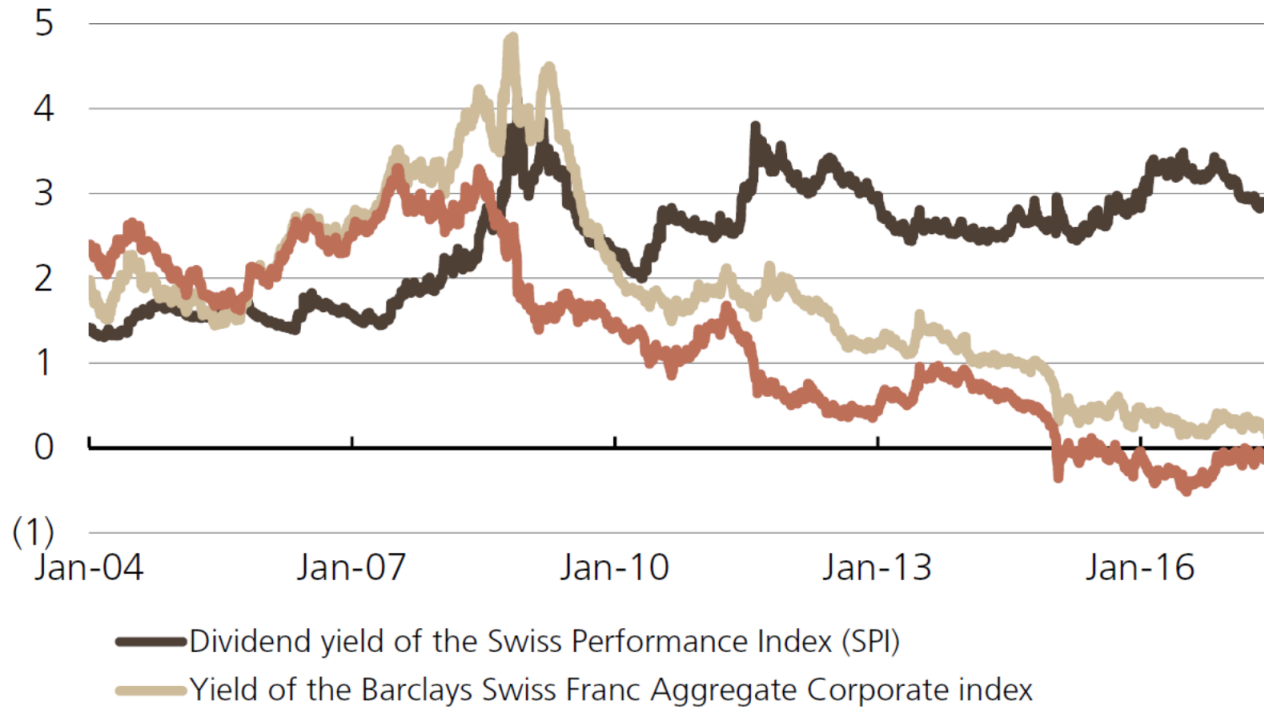
Asset allocation is a function of the business cycle



Source: Cornerstone Macro.

Les dividendes demeurent une source importante de performance

Dividend yield of the SPI and CHF bond yields, in %



Source: UBS AM.

Alors que faire???

