

BAROMETER

underestimate
potential

GLOBAL ASSET CLASSES

We stick to our overweight stance on equities and remain underweight bonds as economic growth is stronger than asset class valuations imply.

EQUITY REGION AND SECTOR

Improving economic conditions in China bode well for emerging market stocks; we also favor Japan and Europe over the US.

ASSET ALLOCATION



ALLOCATION D'ACTIFS

Resserrement monétaire: une ombre sur les actions

Décembre 2016

Pictet Asset Management Strategy Unit

Les obligations ont connu un mois de novembre éprouvant, l'élection de Trump ayant ravivé des craintes d'inflation en sommeil depuis longtemps.

Sommaire

- 01** Vue d'ensemble des marchés* – Les obligations dans la tourmente
- 02** Allocation d'actifs – Exposition aux obligations relevée à neutre après la correction post-élections américaines
- 03** Actions: allocation régionale et sectorielle – Opportunités d'investissement au Japon ainsi que dans les financières
- 04** Obligations et monnaies – L'élection de Donald Trump: une aubaine pour le haut rendement et un risque pour les marchés émergents

01

Vue d'ensemble des marchés* – Les obligations dans la tourmente

Les obligations ont connu un mois de novembre éprouvant, l'élection de Donald Trump ayant ravivé des craintes d'inflation en sommeil depuis longtemps. Selon le consensus, les mesures proposées – dont le développement massif des infrastructures – pourraient entraîner la surchauffe d'un marché américain du travail déjà tendu, avec à la clé une hausse des salaires et, à terme, des pressions sur le niveau général des prix. La victoire du candidat républicain aura toutefois eu pour impact immédiat de doper les anticipations de relèvement des taux de la Réserve fédérale en décembre. Les attentes relatives à l'ampleur des resserrements en 2017 ont aussi été revues à la hausse.

Les obligations mondiales ont perdu 2% en monnaies locales, les emprunts du Trésor américain donnant le ton sur les marchés développés, avec une perte proche de 3%. Le point mort d'inflation à 5 ans dans 5 ans – reflet des attentes d'inflation à long terme des investisseurs – a gagné 0,40%, atteignant 2,09%, son plus haut depuis l'été 2015.

Les marchés développés ont toutefois accusé un repli modéré par rapport au plongeon des marchés en développement. Les obligations émergentes en dollars ont cédé plus de 4% sur le mois, la dette en monnaies locales perdant près de 8%.

La forte hausse du dollar en novembre a fortement pesé sur les obligations émergentes en monnaies locales, le peso mexicain ayant perdu quelque 9%,

le real brésilien près de 7% et le rand sud-africain environ 5%.

GRILLE D'ALLOCATION D'ACTIFS MENSUELLE

	SOUS-PONDÉRE	NEUTRE	SURPONDÉRE	VARIATION MENSUELLE
	-	0	+	<<<< >>>>
CLASSES D'ACTIFS		Actions		
		Obligations		>
		Liquidités		<
ACTIONS		Etats-Unis		
		Zone euro		
		Suisse		
		Royaume-Uni		
		Japon		
SECTEURS		Marchés émergents		
		Pacifique hors Japon		
		Energie		
		Matières premières		
		Industrie		
		Cons, discrétionnaire		
		Cons, courante		
		Santé		
		Finance		
		Immobilier		
		Informatique		
		Serv. aux collectivités		
OBLIGATIONS D'ETAT		Télécommunications		
		Etats-Unis		
		Zone euro		
		Japon		
		Suisse		
		Royaume-Uni		
CREDITS		Dette ém, monnaie loc		
		Dette ém, USD		
		Investment grade US		
		Investment grade EUR		
		High yield US		>
		High yield EUR		
		Crédits émergents		
MONNAIES VS USD		Euro		
		Livre sterling		
		Franc suisse		
		Yen		
		Or		

le renouveau près de 7% et le franc suisse américain environ 5%.

