



# STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT



JUILLET 2018

# LES TENSIONS COMMERCIALES PRENNENT DE L'AMPLEUR

## EN UN MOT

DANS LA POCHÉ ACTIONS, NOUS RECOMMANDONS L'ACHAT DE LA THÉMATIQUE « DISRUPTIVE TECHNOLOGY » COMPOSÉE DES SOUS-THÉMATIQUES E-COMMERCE, E-GAMING, CYBER-SÉCURITÉ ET ROBOTIQUE.

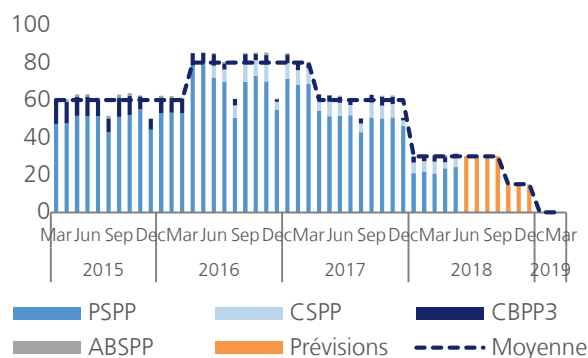
AU SEIN DE L'ALLOCATION SECTORIELLE, SOUS-PONDÉRATION DU SECTEUR BANCAIRE EUROPÉEN. SURPONDÉRATION DES BANQUES RÉGIONALES AMÉRICAINES.

OBLIGATIONS : RECOMMANDATION D'ACHAT D'OBLIGATIONS AMÉRICAINES À 3 MOIS.

Les marchés continuent d'évoluer sans grande tendance depuis le début de l'année. Les risques politiques en Europe et sur le commerce mondial pèsent sur les actifs risqués malgré des données économiques et des fondamentaux d'entreprises solides. Ainsi, nous maintenons notre allocation en actions inchangée mais augmentons la partie thématique avec un certificat qui investit dans des sociétés actives dans le e-commerce, l'e-gaming, la cybersécurité et la robotique. Sur le marché obligataire, nous continuons de jouer la normalisation de la politique monétaire américaine avec des durations courtes, des obligations à taux variable et indexées à l'inflation. La sous-performance des marchés émergents se poursuit ; les monnaies des pays d'Amérique latine sont sous pression, les taux américains et le dollar continuent de monter, et la guerre commerciale touche les pays asiatiques ainsi que le Mexique.

## GRAPHIQUE DU MOIS

Achats d'actifs de la BCE (en milliards)



