



STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT



JUILLET 2017

LA RÉFLATION DÉCÈLÈRE DANS UN ENVIRONNEMENT DE FAIBLE VOLATILITÉ

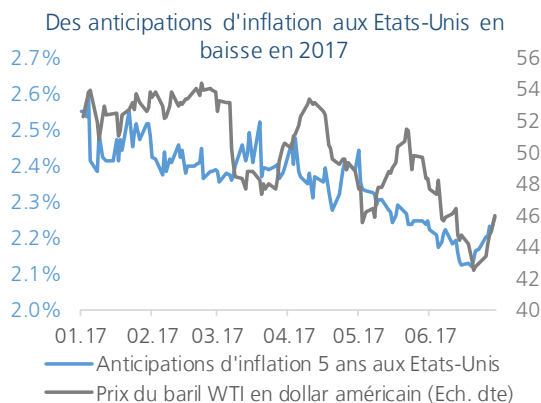
EN UN MOT

NOUS MAINTENONS UNE POSITION NEUTRE SUR LES ACTIONS AMÉRICAINES DANS L'ATTENTE D'UNE PROCHAINE CORRECTION.

DANS NOTRE ALLOCATION SECTORIELLE, NOUS RESTONS POSITIFS SUR LES SECTEURS BANCAIRES, INDUSTRIELS ET DE L'ÉNERGIE, MAIS SOUSPONDÉRONS DORÉNAVANT LE SECTEUR DE L'INGÉNIERIE DE LA CONSTRUCTION AUX ETATS-UNIS.

NOUS DÉGRADONS A NEUTRE NOTRE ALLOCATION EN OBLIGATIONS DU QATAR.

GRAPHIQUE DU MOIS



Sources: Bloomberg, Mirabaud Asset Management.

Ce premier semestre 2017 a été marqué par le report de l'assouplissement fiscal aux États-Unis, la poursuite de la normalisation des taux directeurs de la Fed, et la dépréciation du dollar américain. En Europe, l'accélération de l'activité économique et l'élection d'un candidat pro-européen en France ont réduit le risque institutionnel. Ces deux événements ont contribué à déplacer l'incertitude politique de l'Europe vers les États-Unis.

Cinq thématiques détermineront l'évolution des marchés financiers au second semestre. Aux États-Unis, un accord sur les conditions de l'assouplissement fiscal est attendu pour septembre et faciliterait une normalisation des taux sur les obligations souveraines américaines. Toutefois, cet exercice restera contraint par une marge de manœuvre budgétaire limitée par un stock de dette publique élevé.

En Europe, l'extension du programme de rachats d'actifs de la BCE en 2018 soutiendrait de nouveaux flux entrants sur les marchés actions européens et contiendrait la remontée des taux obligataires. Au Royaume-Uni, les négociations sur

le Brexit mèneront à des premières discussions relatives aux accords commerciaux, créant davantage d'incertitudes politiques susceptibles de peser sur le climat des affaires et sur la monnaie britannique.

Au Moyen-Orient, l'escalade des tensions géopolitiques pourrait maintenir le pétrole sous le niveau de 50 dollars par baril, contribuant à une révision généralisée des anticipations d'inflation. Enfin, une décélération de la demande chinoise adressée aux pays exportateurs de matières premières contribuerait négativement à la reprise cyclique de ces économies.

L'évolution observée ces dernières semaines traduit l'indécision du marché entre un scénario de pause reflationniste, défini par une accélération de l'activité et de l'inflation, et un scénario de « goldilocks » caractérisé par une hausse modérée de la croissance économique et une faible inflation. En conséquence, les investisseurs sont actuellement plus sensibles à la communication de banques centrales. Un exercice difficile pour ces dernières qui restent soucieuses de garantir la stabilité financière et d'amorcer une normalisation graduelle de leur politique monétaire.

