



STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT



MARS 2016

INFLATION

LE MARCHÉ CONTINUE DE SOUS-ESTIMER LES PRESSIONS SUR LES PRIX

EN UN MOT

L'ALLOCATION D'ACTIFS POUR LE MOIS DE MARS EST RESTÉE INCHANGÉE MAIS LES RÉUNIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE À VENIR POURRAIENT AMENER UNE RÉALLOCATION RÉGIONALE.

EN MATIÈRE D'ALLOCATION SECTORIELLE, NOUS SOMMES DÉSORMAIS SURPONDÉRÉS SUR LES « SOFTWARES » AMÉRICAINES EN RAISON DES RÉVISIONS POSITIVES DE BÉNÉFICES.

NOUS AVONS DÉCIDÉ DE RÉDUIRE LA SOUS-PONDÉRATION SUR L'OR LORSQUE SON COURS AURA CORRIGÉ DE LA RAPIDE APPRÉCIATION DE CES DEUX DERNIERS MOIS.

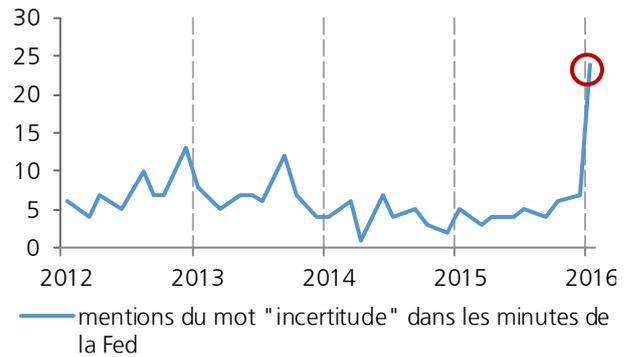
LA POSITION EN OBLIGATIONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN SERA RECONSTRUITE GRADUELLEMENT À PARTIR D'UN NIVEAU DE 2% POUR UNE MATURITÉ DE 10 ANS.

Février aura de nouveau été négatif pour les principaux marchés actions après le pire mois de janvier depuis la crise en 2008. Les deux dernières semaines du mois ont cependant permis d'assister à un rebond de soulagement en raison de l'amélioration des données économiques, de la stabilisation du prix du pétrole et des attentes croissantes d'augmentation du soutien de la Banque centrale européenne. A titre d'exemple, l'indice des actions européennes s'est redressé fortement depuis mi-février après avoir perdu près de 6% sur la première quinzaine. Le marché obligataire a réalisé des performances solides notamment dans le segment des obligations souveraines. Sur le crédit, les obligations de qualité supérieure ont bénéficié du plus du rallye sur les taux.

Dans les pays émergents, la santé de l'économie chinoise et la valeur du yuan demeurent les risques essentiels à court terme. Bien que les sorties de capitaux restent importantes –

GRAPHIQUE DU MOIS

Le monde est plus "incertain"...



Source: Réserve fédérale

principalement par la méthode de surfacturation des importations pour contourner les contrôles de capitaux – la Banque centrale chinoise a réagi en réduisant les réserves minimales devant être détenues par les banques commerciales. Cette mesure permettra d'augmenter la liquidité sur le marché interbancaire pour soutenir l'augmentation du crédit. L'endettement massif des entreprises restera cependant un problème important à plus long terme. L'ouverture du marché obligataire pour les investisseurs institutionnels attirera quant à lui des capitaux.

Pour le mois de mars, la première quinzaine sera déterminante pour notre allocation d'actifs puisque la Réserve fédérale, et la Banque centrale européenne et suisse se réuniront entre le 10 et le 17 mars. De leurs décisions dépendra notre allocation régionale sur les marchés actions.