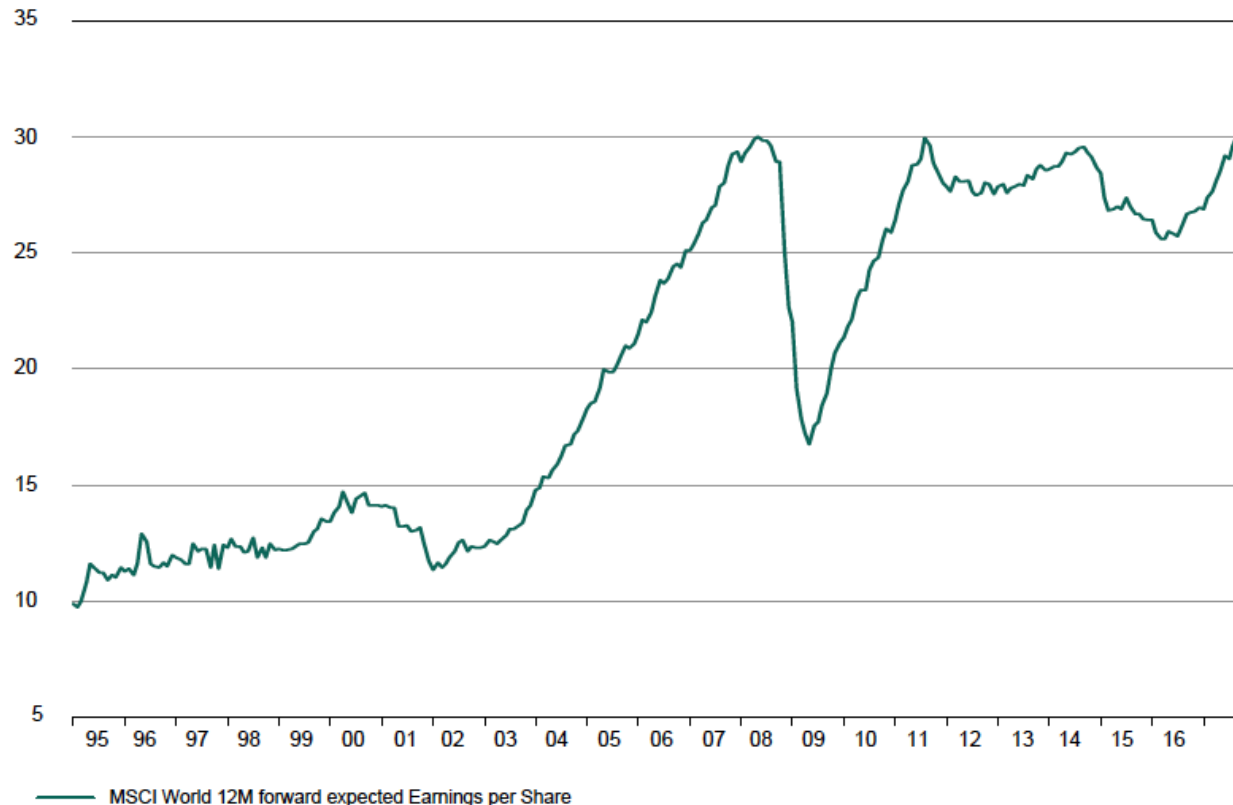
- La baisse structurelle des taux d'intérêt et le niveau des valorisations dicte une nouvelle approche en cherchant un profil asymétrique
- Recherche de diversification « profitable »!
- Garder un cœur de portefeuille largement investi en actions diversifiées et obligations de qualité (mais en moins grande quantité que par le passé)
- Diversifier les obligations en HY et Marchés Emergents (Hard et LC)
- Obligations convertibles pour leur asymétrie et « long volatility »

Alors que faire???

- Investir dans les actifs réels comme l'immobilier (Suisse et étranger)
- Quand cela est possible: investir dans les actifs « privés » comme Private Equity, Private Lending, Private Infrastructure
- La combinaison d'actifs diversifiés et diversifiants (exposés à différentes primes de risque) permet de construire des portefeuilles robustes
- Où sont les risques? Resserrement monétaire marqué, retour de l'inflation, accident de crédit (Chine?), risque géo-politique...