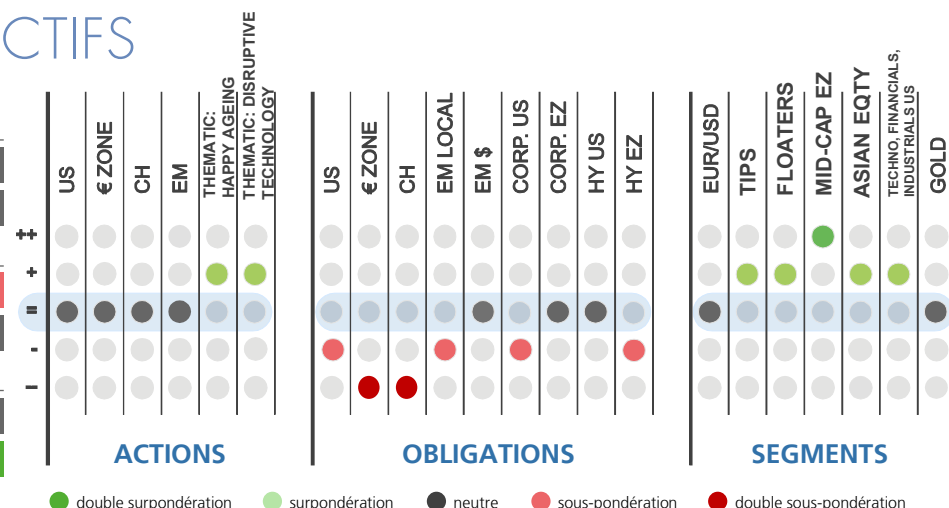
Sources: BCE, Mirabaud Asset Management

En juin, les annonces de politiques monétaires des banques centrales ont mis davantage en lumière la divergence des cycles économiques entre les États-Unis et les autres pays avancés. Aux États-Unis, la Réserve fédérale anticipe désormais des taux directeurs entre 3.00-3.25% à fin 2019, un niveau qui devrait ralentir l'activité économique. Avec des anticipations de 2.5%, les investisseurs demeurent plus sceptiques sur le rythme de normalisation des taux d'intérêt, un scénario pessimiste que nous ne partageons pas. En Europe, la BCE a passé un message très accommodant, malgré la fin prévue du programme d'achat d'actifs en fin d'année, en annonçant un maintien des taux d'intérêt au niveau actuel jusqu'en septembre 2019 au plus tôt. En Suisse, la BNS ne devrait pas agir avant la BCE alors que la Banque du Japon maintiendra son programme actuel jusqu'à mi-2019 au minimum. Cette divergence des cycles économiques et monétaires sera le facteur principal influençant l'évolution des marchés financiers mondiaux, en particulier les marchés obligataires et des devises.

## ALLOCATION D'ACTIFS

### ACTIONS

Europe	Neutre
États-Unis	Neutre
<b>OBLIGATIONS</b>	
Bons Trésor	Sous-pondération
EM USD	Neutre
<b>SEGMENTS</b>	
EUR/USD	Neutre
MID-CAP EZ	Double surpondération



## MACROÉCONOMIE

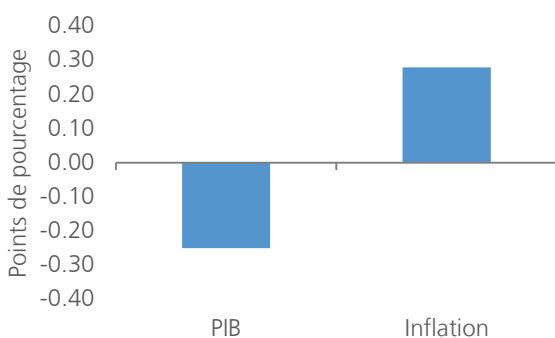
LES DROITS DE DOUANE ACTUELS NE DEVRAIENT PAS AVOIR D'EFFETS DIRECTS IMPORTANTS SUR LA CONJONCTURE GLOBALE.

La guerre commerciale est montée d'un cran durant le mois de juin et les menaces de représailles aux annonces de nouvelles barrières tarifaires augmentent. Les mesures effectivement mises en œuvre jusqu'à maintenant par l'administration américaine ne devraient pas avoir d'effets directs significatifs sur la croissance et l'inflation. Une baisse de confiance du secteur industriel sur la production future est cependant déjà observée dans le monde et pourrait s'accroître si l'incertitude devait se prolonger. Par ailleurs, les droits de douane imposés par les États-Unis concernent principalement des biens intermédiaires afin de limiter les hausses de prix pour les consommateurs finaux et les effets négatifs sur l'activité. Cette stratégie pourrait cependant mettre les marges des sociétés sous pression et réduire leur compétitivité.

A plus long terme, l'escalade dans la guerre commerciale pourrait toucher près de 250 milliards de dollars d'importations américaines en provenance de Chine, s'élargir au secteur automobile et engendrer des mesures de représailles supplémentaires. Un tel scénario réduirait la croissance américaine de 25 points de base au minimum et augmenterait l'inflation de près de 30 points de base alors qu'elle a déjà atteint l'objectif de deux pour cent fixé par la banque centrale.

En Europe, même si la BCE a annoncé mettre un terme à son programme d'achat d'actifs pour la fin de l'année, la politique monétaire restera accommodante en raison des taux d'intérêt directeurs bas et de la taille élevée du bilan de la banque centrale. Cette évolution des mesures répond aux progrès faits sur les trois critères nécessaires à une normalisation de la politique monétaire ; une convergence attendue de l'inflation vers son objectif à moyen terme, une confiance élevée que ce scénario de convergence se produise et, dans une moindre mesure, la soutenabilité de cette tendance en l'absence des mesures extraordinaires de la BCE.

