

# STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

FEVRIER 2019

# LA RÉSERVE FÉDÉRALE EN « PAUSE »

SOUTIENT LES MARCHÉS À COURT TERME

## En un mot

DÉCISIONS AU SEIN DE LA POCHÉ ACTIONS :

SURPONDÉRATION DES ACTIONS ÉMERGENTES. SOUS-PONDÉRATION DES ACTIONS EUROPÉENNES ET RETOUR D'UN POSITIONNEMENT NEUTRE SUR LES ACTIONS AMÉRICAINES. SURPONDÉRATION DES ACTIONS À HAUT DIVIDENDE EN EUROPE.

DÉCISIONS AU SEIN DE LA POCHÉ OBLIGATAIRE :

SURPONDÉRATION DES OBLIGATIONS ÉMERGENTES. VENTES DES OBLIGATIONS INDEXÉES À L'INFLATION ET DES OBLIGATIONS À TAUX VARIABLE DANS LES PORTEFEUILLES EN DOLLARS.

Les performances de janvier 2019 ont été diamétralement opposées à celles de décembre. Les principales classes d'actifs ont réalisé une performance positive grâce à un environnement « Goldilocks » caractérisé par un message beaucoup plus accommodant de la Réserve fédérale – les investisseurs parlent désormais d'un « Powell put » pour définir une tendance à l'assouplissement de la politique monétaire américaine en cas de resserrement des conditions financières –, un ton plus rassurant sur le front commercial et l'impact limité de l'arrêt des activités gouvernementales aux États-Unis sur la croissance.

Les discussions en cours au sein de la Banque centrale américaine quant à une fin prochaine de la réduction de la taille du bilan ont également rassuré les investisseurs sur le risque de resserrement des liquidités, un des facteurs majeurs de la correction des marchés et de la hausse de la volatilité l'année dernière.

Ces solides performances ne doivent pas faire oublier pour autant le ralentissement économique mondial, le niveau élevé des incertitudes politiques et les révisions à la baisse

## Graphique du mois

Les marchés ont rattrapé plus de la moitié de la chute du quatrième trimestre.



Source: Bloomberg

des attentes de bénéfices pour l'année en cours. Ainsi, les performances de janvier reflètent également un rebond technique suite à la correction exagérée du quatrième trimestre 2018. Une remontée des indices des directeurs d'achat du secteur manufacturier sera une des conditions pour une tendance haussière des marchés en Europe.

En janvier, les actions mondiales ont augmenté de 8% en moyenne avec une surperformance des titres cycliques, des petites et moyennes capitalisations, et des marchés émergents. La hausse des prix du pétrole (+18%) et des métaux industriels (+8%) a soutenu le secteur de l'énergie et le secteur industriel, les deux meilleurs secteurs sur le mois. La baisse des taux d'intérêt et du dollar américain a fait monter le prix de l'once d'or à plus de 1300 dollars.

Les marchés obligataires ont également affiché des performances positives. Le marché des obligations à haut rendement a surperformé les obligations d'entreprise de qualité investissement. La hausse des obligations souveraines s'explique également par le ralentissement des anticipations d'inflation au niveau mondial.

## Allocation d'actifs

### ACTIONS

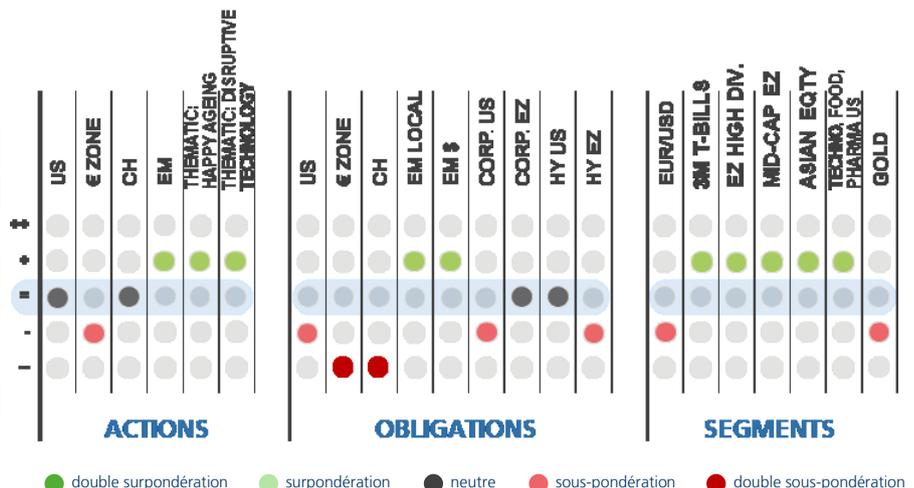
Europe	Sous-pondération
États-Unis	Neutre