Des bénéfiques qui retrouvent leur plus haut niveau

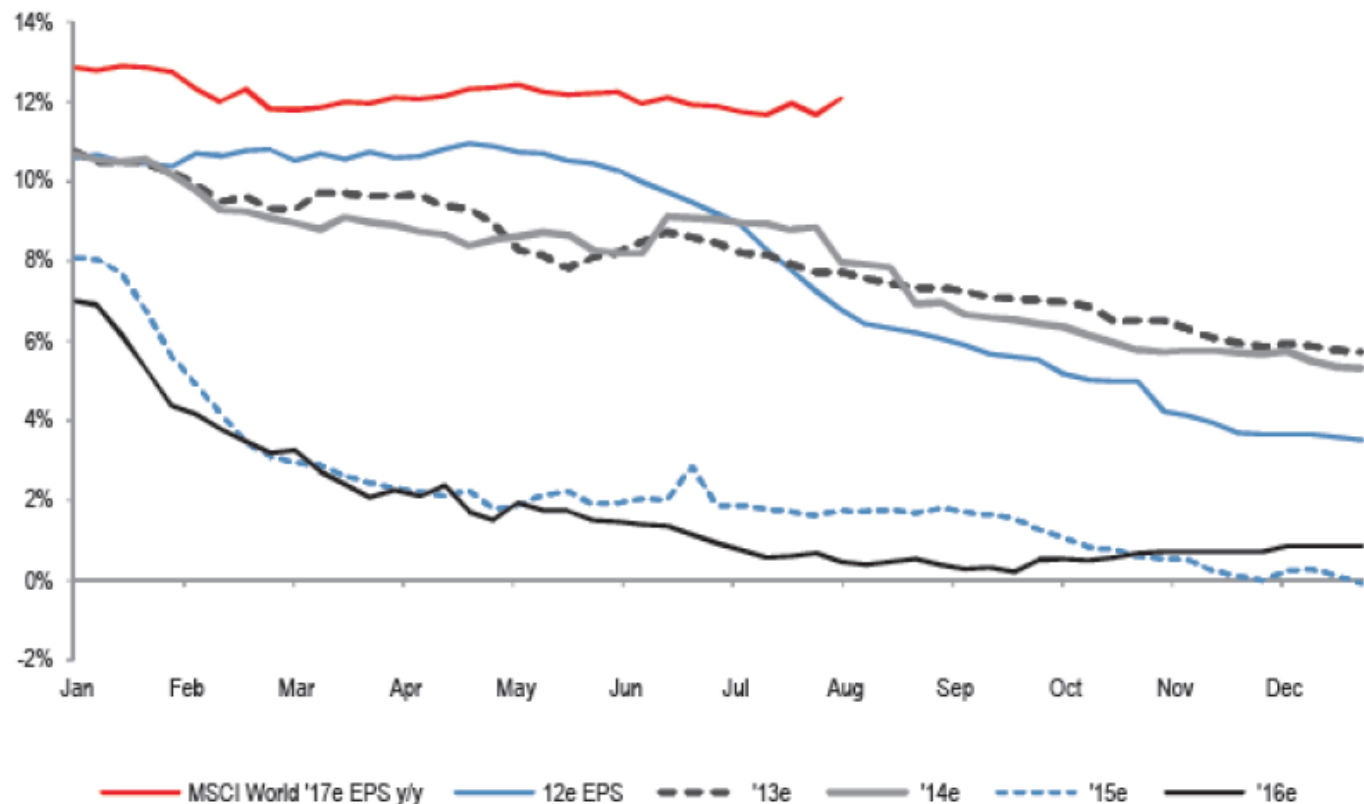
Earnings per share



Source: Quilvest Wealth.

Stabilité des estimations depuis le début d'année

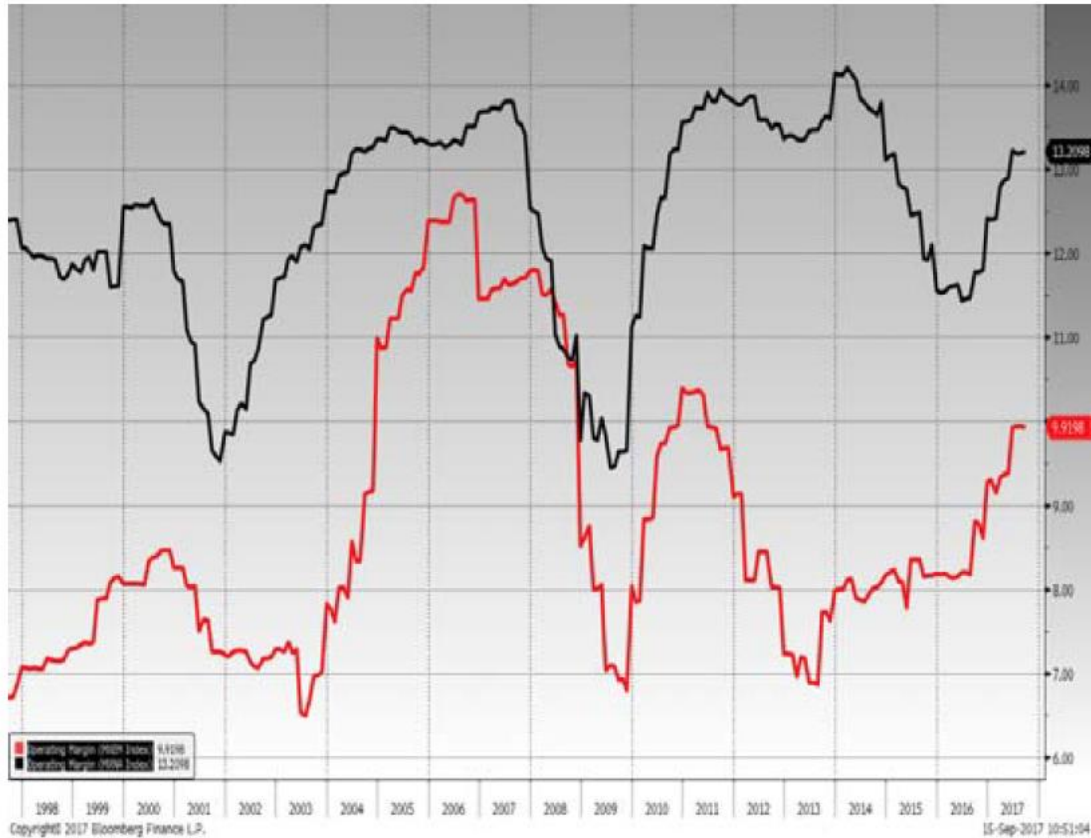
Development of EPS growth projection YoY (world)