Effets aux États-Unis de la fixation de frais de douane sur 200 milliards d'importations chinoises



Sources: Deutsche Bank, Mirabaud Asset Management

## ACTIONS

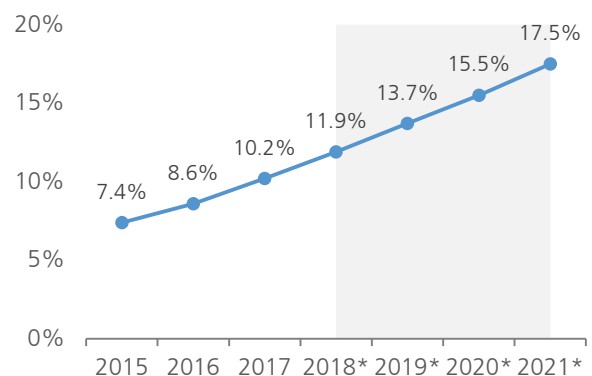
RECOMMANDATION D'ACHAT DE LA THÉMATIQUE AXÉE SUR LE E-COMMERCE, L'E-GAMING, LA CYBERSÉCURITÉ ET LA ROBOTIQUE.

Les marchés actions continuent d'évoluer sans réelle tendance. Même si la croissance économique reste globalement soutenue et les bénéfices sont révisés à la hausse, l'incertitude générée par la guerre commerciale pèse sur les valorisations. L'indice de référence allemand DAX a été particulièrement touché en juin en raison de son exposition au secteur automobile et au commerce mondial.

Au sein de notre allocation sectorielle, nous avons surpondéré les banques régionales américaines. D'un point de vue réglementaire, la situation s'améliore pour les banques de taille moyenne avec l'assouplissement de certaines règles mises en place suite à la crise financière, telles que la règle de Volcker sur le négoce pour compte propre ou encore le seuil des banques dites « systémiques ». D'un point de vue économique, la solidité de la croissance américaine devrait soutenir les secteurs cycliques. La tendance bénéficiaire s'améliore avec des attentes de 28% en 2018 et 10% en 2019 pour le secteur financier américain. À l'opposé, nous avons sous-pondéré le secteur bancaire européen. Malgré une stabilisation récente, la dynamique économique a ralenti ces derniers mois en Europe, les risques politiques se sont accrus, les bénéfices ont été révisés à la baisse et la courbe des taux d'intérêt s'est aplatie suite à la communication accommodante de la BCE.

Au sein de notre allocation thématique, nous recommandons une nouvelle thématique dite « disruptive technology » comprenant les sous-thèmes e-commerce, e-gaming, cybersécurité et robotique. Cet investissement jouera de manière diversifiée la croissance des revenus dans le secteur des jeux en ligne – le plus grand segment du secteur des médias axés sur le divertissement – et notamment du sport électronique ; l'expansion du commerce en ligne à travers, en particulier, les téléphones portables ; la hausse des dépenses pour la cybersécurité avec la croissance des objets connectés (« internet of things ») ; l'augmentation de la robotisation et de l'intelligence artificielle.

Part du e-commerce dans les ventes au détail



Source: Newzoo

# OBLIGATIONS

NOUS RECOMMANDONS L'ACHAT D'OBLIGATIONS SOUVERAINES AMÉRICAINES À TROIS MOIS.

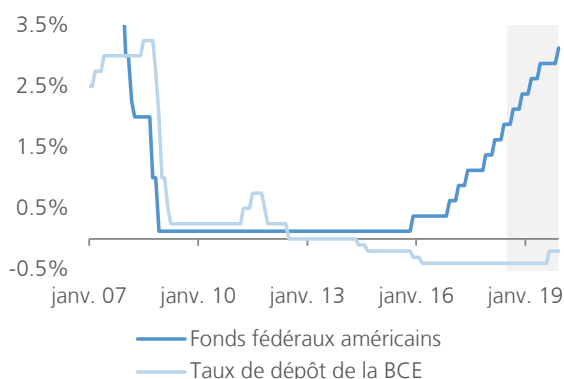
La courbe des rendements obligataires souverains continue de s'aplatir aux États-Unis. Le différentiel de taux d'intérêt entre les obligations gouvernementales à 10 ans et 2 ans s'établit désormais autour de trente points de base, en diminution de 20 points de base depuis le début de l'année et au plus bas depuis 2007. La Réserve fédérale américaine anticipe un chemin de hausse des taux d'intérêt plus marqué, ce qui met sous pression la partie courte de la courbe des rendements par la hausse des anticipations sur les taux directeurs. De plus, la demande pour des obligations à long terme reste importante et maintient la prime à terme en territoire négatif. Également observable durant l'été, la baisse des émissions nettes du Trésor participe à cet aplatissement de la courbe.