### OBLIGATIONS

Bons Trésor	Sous-pondération
EM USD	Surpondération

### SEGMENTS

EUR/USD	Sous-pondération
MID-CAP EZ	Surpondération



## Macroéconomie

LA RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE MET EN PAUSE LA NORMALISATION DE SA POLITIQUE MONÉTAIRE

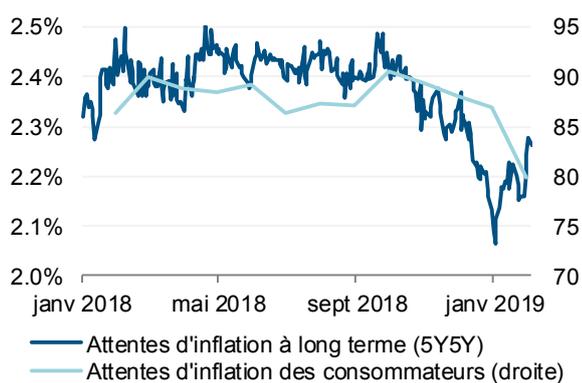
La Réserve fédérale américaine a mis un coup de frein spectaculaire à sa politique de normalisation monétaire durant le mois de janvier. Sa politique de hausse de taux graduelle fait désormais place à une politique de patience et de prudence au vu des nombreuses incertitudes économiques et de la baisse des anticipations d'inflation. Une analyse du double mandat de la Réserve fédérale permet d'appréhender cette décision.

Tout d'abord, l'économie américaine est au plein-emploi. Le taux de chômage atteint 4%, proche de ses plus bas niveaux historiques, le taux de participation est au plus haut depuis 2013 et les salaires augmentent de plus de 3% par année. La santé de l'économie américaine est d'ailleurs toujours caractérisée comme solide par les membres du Comité. L'inflation est également proche de son objectif : la croissance des prix sous-jacent selon l'indice « PCE » était de 1.9% en décembre. Cependant, les anticipations d'inflation à long terme ont baissé et la chute des cours du pétrole continuera de peser sur les prix à moyen terme. Ainsi, les risques de surchauffe sont relativement limités.

Dans cet environnement, et compte tenu du niveau élevé d'incertitude au niveau mondial, le taux d'intérêt optimal pour la banque centrale est le taux d'intérêt naturel, un taux théorique qui permet de maintenir l'inflation stable et la production à son niveau potentiel. Lors de sa dernière réunion, la Réserve fédérale a estimé que le niveau des taux actuel (2.25-2.50%) correspondait à l'estimation de ce niveau d'équilibre. Dès lors, une poursuite de la hausse des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine paraît peu probable sans signes de surchauffe de l'inflation, un scénario peu probable durant le premier semestre.

Le resserrement des politiques monétaires devrait faire une pause en 2019 dans le monde. Après l'arrêt de son programme d'achat d'actifs en 2018, la Banque centrale européenne devrait maintenir ses taux directeurs inchangés cette année et reconduire son programme de financement du secteur bancaire. La Banque nationale suisse et la Banque du Japon ne changeront pas de cap, alors que la Banque centrale chinoise augmentera son soutien à l'économie.

Les attentes d'inflation à long terme restent faibles.