En léger redressement après les pertes liées au Brexit, seule la livre sterling a progressé face au billet vert, marquant une hausse de près de 1% – la monnaie britannique affichait encore une baisse de plus de 16% depuis de début de l'année.

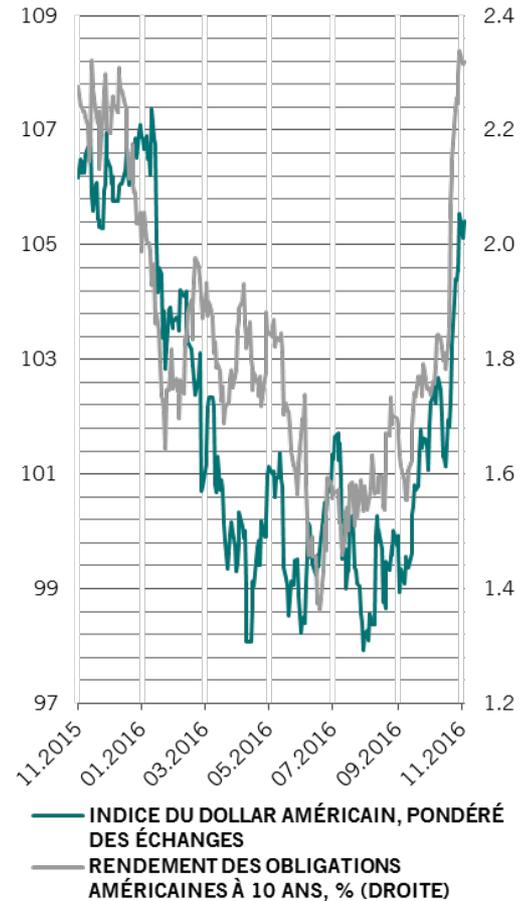
Les emprunts d'entreprise ont aussi perdu du terrain, en suivant la tendance des emprunts souverains développés.

Les actions ont terminé le mois sur une note plus stable, le S&P 500 et le Dow Jones – dopés par l'enthousiasme des investisseurs face aux mesures fiscales et budgétaires annoncées par Donald Trump, appelées à alimenter les résultats des entreprises – ayant atteint des plus hauts historiques.

Le MSCI US a gagné plus de 4%. Les actions suisses et japonaises se sont inscrites en hausse en monnaies locales, tandis que les autres marchés fléchissaient, pénalisés notamment par les craintes de voir les promesses du candidat Trump sur le front des taxes douanières se matérialiser.

L'effet porteur de l'élection de Donald Trump, perçu par beaucoup comme plus favorable à Wall Street que ne l'aurait été Hillary Clinton, s'est particulièrement reflété dans les financières, en hausse de plus de 7% sur le mois. En repli de 5% en monnaies locales, les secteurs affichant des caractéristiques proches des obligations, comme les services aux collectivités, ont souffert. Enfin, l'appétit généralisé pour le risque a entraîné une baisse de l'or de plus de 5% sur la période.

L'ÉLECTION DE DONALD TRUMP PROPULSE LES RENDEMENTS ET LE DOLLAR AMÉRICAIN À LA HAUSSE



Source: Thomson Reuters Datastream

*Rendements exprimés en monnaies locales sauf indications contraires; la revue de marché couvre la période 31.10.2016-25.11.2016

02

Allocation d'actifs – Exposition aux

obligations relevée à neutre après la correction post-élections américaines

L'élection de Donald Trump a ravivé les perspectives de l'économie américaine. Ses propositions visant à réduire la fiscalité des sociétés et à accroître les dépenses d'investissement devraient doper les entreprises et l'emploi, à court terme du moins.

Mais l'accélération de l'économie américaine pourrait s'accompagner d'effets pervers: hausse de l'inflation, montée en flèche des coûts d'emprunt et réduction des mesures de relance monétaire qui ont soutenu les classes d'actifs risqués à l'échelle mondiale.