Source: Quilvest Wealth.

L'Europe comblera-t-elle son retard?

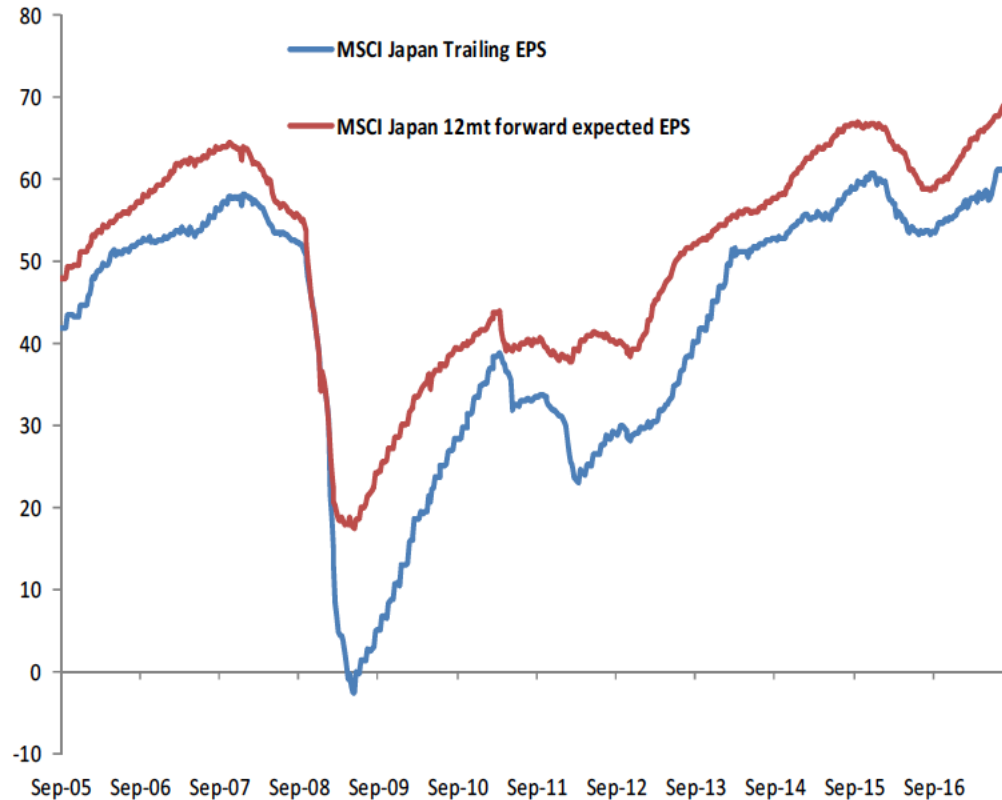
Corporate margin EMU (red) vs. US (black)



Source: Quilvest Wealth.