ALLOCATION D'ACTIFS

ACTIONS

Europe **Surpondérer**

États-Unis **Sous-pondérer**

OBLIGATIONS

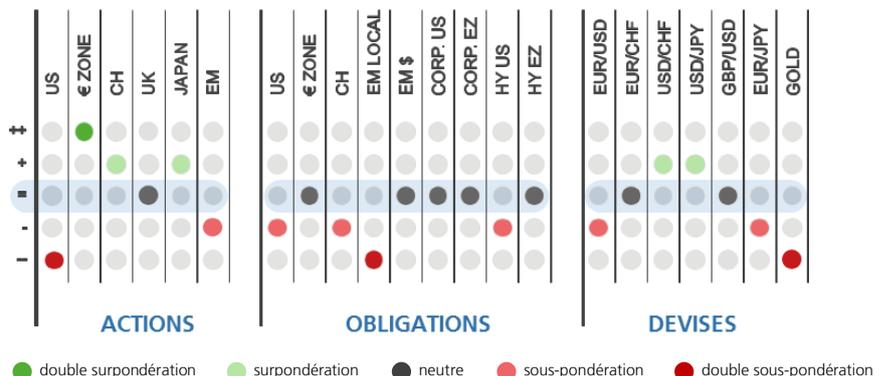
Bons Trésor **Sous-pondérer**

High Yield **Sous-pondérer**

DEVICES

EUR/USD **Sous-pondérer**

EUR/CHF **Neutre**



MACROÉCONOMIE

LE MARCHÉ SOUS-ESTIME L'INFLATION AUX ÉTATS-UNIS, LAQUELLE EST REMONTÉE À 1.7% HORS PRIX DE L'ÉNERGIE

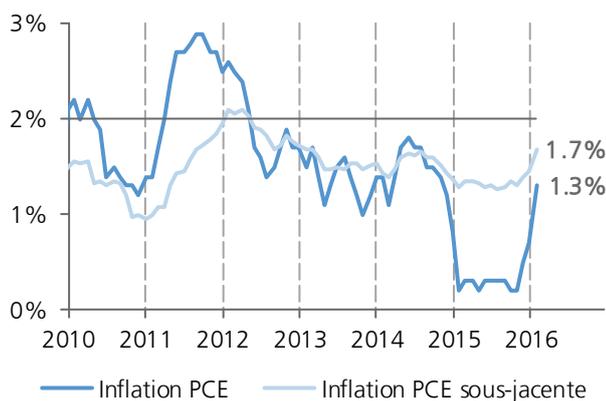
Après avoir passé plus d'une année en dessous d'un pour-cent, la croissance de l'inflation PCE – mesure privilégiée par la Réserve fédérale américaine – s'est redressée en janvier pour atteindre un taux de 1.3% en variation annuelle. Sa composante hors prix de l'énergie s'est rapprochée de l'objectif de la Banque centrale, fixé à 2%, en s'établissant à 1.7%. Cette remontée s'explique principalement par deux facteurs : la fin d'un effet de base important sur les prix de l'énergie en janvier 2015 et la forte hausse des prix des loyers et des coûts de la santé qui représentent à eux deux près de 50% de l'indice. Ainsi, le niveau actuel de l'inflation sous-jacente est déjà supérieur aux prévisions de la Réserve fédérale publiées en décembre pour la fin de l'année en cours. Un tel scénario est, pour les banquiers centraux, synonyme de quatre hausses des taux des fonds fédéraux.

« L'INFLATION SOUS-JACENTE EST SUPÉRIEURE AUX PRÉVISIONS DE LA FED POUR FIN 2016 »

Pour les mois à venir, l'inflation devrait poursuivre sa hausse graduelle avec le retour du marché du travail au plein-emploi. Les pressions sur les prix se feront sentir principalement dans les services dont le coût du travail représente une part importante des coûts de production de ce secteur.

Dans cet environnement, et alors que la croissance américaine devrait atteindre un taux de 2% en 2016, nous pensons que le marché sous-estime l'inflation et les hausses de taux futures de la banque centrale américaine. Actuellement, le marché n'évalue la probabilité d'une hausse de taux qu'à un peu plus de 50% en décembre. Bien que la détérioration des conditions financières sur le marché agisse comme un premier resserrement de la politique monétaire, deux voire trois hausses de taux sont encore à prévoir cette année. Par conséquent, nous nous attendons à une remontée des taux de rendements des obligations américaines lorsque le discours de la Réserve fédérale sera plus ferme et nous profiterons d'un niveau plus intéressant pour reconstruire une position de bons du Trésor à 10 ans.