ALLOCATION D'ACTIFS

ACTIONS

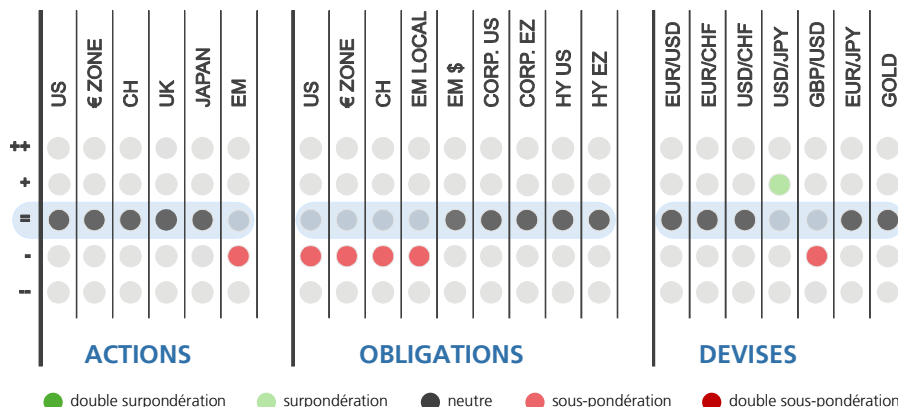
Europe	Neutre
États-Unis	Neutre

OBLIGATIONS

Bons Trésor	Sous-pondéré
EM en dollars	Neutre

DEVICES

EUR/USD	Neutre
EUR/CHF	Neutre



MACROÉCONOMIE

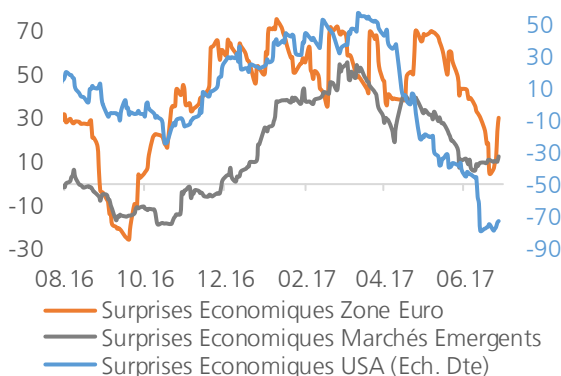
INCERTITUDE SUR UNE ACCÉLÉRATION SIGNIFICATIVE DE L'ACTIVITÉ AMÉRICAINE

À l'optimisme exacerbé des indicateurs de sentiment de début d'année s'est substitué un pessimisme exagéré. Cette déception s'est traduite par des indicateurs de surprises économiques aux États-Unis au plus bas depuis 2011 en réaction au report des mesures d'assouplissement fiscal réduisant l'optimisme sur l'accélération de l'activité. Aussi, le fonds monétaire international a révisé à la baisse sa prévision de croissance sur les États-Unis de 2.3% à 2.1% pour 2017, sur la base de la suppression des hypothèses d'assouplissement fiscal.

Néanmoins, la croissance de l'activité américaine reste robuste au premier trimestre, le PIB réel ayant été révisé à la hausse. Le marché du travail se renforce davantage avec un taux de chômage atteignant 4.3% et reste toujours inférieur à son niveau de long terme de 4.6%. De tels niveaux favorisent l'inflation salariale du fait d'un meilleur pouvoir de négociation pour les employés et d'une plus grande capacité à changer de travail. Enfin, le marché de l'immobilier poursuit son renforcement en dépit des récentes hausses sur les taux hypothécaires et soutient l'investissement résidentiel significativement. En conséquence, la Réserve fédérale américaine a revu en hausse ses prévisions pour le PIB 2017 à 2.2%, tandis que l'inflation sous-jacente est attendue à 1.7% contre 1.9% auparavant. Des niveaux qui justifient la seconde hausse des taux directeurs à 1.00 – 1.25% au mois de juin, et l'attente d'une troisième hausse de 25 points de base au deuxième semestre, en ligne avec notre scénario de base.

En zone euro, l'inflation sous-jacente reste faible à 1.1% en glissement annuel, compte-tenu de l'atonie de la croissance des salaires et des prix dans le secteur des services. Les quatre critères évoqués par la BCE, ne sont actuellement pas respectés: la hausse des prix n'est pas durable, non observée à moyen terme, non auto-entretenu puisque le programme de rachat d'actifs contribue toujours positivement au taux d'inflation, et encore peu homogène entre les pays membres. Par ailleurs, l'appréciation de l'euro face au dollar et la correction du prix du baril devraient conduire à une décélération du taux d'inflation. En ce sens, nous anticipons une extension du programme de rachat d'actifs en 2018 sur un rythme d'achat mensuels moins élevé que celui actuel de 60 milliards d'euros.