La reprise des bénéfices est bien confirmée au Japon

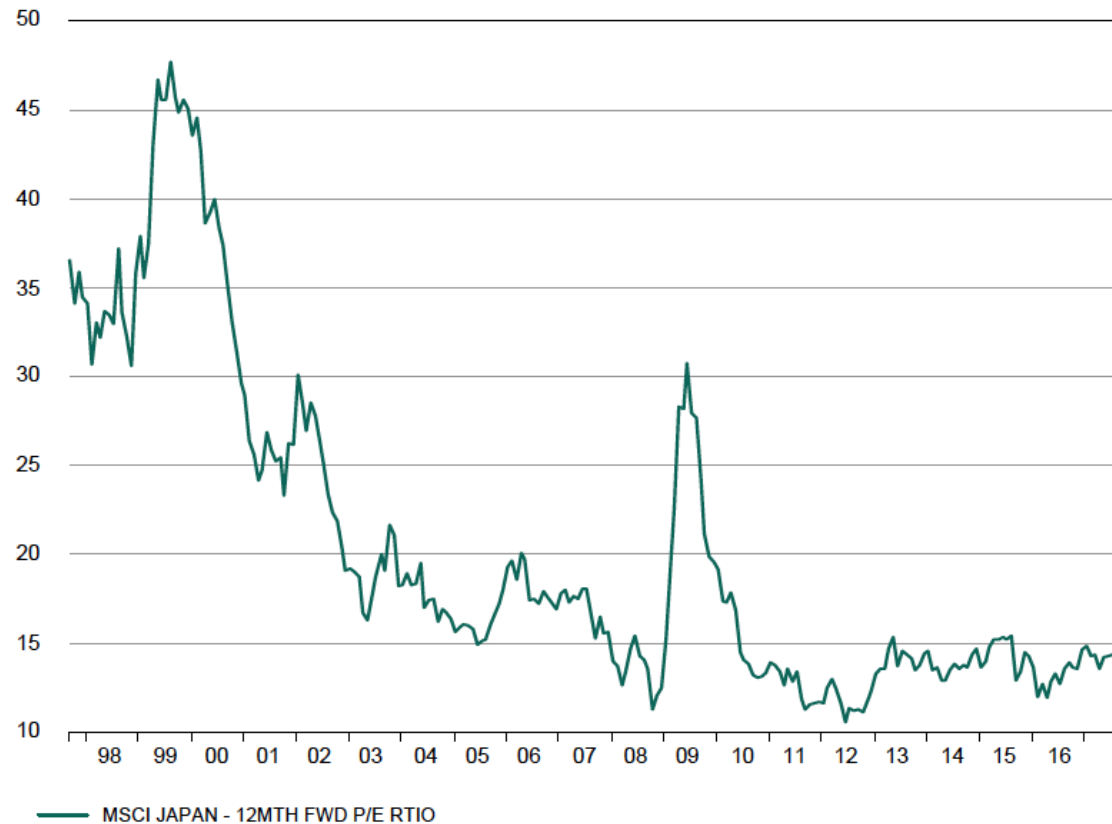
Earnings per share



Source: Quilvest Wealth.