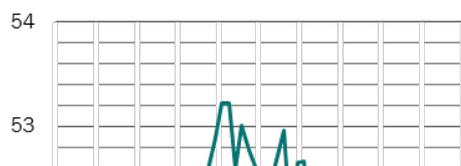
Certains de ces risques – notamment sur le front de l'inflation – semblent déjà pleinement intégrés par le marché obligataire. Les pressions inflationnistes s'intensifient, mais restent sous contrôle. D'autres risques toutefois, tels que la détérioration des conditions monétaires, ne sont pas encore reflétés dans les cours des actions.

Dans ce contexte, nous avons relevé l'exposition aux obligations à neutre pour la première fois depuis décembre 2015 et conservé un positionnement neutre face aux actions. Les liquidités ont été abaissées à neutre.

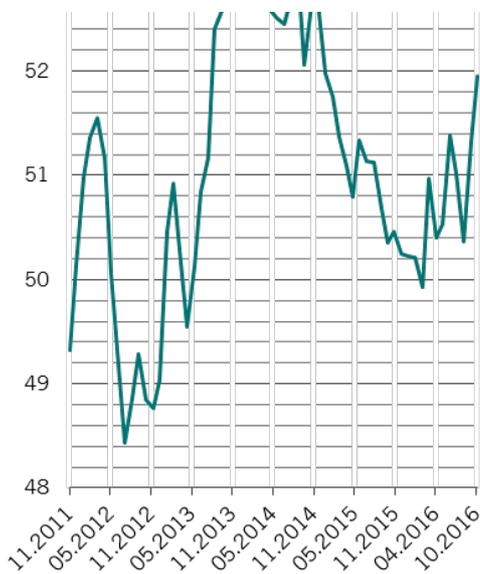
Nos indicateurs du cycle conjoncturel témoignent d'une accélération de la croissance dans les économies développées, contribuant à la hausse de notre indice mondial des directeurs d'achat à son plus haut depuis novembre 2014. Les Etats-Unis jouissent d'une croissance vigoureuse, alimentée par une consommation robuste, un marché de l'emploi toujours plus tendu et une amélioration de la confiance tant des particuliers que des entreprises. L'indicateur avancé pour la région a atteint un plus haut depuis octobre 2015. Si les pressions inflationnistes semblent s'intensifier, une hausse de l'indice américain des dépenses de consommation personnelles au-delà de 2% paraît peu probable à court terme. Compte tenu de l'impact différé des baisses d'impôts et des dépenses d'infrastructures sur l'économie, la détente budgétaire proposée par D. Trump ne devrait pas avoir d'incidence majeure sur la croissance avant le deuxième semestre 2017. Dans ce contexte, la Fed devrait procéder à trois relèvements de taux d'ici la fin de l'année prochaine.

LE SECTEUR MANUFACTURIER S'EST SENSIBLEMENT REDRESSÉ

Indice mondial des directeurs d'achat (PMI)



La zone euro affiche une croissance modérée, soutenue par la consommation privée et l'accélération de l'activité industrielle. Les investissements des entreprises restent modestes, mais l'augmentation des prêts au secteur non financier soutient l'expansion.



Source: Thomson Reuters Datastream, Pictet Asset Management

La région devrait croître au rythme de 1%-1,5% l'an prochain. Bien sûr, ces projections pourraient évoluer au gré des développements politiques. Ainsi, une démission de Matteo Renzi en cas de victoire du «non» au référendum sur la réforme du Sénat italien ouvrirait la voie à de nouvelles élections, à l'heure où le sentiment anti-européen s'intensifie dans le pays.

Au Japon, les perspectives économiques s'améliorent. L'indicateur avancé pour le pays a atteint un plus haut sur un an, les dépenses publiques et le rebond des exportations alimentant la croissance.

En Chine, la croissance économique, soutenue par la consommation privée et une production industrielle robuste, devrait se stabiliser au rythme actuel de 6-7% par an. Le risque d'un effondrement de l'immobilier s'est atténué, les mesures adoptées pour favoriser un ralentissement ordonné de l'activité dans la construction ayant porté leurs fruits.

