



DEVISES EN GUERRE

EDITORIAL

Page 2

- Les banques centrales doivent désormais se réinventer dans un monde de taux négatifs
- *Manipulation* des devises : le prochain « rebondissement » dans le différend commercial ?
- Peu importe le vainqueur d'une guerre des devises, dans ce contexte, l'or en ressort gagnant...

STRATÉGIE GLOBALE

Page 3

- Contexte chahuté, mais nous n'anticipons pour l'heure ni véritable guerre commerciale ni récession mondiale
- Divergence des indicateurs avancés : faiblesse manufacturière vs. services & consommation toujours solides
- Guerre commerciale et manque de visibilité – Positionnement *tout-terrain* toujours privilégié

ALLOCATION D'ACTIFS

Page 4

- Actions – Rester investi en gardant un pied dans le marché mais avec des protections
- *Valeurs refuge* – Conserver les Bons du Trésor US, l'or, le JPY & le CHF vu le contexte macro et géopolitique
- Actifs alternatifs – Favoriser les stratégies de dette privée et l'immobilier de niche

Point De Vue

Devises En Guerre

- Les banques centrales doivent désormais se réinventer dans un monde de taux négatifs
- Manipulation des devises : le prochain « rebondissement » dans le différend commercial ?
- Peu importe le vainqueur d'une guerre des devises, dans ce contexte, l'or en ressort gagnant...

Chaque année, fin août, les banquiers centraux du monde entier se réunissent à Jackson Hole, au fin fond du Wyoming. Les sujets de discussion n'ont pas dû manquer à cette occasion, dans un contexte de croissance économique chancelante et d'instruments de politique monétaire – conventionnels ou non – qui semblent atteindre leur limite.

Jugez plutôt : 17 billions de dollars d'obligations à rendement négatif à la mi-août, des intérêts négatifs jusqu'à une échéance de 50 ans sur les emprunts d'État suisses et la première émission de dette allemande à 30 ans à taux négatif. Aux États-Unis, la Fed a fait marche arrière, abandonnant tout effort de réduction bilantaire et abaissant le taux des fonds fédéraux pour la première fois en dix ans. Et elle n'est pas seule : une trentaine de banques centrales ont relâché leurs taux directeurs cette année. L'Europe pourrait bientôt leur emboîter le pas, assorti peut-être d'un deuxième cycle d'assouplissement quantitatif.

Les taux longs baissant plus rapidement encore que les taux directeurs, les courbes de rendement ont tendance à s'inverser – typiquement le signe précurseur d'un retournement de cycle. Les craintes de récession s'intensifient donc, même si la validité de cet indicateur dans ce "nouveau" cadre de taux négatifs est discutable.

Mais les questions plus importantes concernent la marge de manœuvre future des banques centrales et les munitions dont elles disposeront encore lorsque la prochaine récession finira par frapper. À cet égard, la théorie monétaire moderne a récemment fait parler d'elle, pas toujours de manière positive. Dans ses grandes lignes, la MMT soutient une création illimitée de monnaie pour financer les dépenses publiques. Elle considère qu'un déficit important n'est pas

problématique, dans la mesure où un gouvernement ne peut pas être amené à faire défaut sur une dette libellée dans sa propre devise. La banque centrale sera toujours là pour en imprimer davantage !

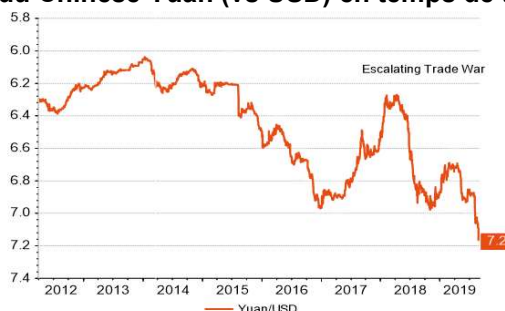
Ce qui nous amène à la gestion des devises. Le président Trump vient d'accuser la Chine de manipuler son taux de change, qui a franchi le seuil symbolique de 7 renminbis pour un dollar – quelques jours seulement après que lui-même ait annoncé des tarifs douaniers supplémentaires sur les importations en provenance de Chine. Que les autorités chinoises utilisent leur monnaie comme arme dans le conflit commercial semble corroboré par le constat que l'excédent commercial du pays (sur un plan global mais aussi avec les États-Unis) a augmenté cette année.

Dans d'autres cas, les mouvements de devises sont clairement de nature involontaire, qu'il s'agisse de l'appréciation du CHF ou du JPY, tous deux "victimes" des incertitudes croissantes (en vertu de leur statut de valeurs refuge), ou de la dépréciation de la livre sterling, sur fond de feuilleton Brexit. Gérer la devise n'est peut-être pas la priorité habituelle des banques centrales, mais les autorités monétaires sont de plus en plus souvent appelées à intervenir, de manière même très énergique aux États-Unis.