Le multiple du marché japonais reste très avantageux

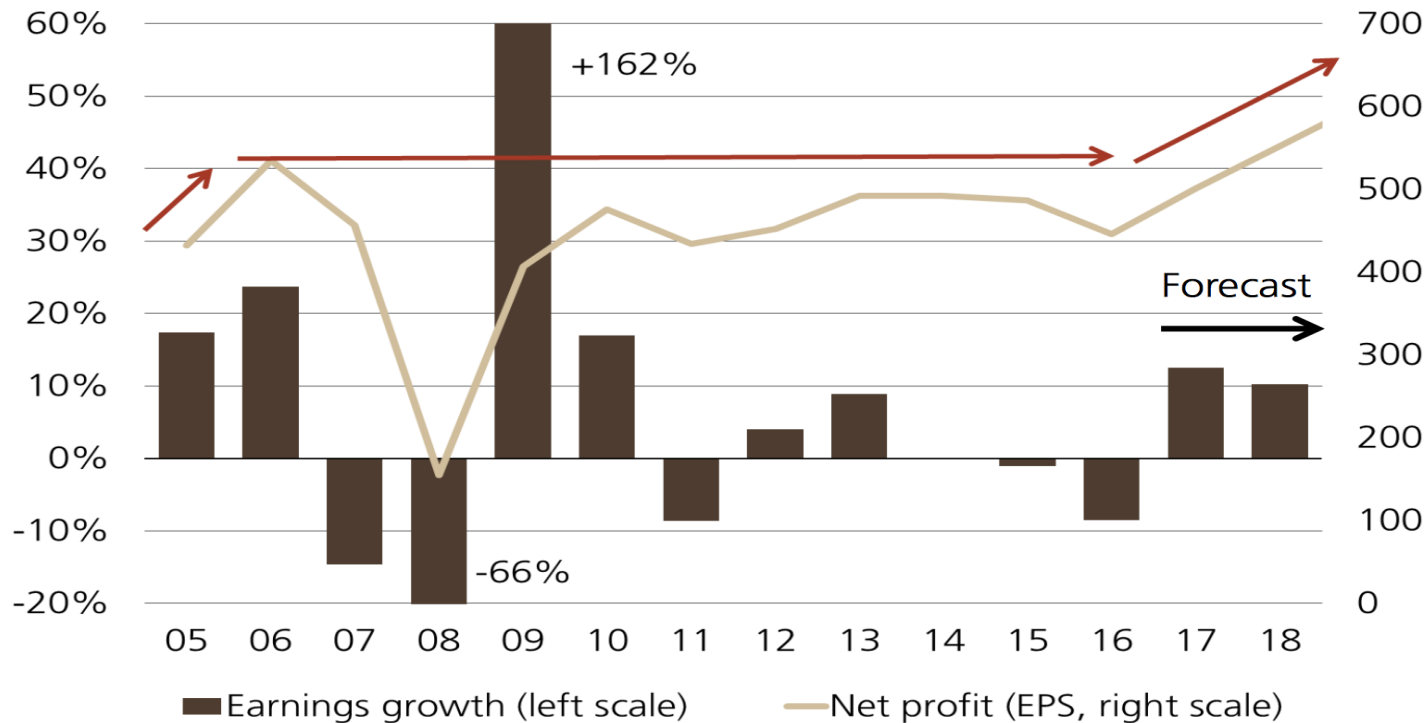
12M fwd P/E



Source: Quilvest Wealth.

Longue traversée du désert pour le bénéficiés en Suisse

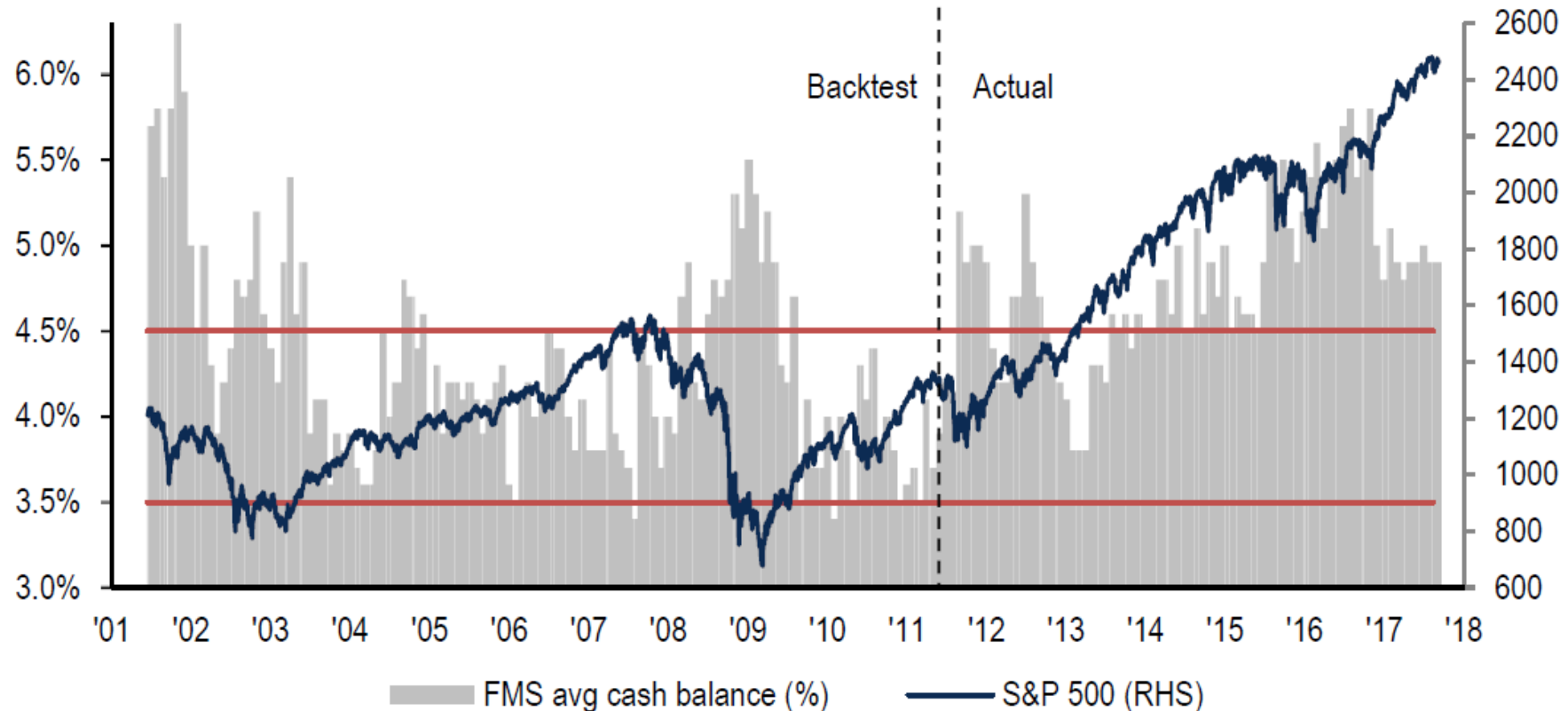
Earnings growth (y/y) of Swiss Market Index (SMI) companies