Des surprises économiques en baisse aux Etats-Unis et qui décèlent en Zone Euro



ACTIONS

UN POTENTIEL DE RATTRAPAGE IMPORTANT POUR LES ACTIONS EUROPÉENNES ET ÉMERGENTES

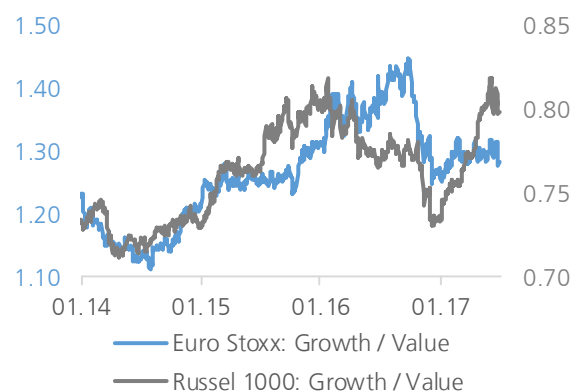
L'exposition des investisseurs aux actions est au plus haut depuis neuf ans mais à peine supérieure à la détention moyenne en actions observée ces 20 dernières années. Cette dernière observation se justifie par la sous-exposition en actions européennes et japonaises depuis 2007 qui se traduit par un potentiel de rattrapage par rapport aux actions américaines. Au premier semestre, les actions émergentes gagnent 18%, les actions suisses 13%, les actions américaines 9% tandis que les bourses européennes et japonaises gagnent respectivement 8% et 7%.

Nous restons neutres sur les actions américaines. Nous constatons que les investisseurs américains ont récemment diminué leur exposition sur ce marché dans l'attente d'une correction technique qui se justifierait par des niveaux de valorisation toujours élevés et des révisions négatives sur la croissance des bénéfices en réaction à un report de l'assouplissement fiscal. Par secteur, nous dégradons le secteur industriel de l'ingénierie de la construction, en réaction à des révisions négatives sur les bénéfices par action.

En zone euro, la croissance attendue des bénéfices à 12 mois couplée à la progression des indicateurs avancés sont favorables aux valeurs cycliques et nous amène à renouveler notre biais value et à privilégier une surpondération dans certains secteurs spécifiques. Plus concrètement, nous restons positifs sur les valeurs bancaires, industriels et le secteur de l'énergie. En revanche, du fait de l'incertitude politique liée au Brexit, nous restons prudents sur les actions britanniques en gardant une exposition neutre sur l'indice comprenant les 100 plus grosses capitalisations (FTSE 100), qui pourrait bénéficier d'une nouvelle dépréciation de la monnaie, et négatif sur le FTSE 250 car plus exposé à un ralentissement de l'activité interne.

Enfin, nous attendons une correction technique pour augmenter à nouveau l'exposition sur les actions émergentes, sur la base d'une activité économique chinoise toujours soutenue, de la dépréciation du dollar américain et d'une meilleure performance économique pour plusieurs économies comme la Russie, l'Afrique du Sud ou le Brésil.

Le biais Value surperforme en juin



OBLIGATIONS

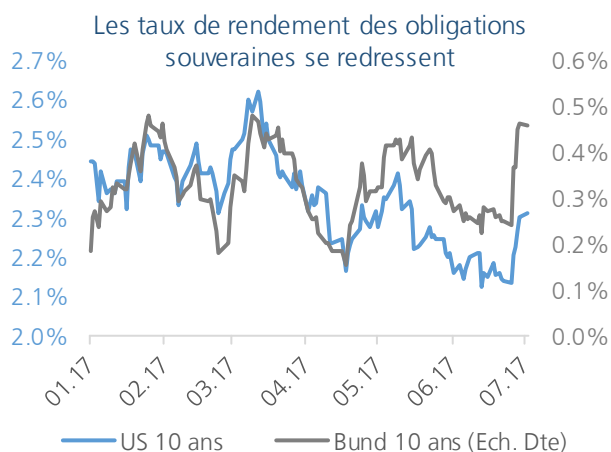
DES TAUX TOUJOURS PLUS SENSIBLES AUX COMMENTAIRES DES BANQUIERS CENTRAUX.

Aux États-Unis, le taux de rendement des obligations s'est redressé en fin de mois sur la base des commentaires positifs de Janet Yellen, de meilleurs chiffres macroéconomiques et d'une volonté de la Fed d'entamer le processus de réduction du bilan de la banque centrale. Cette dernière normalisation de la politique monétaire pourrait durcir les conditions financières. Enfin, les positions nettes spéculatives sont devenues plus acheteuses sur les obligations souveraines de longue maturité au dépend de celles à courte maturité.

En Europe, les positions acheteuses duration sur les obligations souveraines se sont réduites pour atteindre un point neutre. Si les commentaires de la BCE sont optimistes sur l'activité économique, la politique monétaire demeure accommodante et l'inflation modérée, ce qui favorise le rendement obligataire. Au Royaume-Uni, les divergences sur une prochaine hausse des taux au sein du Comité de politique monétaire, une inflation en hausse et les incertitudes politiques sur les conditions du Brexit nous amènent à rester sous-pondéré sur la dette souveraine britannique, le Gilt.