Durant le deuxième semestre, la divergence des politiques monétaires entre les États-Unis, l'Europe et le Japon signifie par ailleurs que les rendements attendus après couverture du risque de change en euros et en yens seront négatifs. Ceci devrait réduire la demande étrangère pour les obligations souveraines américaines et favoriser les durations courtes.

Au sein de nos portefeuilles, nous continuons de recommander les obligations américaines indexées à l'inflation et les obligations à taux variables. Nous privilégions également l'achat d'obligations du Trésor à trois mois dont le rendement est proche de 2%. En effet, les obligations à plus long terme n'offrent, selon nous, pas suffisamment de rendement supplémentaire pour un risque de durée beaucoup plus élevé.

En Europe, nous continuons de sous-pondérer les obligations souveraines des pays de la zone euro avec une vue négative sur les pays périphériques. Durant le mois de juin, le crédit et les obligations à haut rendement ont réalisé un rendement négatif en Europe, dû au poids du secteur financier dans l'indice. À l'opposé, les obligations à haut rendement américaines ont bénéficié de la force du secteur de l'énergie.

Divergence accrue entre la Fed et la BCE



Sources: Bloomberg, Mirabaud Asset Management

# DEVISES

DÉPRÉCIATION DU YUAN : EFFETS LIMITÉS SUR LA CROISSANCE CHINOISE.

Le dollar s'est de nouveau apprécié durant le mois de juin. Les dernières réunions des banques centrales américaine et européenne sont venues renforcer le scénario d'un renforcement des différentiels de taux d'intérêt entre les deux régions. D'ici à fin 2019, le différentiel de taux d'intérêt à 3 mois devrait atteindre plus de 3 points de pourcentage, un niveau record depuis 2006. Par ailleurs, la conjoncture actuelle parle de nouveau en faveur de l'économie américaine.

Facteur important de la valorisation d'une devise à moyen terme, le différentiel de balance des comptes courants entre l'Europe et les États-Unis devrait jouer en faveur de l'euro contre le dollar. Cependant, dans l'environnement actuel de guerre commerciale, le surplus européen semble considéré par les investisseurs comme une source de risque plutôt que comme un support à la monnaie unique.

Dans cette période d'appréciation du dollar, les monnaies émergentes souffrent. Sur le premier semestre, elles ont réalisé les plus mauvaises performances. Mais au-delà, les divergences s'accroissent entre pays. Au rang des meilleures performances, le rouble – le pétrole WTI a notamment augmenté de 10% durant le mois –, le won sud-coréen, la roupie indonésienne et les devises asiatiques. En bas de l'échelle, le peso argentin, le réal brésilien, la livre turque et le peso mexicain souffrent des développements politiques internes et du risque commercial.

En Chine, le yuan continue de se déprécier. Ce mouvement est la conséquence d'une politique monétaire plus accommodante de la Banque centrale chinoise – la baisse de 50 points de base du taux de réserve injectera 700 milliards de yuans dans l'économie – suite aux données d'activité décevantes en fin de deuxième trimestre. De plus, la dépréciation du yuan est la réponse des autorités chinoises aux menaces de droits de douane américains. Par rapport à 2015-2016, quand la dépréciation du yuan avait généré des sorties massives de capitaux, la Chine a cependant resserré le contrôle des capitaux pour limiter les flux sortants. Cette tendance ne devrait pas se poursuivre si une solution aux problèmes commerciaux devait être trouvée.

Le yuan se déprécie de nouveau



Sources: Bloomberg, Mirabaud Asset Management

ÉCRIT LE 02.07.2018 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.