Source: UBS AM.

Des investisseurs toujours bien prudents selon les enquêtes de positionnement

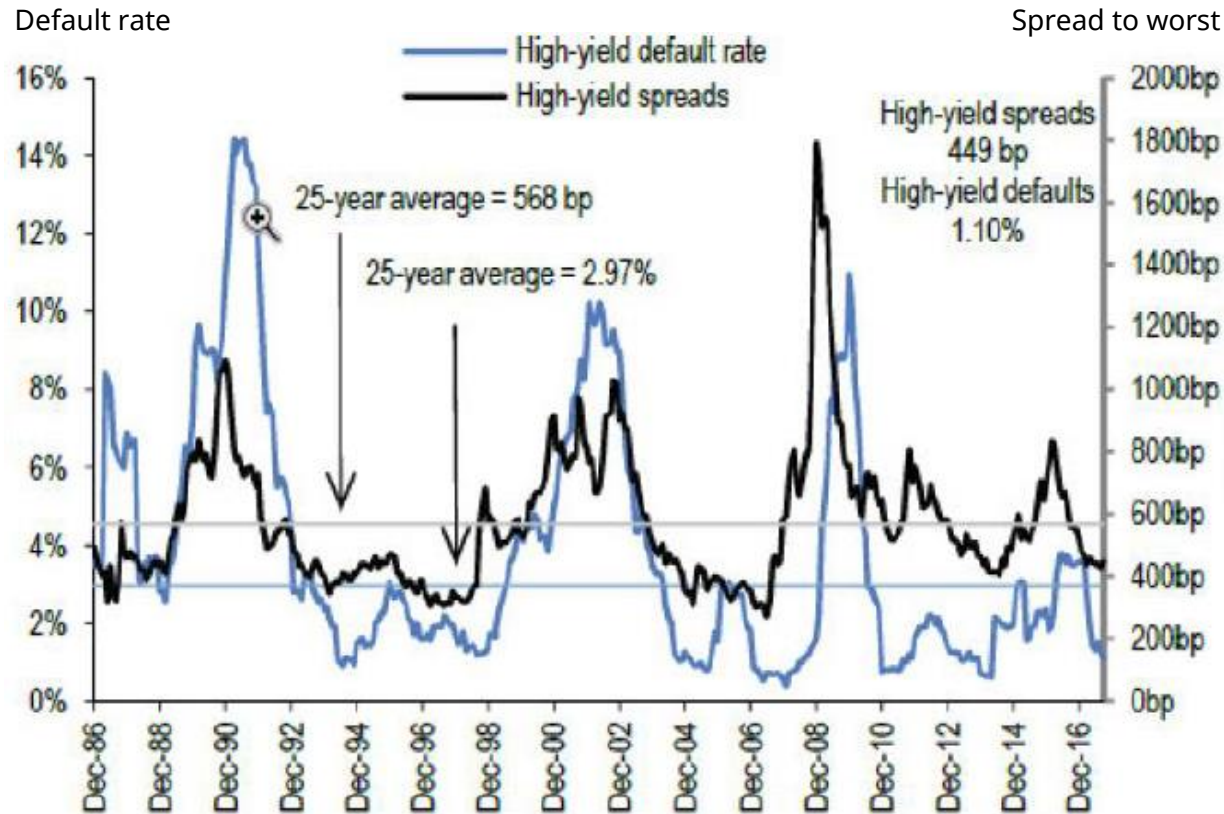
Global FMS average cash balance (%)



Source: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey, Bloomberg.