Tirée par une consommation vigoureuse, la croissance demeure supérieure à la moyenne dans les pays émergents. L'horizon s'assombrit toutefois pour ces économies après l'élection américaine, la vigueur du dollar et la hausse des rendements du Trésor ayant fragilisé les monnaies émergentes et déclenché des sorties de capitaux, qui ont atteint jusqu'à 5 milliards de dollars en actions et 6,7 milliards en obligations en une semaine.

Notre analyse des liquidités suggère des difficultés croissantes pour les actifs risqués, les injections de liquidités des cinq plus grandes banques centrales étant appelées à diminuer de moitié l'an prochain, à 800 milliards de dollars, contre 1700 milliards de dollars cette année. Les liquidités des banques centrales représentent la somme des rachats d'actifs et des opérations de crédit, nette des opérations de stérilisation.

Si la hausse du dollar a entraîné une pénurie mondiale du billet vert, le relèvement attendu des taux de la Fed et la possible réduction des efforts de relance monétaire en zone euro pourraient aussi peser sur les liquidités mondiales. La BCE devrait prolonger son programme de relance jusqu'à fin 2017, mais diminuer ses rachats d'obligations de 20 milliards de dollars dès le mois de juin.

Le resserrement des liquidités pèsera sur le ratio cours/bénéfice (P/E) des actions et se soldera par une baisse des multiples de 5% à 10% l'an prochain.

L'action de la Banque du Japon, qui s'est engagée à racheter des obligations d'Etat nippones pour un montant illimité dans le cadre de sa nouvelle approche visant à contrôler la courbe des taux, pourrait partiellement compenser la réduction des liquidités. Les brusques mouvements de marché qui ont suivi l'élection de Donald Trump ont fortement impacté les valorisations des classes d'actifs. Les actions américaines sont désormais proches de leurs plus hauts par rapport aux valeurs européennes et japonaises. Reflet de l'ampleur du rallye à Wall Street, la prime de risque des actions américaines – soit l'écart entre le rendement des bénéficiaires des actions et les rendements des obligations – est tombée sous la barre des 5% pour la première fois en un an. Dans les obligations, la dette émergente en monnaies locales constitue la classe d'actifs la plus avantageuse.

Selon nos mesures techniques, les obligations sont survendues: les flux hors des fonds obligataires ont atteint 18 milliards de dollars au cours des deux semaines qui ont suivi l'élection américaine, soit un plus haut depuis le taper tantrum de 2013.

Au vu des entrées de capitaux massives enregistrées par les fonds en instruments à revenu fixe depuis 2015 – quelque 220 milliards de dollars –, un potentiel de rotation hors des obligations au profit des actions subsiste toutefois à moyen terme. Un scénario renforcé par nos mesures du sentiment, qui montrent que même si les allocations font une place croissante aux actions, la classe d'actifs n'est pas encore surachetée.

03

Actions: allocation régionale et sectorielle – Opportunités d'investissement au Japon ainsi que dans les financières

A l'heure où les transitions politiques exercent une influence accrue sur les actions et où les banques centrales s'apprêtent à revoir leurs efforts de relance à la baisse, aucun marché actions régional n'offre des perspectives exceptionnelles. Alors que le marché actions américain est cher et vulnérable aux élans d'un président imprévisible, les actions européennes pourraient souffrir d'un sentiment antisystème croissant au sein des électors. Quant aux marchés actions émergents, ils se verront probablement confrontés aux effets négatifs d'un dollar fort plus longtemps qu'initialement anticipé.

Des opportunités subsistent toutefois. Ainsi, les marchés japonais devraient tenir le cap dans la tourmente

le cap dans la tourmente.