L'inflation se rapproche de l'objectif de la Fed



Source: BEA

ACTIONS

LE REBOND SUR LES PAYS ÉMERGENTS SERA UNE OPPORTUNITÉ POUR PRENDRE QUELQUES PROFITS

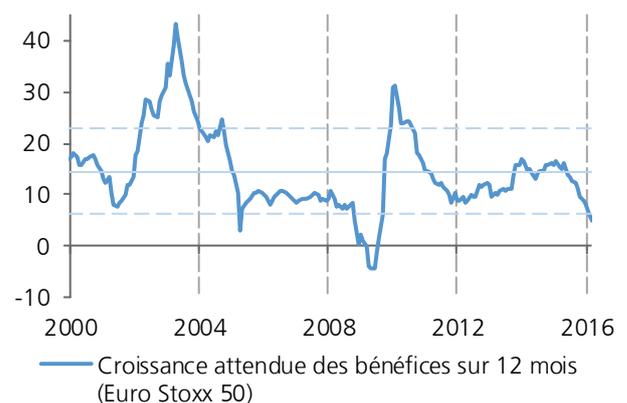
Le marché des actions a de nouveau vécu un mois difficile en février, la grande majorité des indices terminant dans le rouge. Un des rares marchés à avoir réalisé une performance positive est l'indice anglais FTSE 100 qui a bénéficié du rebond des titres des entreprises minières et du secteur de l'énergie. La chute de la livre sterling a également été bénéfique pour les actions anglaises. Autre région à avoir relativement bien résisté à la chute des bourses, les pays émergents.

L'indice MSCI des pays émergents est resté stable et réalise une des meilleures performances, bien que négative, des marchés actions. Faut-il voir dans cette bonne performance un regain de confiance des investisseurs sur les pays émergents et sur leurs économies ? Selon nous, ce rebond sera de courte durée. En effet, l'explication principale est à chercher dans la stabilisation des monnaies émergentes et du prix du baril de pétrole. Cependant, nos attentes d'un discours plus restrictif de la Réserve fédérale américaine au deuxième semestre sera un catalyseur pour une nouvelle sortie de capitaux. Les conditions pour un rebond prolongé des prix des matières premières ne sont pas réunies à moyen terme. Le rebond sera donc une opportunité intéressante pour prendre quelques profits. Par région, nous continuons de privilégier l'Asie. La dépréciation du yuan, principale crainte pour ces économies, sera en effet limitée.

« LES POLITIQUES MONÉTAIRES EXPANSIVES SOUTIENNENT LES ACTIFS RISQUÉS »

Au niveau global, nous maintenons une position neutre sur le marché des actions. Les politiques monétaires et les rendements négatifs soutiennent cette classe d'actifs. Cependant, la croissance des bénéfiques reste faible et continue d'être régulièrement révisée à la baisse.

Les révisions de bénéfiques sont ininterrompues



Source: Datastream

OBLIGATIONS

LES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DE HAUTE QUALITÉ EN DOLLARS OFFRENT DES RENDEMENTS ATTRACTIFS

Les rendements sur la dette gouvernementale des pays européens ont continué de chuter en février. A titre d'exemple, treize pays affichent actuellement des rendements négatifs jusqu'à une échéance de cinq ans. Cela s'explique par les taux d'intérêt négatifs mis en œuvre par quatre banques centrales en Europe et par les achats mensuels de dette souveraine en zone euro. Aux États-Unis, les rendements restent relativement bas par rapport à notre scénario positif sur la croissance économique et l'inflation. Dans un contexte de faiblesse des rendements des obligations gouvernementales, le segment des obligations de haute qualité offre des rendements attractifs.