Sources: Bloomberg, Université du Michigan

## Actions

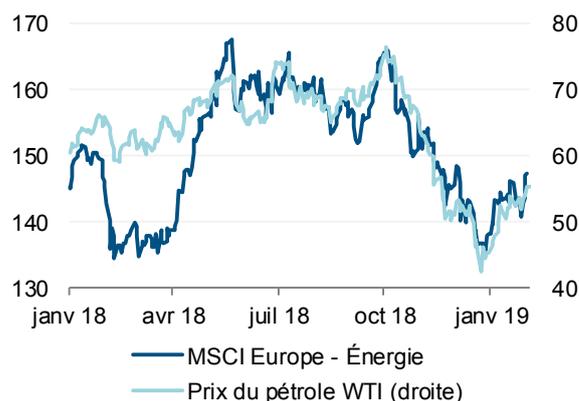
SOUS-PONDÉRATION DES ACTIONS EUROPÉENNES ET SURPONDÉRATION DES ACTIONS ÉMERGENTES

La solide performance des marchés actions des pays développés durant le mois de janvier – l'indice MSCI monde a augmenté de près de 8%, récupérant la moitié de la sous-performance du quatrième trimestre 2018 – s'apparente plus à un « rebond technique » après une situation de survente en fin d'année dernière qu'à une amélioration significative des perspectives de croissance et des bénéfices. Ainsi, pour 2019, les investisseurs anticipent une croissance des bénéfices de seulement 6% dans les pays développés, en baisse significative depuis le début de l'année. En conséquence, nous avons profité de ce rebond pour prendre des profits sur notre surpondération en actions américaines, et initier une sous-pondération sur les actions européennes en raison de perspectives économiques décevantes. Nous maintenons un positionnement neutre sur les actions suisses en raison d'une composition sectorielle plus défensive et du rôle du franc suisse comme valeur refuge. Dans l'environnement actuel de ralentissement de la croissance et de taux d'intérêt bas, nous privilégions également les actions à haut dividende en Europe, lesquelles offrent également une exposition inférieure au risque par rapport au marché.

Au sein de notre allocation sectorielle, nous avons profité de la remontée des prix du pétrole et de la surperformance du secteur de l'énergie pour dégrader ce dernier à neutre en Europe. Aux États-Unis, nous surpondérons désormais le secteur « food staples » dont la composition est plus défensive.

Les pays émergents ont surperformé les actions mondiales durant le mois de janvier avec une performance globale de près de 9%. L'indice de la bourse brésilienne a été particulièrement à la fête, en hausse de 11% en monnaie locale. Nous avons surpondéré les actions émergentes en janvier pour profiter d'un potentiel de rattrapage des valorisations avec la réduction du risque commercial. Le ton plus accommodant de la Réserve fédérale américaine, la stabilisation des monnaies émergentes contre le dollar et des premiers signes d'amélioration économique en Asie devraient soutenir cette tendance haussière durant le premier trimestre. En Chine la relance monétaire et fiscale sera également un facteur de soutien important.

Le secteur de l'énergie a surperformé en janvier.



Sources: Bloomberg, Mirabaud Asset Management

## Obligations

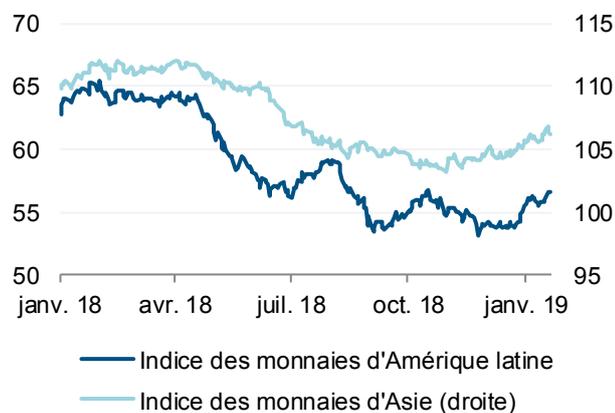
### SURPONDÉRATION DES OBLIGATIONS ÉMERGENTES