De fait, la hausse du dollar est une bénédiction pour les actions nippones. Le billet vert s'étant apprécié d'environ 6% par rapport au yen en novembre (soit plus que par rapport à toute autre monnaie asiatique), une embellie des perspectives bénéficiaires des exportateurs japonais est à prévoir. Et la croissance des profits au sein des entreprises nippones s'accélère également. Non seulement les bénéfices par action ont augmenté depuis le début du deuxième semestre, mais la proportion d'entreprises relevant leurs prévisions bénéficiaires a également progressé.

Nos mesures reflètent une amélioration des conditions économiques dans le pays, avec une hausse du revenu disponible réel et des indicateurs avancés gagnant en vigueur. Des signes timides d'un retour des investisseurs étrangers vers les actions nippones sont également visibles.

Renforçant encore la thèse en faveur des actions japonaises, ces développements positifs interviennent au moment où le marché nippon s'impose comme le plus avantageux selon notre analyse.

Bien que les valeurs européennes demeurent peu chères sur la base de divers critères – elles se traitent avec une décote de plus de 20% par rapport aux actions américaines en termes de P/E –, plusieurs raisons nous incitent à ne pas relever notre exposition à la classe d'actifs. A commencer par un risque élevé de mouvements de contestation politique.

Comme l'a souligné la BCE dans sa revue de stabilité financière, le climat d'incertitude persistant qui prévaut aux Etats-Unis et en Europe pourrait mettre les banques les plus faibles et les Etats membres les plus endettés de la région sous pression.

Au-delà des risques politiques, les entreprises européennes peinent à accroître leurs marges bénéficiaires, lesquelles se situent à des niveaux proches des plus bas affichés depuis la sortie de la récession en 2009.

Les actions émergentes ne sont pas très attrayantes non plus. Sachant que la politique menée par Donald Trump aura probablement pour effet de prolonger l'expansion économique américaine et de soutenir un dollar fort, les nombreuses entreprises des économies en développement dont la dette est libellée en dollars

LES ACTIONS JAPONAISES APPELÉES À SURPERFORMER, SUR FOND DE HAUSSE DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES



pourraient être confrontées à des coûts d'emprunt en hausse, avec à la clé des pressions sur les marges bénéficiaires. En outre, l'inclination protectionniste du président élu – le risque de taxes douanières – menace également les perspectives des exportateurs émergents.

— RENDEMENTS DES OBLIGATIONS MONDIALES, %, INDICE JPMORGAN GOVERNMENT BOND (DROITE)

Source: Thomson Reuters Datastream

En termes sectoriels, la proposition d'une augmentation des dépenses d'infrastructures pouvant atteindre jusqu'à 500 milliards de dollars a notamment renforcé les perspectives des valeurs industrielles, d'où le maintien de notre surpondération. Au vu de la pentification des courbes de rendement, les banques devraient pouvoir octroyer des prêts à des conditions plus rentables, raison pour laquelle nous conservons la surpondération du secteur. La hausse des rendements obligataires n'est en revanche pas favorable aux secteurs présentant des caractéristiques semblables à celles des obligations. Dans ce segment, les titres relevant des services aux collectivités paraissent particulièrement vulnérables.

Nous continuons de surpondérer les valeurs de la santé, qui comptent parmi les plus avantageuses selon notre analyse. Pénalisées par les craintes qu'une administration emmenée par Hillary Clinton ne limite le pouvoir de fixation des prix des nouveaux médicaments, les sociétés américaines du secteur s'étaient révélées les moins performantes à l'approche de l'élection présidentielle.

Les technologiques demeurent vulnérables aux perturbations du commerce mondial, mais devraient profiter d'une croissance structurelle et cyclique. Elles affichent généralement un bilan robuste, ce qui les rend relativement résistantes en cas de hausse des rendements obligataires.

04

Obligations et monnaies – L'élection de Donald Trump: une aubaine pour le haut rendement et un risque pour les marchés émergents

La hausse des rendements obligataires a constitué un élément dominant sur les marchés financiers ces dernières semaines, marquant une constance rare par rapport aux autres classes d'actifs, en proie à la volatilité tant avant qu'après l'élection présidentielle américaine. Mais la correction des obligations nous paraît excessive.