Sur le marché du crédit, les écarts de crédit actuels offrent un coussin en cas de hausse des taux souverains à venir. En particulier, le crédit américain à haut rendement bénéficie de coupons élevés, d'une baisse du taux de défaut et de conditions financières favorables. Nous restons investis sur les obligations américaines à haut rendement qui devraient bénéficier d'un rebond du prix du baril.

Enfin, nous restons neutres sur les obligations émergentes. Cette classe d'actifs présente de meilleurs fondamentaux économiques et d'un surcroît de rendement par rapport aux obligations des marchés développés. Néanmoins, le crédit émergent reste vulnérable à certains risques politiques et à la hausse des taux américains, ce qui implique d'être sélectif. Ainsi, nous avons réduit à neutre nos positions sur la dette souveraine du Qatar et conservons nos vues positives sur l'Inde et le Pérou.



Sources: Bloomberg, Mirabaud Asset Management.

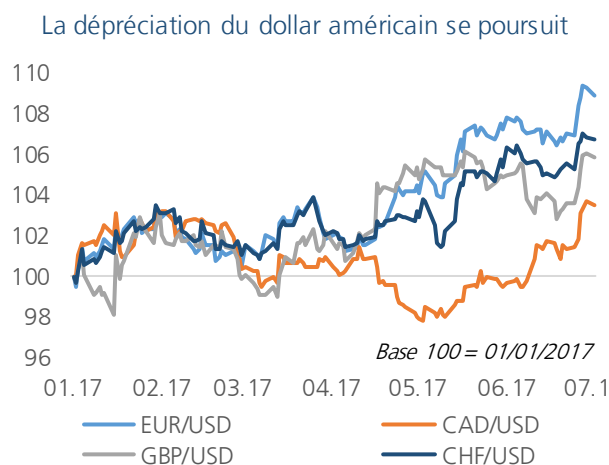
DEVISES

LA LIVRE ET L'EURO S'APPRECIENT, TANDIS QUE LE REBOND DU DOLLAR AMERICAIN EST TOUJOURS ATTENDU.

Nous restons surpondérés sur USD/GBP et EUR/GBP mais neutres sur EUR/USD, EUR/CHF et USD/CHF. Le mois de juin a été caractérisé par une plus forte volatilité sur le marché des changes en réaction aux commentaires des banquiers centraux. Ainsi, Mario Draghi de la Banque centrale européenne a confirmé l'émergence de forces reflationnistes à moyen terme soutenant une appréciation de l'euro contre le dollar américain. Au Royaume-Uni, certains membres de la Banque centrale d'Angleterre discutent des conditions pour augmenter les taux conduisant la livre à fluctuer entre 1.26 et 1.30 dollar ce dernier mois. Stephen Poloz de la Banque centrale du Canada a considéré que les taux bas avaient fait leur travail, des commentaires favorisant le dollar canadien qui s'est apprécié de 3% face au dollar américain. La communication des banquiers centraux en juin a été aussi déterminante pour le marché des devises que l'a été la communication du gouvernement américain ces six derniers mois pour encourager une baisse du dollar.

Aux États-Unis, une accélération de la croissance américaine au second trimestre et un différentiel de taux plus favorable soutiendraient l'appréciation de la monnaie américaine. Néanmoins, le risque de report de l'assouplissement fiscal et la révision du plafond de la dette pourraient limiter le potentiel de rebond. Ces enjeux se traduisant par la stabilité des monnaies émergentes.

Nous restons prudents sur les devises exposées aux fluctuations des prix du pétrole et anticipons un prix du baril à 50 dollars en 2017. Le respect des quotas de production fixés par l'OPEP n'a pas suffi à compenser le regain de production aux États-Unis, tandis que les tensions géopolitiques au Moyen-Orient ont alimenté la volatilité. La réactivité de l'industrie pétrolière américaine s'est améliorée par l'innovation technologique, encourageant une meilleure productivité et la reprise rapide de nombreux puits de production. La récente correction du prix du baril pourrait mener à un fléchissement de la production américaine au troisième trimestre 2017.



Sources: Bloomberg, Mirabaud Asset Management.

ÉCRIT LE 03.07.2017 PAR LE MACRO-STRATEGY TEAM

Bien que Mirabaud & Cie SA ait sélectionné les meilleures sources d'informations, l'exactitude des indications figurant dans la présente ne saurait être garantie. Le but de cette publication n'est qu'informatif, et ne représente en aucun cas une offre de conclure. Les analyses et conclusions détaillées dans cette publication sont susceptibles d'être révisées en tout temps par Mirabaud & Cie SA. Les références aux performances passées ne sauraient garantir l'évolution future.