Les spreads de crédit HY sont à nouveau au plus bas, comme le taux de défaut

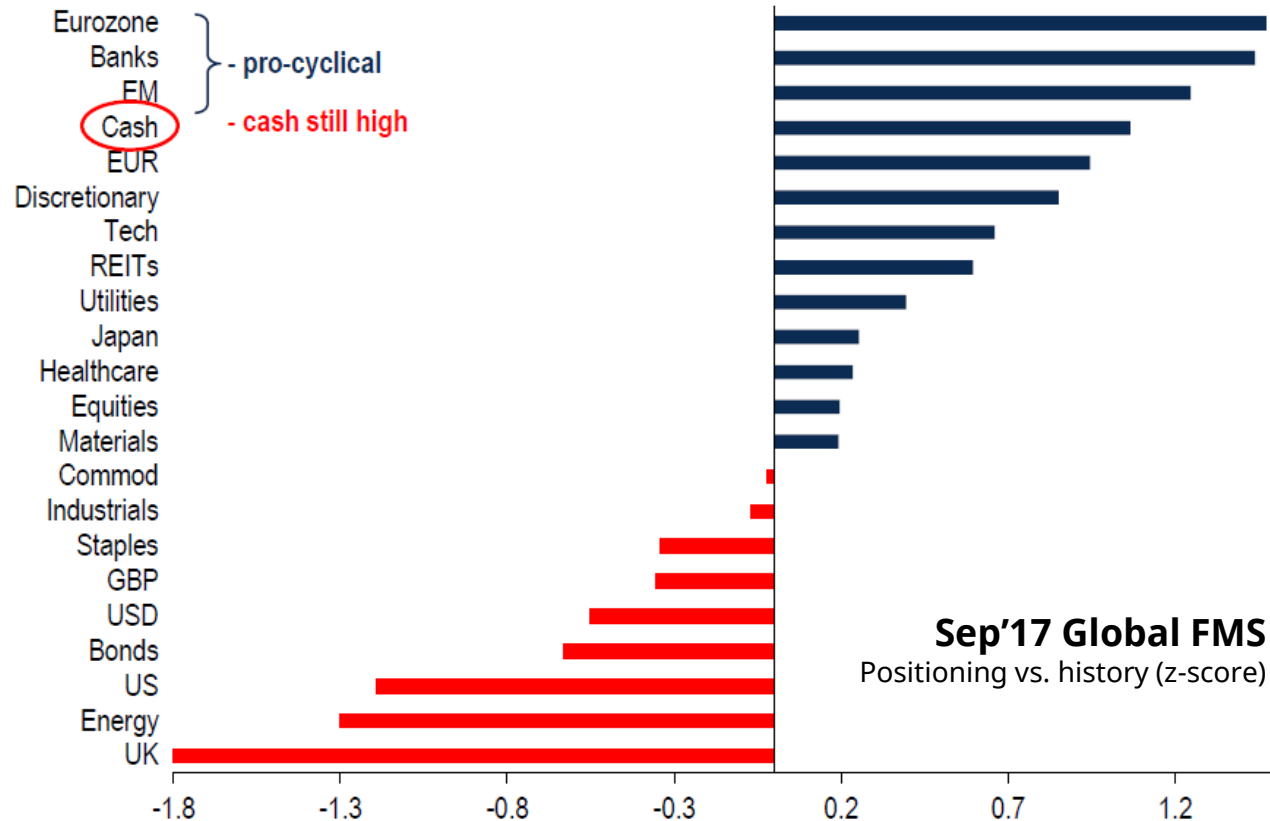
US HY Default Rates and Spreads, past 30 years



Source: Quilvest Wealth.

Un changement majeur de positionnement depuis le début de l'année

The Longs and Shorts, relative to Global FMS history*



Source: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey.

L'allocation stratégique reste au centre du processus!

- Comprendre le cycle et le régime: fin de cycle, croissance et inflation modérées
- Les évaluations de grandes classes d'actifs sont élevées, donc induisent des performances modestes pour les trimestres à venir... mais cela ne justifie pas d'être inactif!
- Comprendre les principaux facteurs d'exposition et risques, au niveau du portefeuille et au niveau de l'environnement économique et financier
- Considérer les thèmes suivants: disruption, technologie, environnement, habitudes de consommation, nouveaux modèles d'entreprise, ...