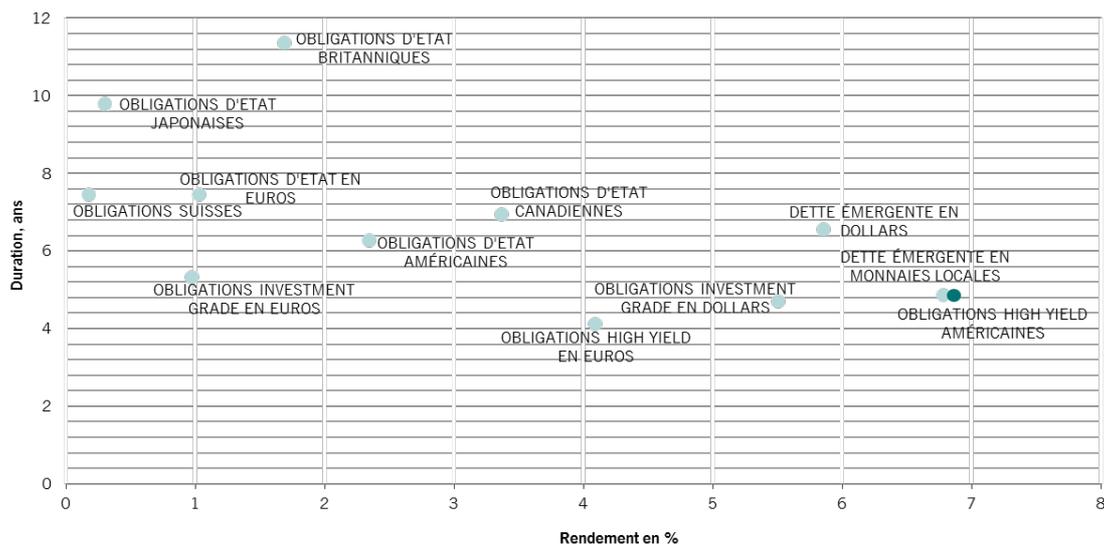
Les rendements des obligations d'Etat américaines ont gagné plus de 100 pb

LES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ETAT AMERICAINES ONT GAGNE PLUS DE 100 PB DEPUIS JUILLET, POUR PRES DE DEUX TIERS AU COURS DU MOIS ECOULE. SELON NOTRE MODELE, CETTE HAUSSE A REDUIT DE MOITIE L'EXCEDENT DE VALORISATION DE LA CLASSE D'ACTIFS – SON PRIX PAR RAPPORT AUX AUTRES ACTIFS – ET PAR RAPPORT A LA MOYENNE HISTORIQUE.

DES CORRECTIONS D'UNE TELLE AMPLIEUR SONT RELATIVEMENT RARES ET NOS INDICATEURS TECHNIQUES SUGGERENT UN POSSIBLE RETOURNEMENT DU MARCHE. SI LES OBLIGATIONS MONDIALES SONT TOUJOURS LOIN DE CONSTITUER DES OPPORTUNITES D'ACHAT AVANTAGEUSES, L'HEURE N'EST PLUS A UN SIGNAL DE VENTE SYSTEMATIQUE.

DE FAIT, L'ENVIRONNEMENT TECHNIQUE EST PARTICULIEREMENT FAVORABLE AU HAUT RENDEMENT AMERICAIN, NOS INDICATEURS RELATIFS AU SENTIMENT, AU MOMENTUM ET AUX FACTEURS SAISONNIERS EMETTANT TOUTS DES SIGNAUX D'ACHAT. LE SEGMENT DEVAIT EN OUTRE PROFITER D'UN ENVIRONNEMENT PORTEUR SOUS LA PRESIDENCE DE DONALD TRUMP.