Avec le ralentissement économique attendu en 2019 couplé à une baisse de l'inflation réalisée et des anticipations d'inflation, nous avons vendu notre exposition en obligations indexées à l'inflation ainsi que les obligations à taux variables dans les portefeuilles en dollars. La baisse des prix du pétrole aura un effet sur l'inflation durant une grande partie de l'année alors que la répercussion de la hausse des salaires aux États-Unis et en Europe sur les indices de prix demeure relativement faible. En d'autres termes, la courbe de Phillips axée sur les salaires – la relation entre taux de chômage et croissance salariale – est beaucoup plus pentue que la courbe de Phillips axée sur les prix. Une des raisons de l'aplatissement de cette dernière est la mondialisation des chaînes de valeurs et la concurrence accrue sur les marchés des biens. Nous avons réinvesti le produit de ces ventes sur des obligations gouvernementales sur des maturités de 3 à 5 ans.

En raison de la stabilisation des monnaies émergentes, de la politique plus accommodante de la Réserve fédérale américaine et d'une amélioration des fondamentaux des pays émergents, nous avons surpondéré les obligations émergentes. Le portage est très intéressant avec un écart de taux d'intérêt moyen de 370 points de base contre les obligations souveraines américaines ce qui offre un coussin de protection contre un éventuel risque de crédit ou de change.

En matière de politique monétaire, nous ne prévoyons pas de hausse des taux d'intérêt de la part de la Banque centrale européenne et de la Banque nationale suisse cette année en raison du ralentissement économique et de la faiblesse de l'inflation. En conséquence, les taux de rendement des obligations souveraines devraient se maintenir sur les bas niveaux actuels. Au sein de nos portefeuilles en livres sterling, nous recommandons de détenir des obligations souveraines pour se protéger contre le risque d'un Brexit dur.

#### Stabilisation des monnaies des pays émergents.



Source: Bloomberg

## Devises

### L'OR SORT GAGNANT DU CHANGEMENT DE TON DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINNE

L'once d'or s'échange désormais à plus de 1300 dollars, en hausse de 3% en janvier. Cette hausse ne s'explique pas seulement par une augmentation du risque de récession mais surtout par la faiblesse du dollar et par la baisse des taux d'intérêt réels. Par ailleurs, la demande d'or a fortement augmenté de la part des banques centrales des pays émergents. En effet, ces dernières ont profité de la stabilisation de leurs monnaies et de l'amélioration de leurs fondamentaux pour reconstituer leurs stocks. La demande supplémentaire en provenance de Chine durant la période du Nouvel an chinois peut également expliquer une partie de l'augmentation de la demande. L'environnement actuel ne plaide plus en faveur d'une sous-pondération de cette classe d'actifs. Un retour à un positionnement neutre sera considéré sur des niveaux plus intéressants.

En matière de devises, nous prévoyons une légère dépréciation du dollar à moyen terme contre les principales monnaies des pays émergents et développés. Malgré des différentiels de taux d'intérêt toujours importants entre les États-Unis et les principaux pays développés, un écartement supplémentaire est désormais limité en raison de la pause dans la normalisation de la politique monétaire américaine annoncée par la Réserve fédérale. La baisse des incertitudes commerciales devrait également agir en défaveur du dollar, la monnaie refuge offrant les rendements les plus élevés actuellement. A court terme, l'environnement économique et politique défavorable en Europe devrait cependant limiter l'appréciation de l'euro. A moyen terme, une amélioration des surprises économiques pourrait amener une appréciation de l'euro autour de 1.19-1.20.

Compte tenu des coûts de couverture très élevés du dollar contre le franc suisse et l'euro – le seuil de rentabilité à une année se situe à un taux de change euro/dollar d'environ 1.19 –, nous privilégions de limiter les couvertures de change sur ces monnaies.

#### Les prix de l'or ont rebondi depuis fin 2018.



Source: Bloomberg

ÉCRIT LE 04.02.2019 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.