«LES ÉCARTS DE CRÉDIT SE SITUENT À DES NIVEAUX RÉCESSIONNISTES»

En effet, en comparaison historique, l'écart de crédit avec les obligations du Trésor américain se situe sur des niveaux récessionnistes alors que la croissance reste soutenue. Ainsi, le portage est intéressant et nous nous attendons à ce que l'écart de rendement se réduise à mesure que les données économiques aux États-Unis confirment la reprise de l'activité après un dernier trimestre décevant. En matière de secteur, nous privilégions toujours les valeurs défensives dont les bilans sont plus solides.

En Europe, nous demeurons prudents sur la dette gouvernementale en raison des attentes élevées d'augmentation du programme de soutien de la Banque centrale européenne. Si la banque centrale devait dévoiler une hausse conséquente de ses achats d'actifs mensuels et une réduction supplémentaire du taux de dépôt, une réévaluation des anticipations d'inflation à long terme par le marché pourrait peser sur le prix des obligations. Pour rappel, un tel scénario avait fait s'envoler les rendements des obligations allemandes à 10 ans de plus de 90 points de base en l'espace de quelques semaines entre avril et mai 2015.

Le crédit de haute qualité en dollar est attractif



Source: Bloomberg

MÉTAUX PRÉCIEUX

L'OR REDEVIENT UN ACTIF DE DIVERSIFICATION INTÉRESSANT DANS UN ENVIRONNEMENT DE TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS

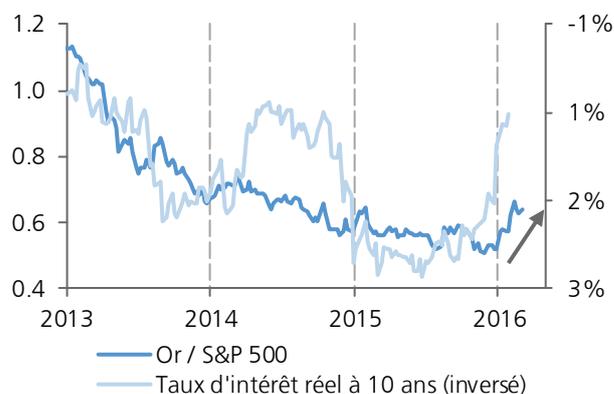
Après avoir affiché des performances négatives ces trois dernières années, l'or réalise un retour en force sur les deux premiers mois de l'année. En effet, la performance s'est établie à plus de 16% sur janvier et février. Les raisons sont multiples.

Tout d'abord, la faiblesse des taux d'intérêt rend plus attractif la détention d'un actif dont le rendement est nul. Dans ces conditions, le coût d'opportunité est très faible. Aux États-Unis, la baisse des anticipations de hausse de taux d'intérêt de la Réserve fédérale a ainsi permis une remontée des cours de l'or. De plus, l'or qui était précédemment une couverture contre l'inflation est devenu une couverture contre la déflation dans un environnement de taux négatifs des banques centrales. A titre d'exemple, 25% de la dette gouvernementale des pays développés se traite désormais en territoire négatif. L'or remplit donc son rôle de réserve de valeur.

«25% DE LA DETTE DES PAYS DÉVELOPPÉS SE TRAITE EN TERRITOIRE NÉGATIF»

Aussi, l'or permet de nouveau de bénéficier d'un pouvoir de diversification dans les portefeuilles. Face aux incertitudes politiques et économiques au niveau mondial, il a d'ailleurs surperformé les indices actions. Sur les niveaux actuels, l'or paraît cependant suracheté et un prix en dessous de 1200\$ par once sera un bon point d'entrée. Le regain d'optimisme sur la croissance économique aux États-Unis et le rallye de soulagement en Europe devraient faire redescendre à court terme l'aversion au risque des investisseurs et offrir des opportunités pour réduire la sous-pondération de l'or dans les portefeuilles. Pour rappel, nous ne recommandons plus de détenir de l'or en portefeuille depuis 2012.

L'or retrouve un rôle de diversification



Source: Bloomberg

ECRIT LE 7 MARS 2016 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.