APRES LA CORRECTION, LE HIGH YIELD AMERICAIN OFFRE UN COMPROMIS FAVORABLE EN TERMES DE RENDEMENT ET DE DURATION



Source: Thomson Reuters Datastream

Le haut rendement américain est dominé par des sociétés axées sur le marché intérieur, auxquelles de nombreuses promesses du candidat Trump étaient adressées. Ces entreprises devraient davantage profiter des baisses d'impôt annoncées que les grandes multinationales, très habiles sur le plan fiscal, dont le taux d'imposition effectif est déjà bas. La classe d'actifs devrait aussi bénéficier de l'augmentation des dépenses d'infrastructures et des propositions visant à intensifier les forages pétroliers, les sociétés énergétiques constituant une grande partie du marché.

Cette amélioration des perspectives devrait s'accompagner d'une diminution des taux de défaut. Dans le haut rendement américain, le taux de défaut a atteint un plus haut sur six ans de 5,6% en 2016, mais Moody's table sur un pic aux alentours de 6%. Le nombre d'émetteurs en situation de détresse a

fortement baissé et les émissions de dette faiblement notées (B3 ou moins selon Moody's) ont ralenti.

Il semble donc que le high yield américain se soit suffisamment corrigé, d'où notre retour à un positionnement positif.

Sur la base de nos mesures de valorisation – selon lesquelles 0 marque le niveau le plus cher des 20 dernières années et 100 le moins cher –, la position du haut rendement américain a fortement progressé, passant de 11 il y a un mois à 26 aujourd'hui. Conjuguant un rendement élevé et une faible durée, la classe d'actifs devrait en outre surperformer la plupart des autres classes d'actifs obligataires en cas de nouvelle hausse des taux américains.

De fait, les obligations américaines de catégorie speculative offrent une plus grande durée et des rendements plus élevés que leurs homologues européennes (voir graphique).

Nous restons prudents à l'égard du haut rendement européen, qui se traite à un niveau proche de son plus haut en vingt ans, avec une note de valorisation de 1. En outre, la réduction probable des mesures de relance de la BCE au deuxième semestre 2017 ne nous semble pas encore pleinement prise en compte par les marchés.

Les marchés émergents sont eux aussi source d'inquiétude, notamment en raison de l'effet Trump. Si les monnaies émergentes ont déjà fortement chuté par rapport au dollar depuis l'élection, les rendements en monnaies locales ont fait preuve d'une impressionnante stabilité. Cette situation ne paraît pas durable. Les rendements devront peut-être augmenter encore pour mieux refléter les risques d'adoption de mesures protectionnistes aux Etats-Unis. Plusieurs économies en développement pourraient en outre se retrouver dans une situation semblable à celle de la Turquie – contrainte de relever ses taux d'intérêt pour se prémunir contre une nouvelle dépréciation de sa monnaie –, avec à la clé des pressions additionnelles sur les obligations.

Sur le front des monnaies, nous restons globalement neutres à l'égard du dollar par rapport à l'euro, à la livre sterling, au yen et au franc suisse. Le billet vert est clairement surévalué, tandis que la hausse de l'inflation et le creusement du déficit de la balance des comptes courants pourraient déclencher une correction à moyen terme. Un nouvel accès de vigueur du dollar ne peut être exclu à ce stade, toutefois, sur fond de révision à la hausse des prévisions de croissance américaine et de resserrement monétaire de la part de la Fed.

Ce qu'il faut retenir

DÉCEMBRE

2016

Classes d'actifs

Nous relevons l'exposition aux obligations à neutre, la correction nous paraissant excessive, et restons neutres à l'égard des actions.

Actions

Les actions japonaises gardent notre préférence, sur fond d'amélioration des conditions économiques et des perspectives bénéficiaires des entreprises. Nous privilégions l'industrie et la finance et anticipons une période difficile pour les segments défensifs.

Obligations

L'exposition au haut rendement américain est relevée à surpondérée, dans le sillage de la récente correction.