En conclusion, et du point de vue de l'investisseur, identifier le gagnant d'une guerre des changes est loin d'être facile, surtout si l'on tient compte du conflit commercial et des tensions géopolitiques actuelles. Cependant, qu'il s'agisse de la Chine ou des États-Unis, cette «course vers la bas» devrait durer un certain temps, pendant lequel l'or devrait être le principal bénéficiaire. Alors attention, la bataille est loin d'être terminée et vous feriez mieux de rester dans vos *valeurs refuges*.

Graphique du Mois

Niveau extrême du Chinese Yuan (vs USD) en temps de tensions commerciales



Stratégie Globale

La Roulette Américaine

- Contexte chahuté, mais pas de véritable guerre commerciale ni récession mondiale en vue
- Indicateurs avancés : faiblesse manufacturière vs. services & consommation toujours solides
- Guerre commerciale et manque de visibilité – Positionnement *tout-terrain* privilégié

Notre scénario macroéconomique mondial est globalement inchangé. Dans ce contexte chahuté, nous restons prudents mais constructifs pour le reste de l'année, n'anticipant toujours pas d'escalade en véritable guerre commerciale, ni de récession mondiale – mais plutôt une stabilisation progressive des données industrielles. Certes, les risques ont (encore) augmenté, mais un certain équilibre nous semble toujours prévaloir entre, d'une part, l'affaiblissement conjoncturel mondial, le risque de baisse des bénéfices et les incertitudes géopolitiques et, d'autre part, les tendances favorables dans la consommation et les services ainsi que, surtout, l'attitude ultra-accommodante des banques centrales. La reprise des discussions sur des mesures de relance budgétaire potentielles (en Allemagne et Chine notamment) pourrait également soutenir les actifs risqués.

Au niveau des portefeuilles, nous maintenons un positionnement *tout-terrain*, c'est-à-dire une allocation neutre aux actions (dans le bas de la fourchette) avec des protections (options de vente) mises en place le mois dernier pour préserver une partie des gains réalisés depuis le début de l'année tout en tirant parti des faibles niveaux de volatilité. Pour l'heure nous recommandons de maintenir ces protections jusqu'en fin d'année, mais entendons rester opportuniste en matière de prise de bénéfices, si la volatilité ou des indicateurs de marché « contrarians » devaient fournir des signaux forts.

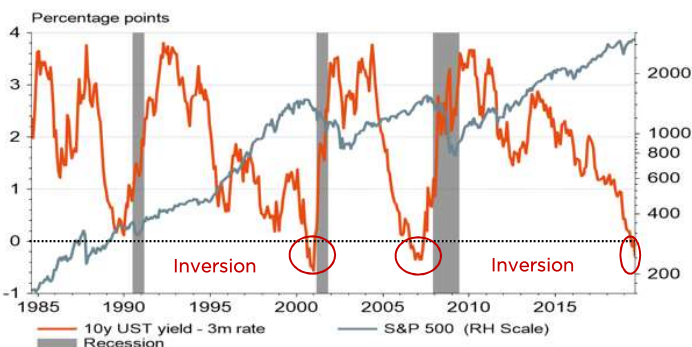
S'agissant des actions, bien que les « gains faciles » de 2019 soient derrière, nous n'entrevoions pas de correction majeure. La volatilité est certes appelée à perdurer, vu les craintes grandissantes de récession induite par le différend commercial, l'accentuation des tensions

géopolitiques, les attentes élevées quant aux actions des grandes banques centrales, et les signaux économiques contradictoires. Pour autant, les politiques monétaires de plus en plus accommodantes, conjuguées aux moindres révisions bénéficiaires (anticipations de croissance déjà abaissées), à des valorisations correctes (prime de risque actions attrayante) et au positionnement défensif des investisseurs, devraient soutenir les marchés. Dans l'ensemble, nous recommandons toujours de favoriser les actifs de qualité défensifs (FCF solide, bilan solide, ROE élevé) et de croissance à long terme, sans paris tactiques majeurs.

Après avoir déjà ajusté notre positionnement le mois dernier (en réduisant, par exemple, les obligations d'État de l'UE), nous restons prudents à l'égard du segment obligataire, compte tenu du récent rallye et de l'ampleur du montant de dette à rendement négatif. Nous recommandons toujours une approche *barbell*, combinant actifs défensifs (de meilleure qualité et plus longue durée) et obligations émergentes (pour le portage).

Enfin, nous continuons de penser que les valeurs « refuge » traditionnelles que sont l'or, le CHF ou le JPY nous aideront à mieux naviguer les routes sinueuses de 2019. Nous y avons même légèrement augmenté notre exposition récemment, reconnaissant un risque baissier accru sur notre scénario macroéconomique central. De fait, tout comme les bons du Trésor américain (et d'autres obligations d'État sûres), ces actifs ont figuré parmi les rares à vraiment résister durant les périodes difficiles plus tôt dans l'année. A ce titre, ils méritent de continuer de faire partie intégrante de notre allocation équilibrée.

Courbe Des Taux US (10a-3m) & Récessions



Prime de Risque Actions US (3 ans)

