

FFG

FORUM FINANCE GROUP

1994



PERSPECTIVES
D'INVESTISSEMENT 2017
ANALYSE SEMESTRIELLE
ET PRÉVISIONS

JUILLET 2017

SOMMAIRE

SYNTHÈSE	1-2
L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE	2-4
CONDITIONS FINANCIÈRES	4-7
MARCHÉS FINANCIERS	8-9
PERSPECTIVES DES MARCHÉS	9-10
ALLOCATION D'ACTIFS POUR LE 2 ^e SEMESTRE 2017	11-12

SYNTHÈSE

Cette publication semestrielle s'articule en trois parties. Nous réexaminons tout d'abord les attentes que nous avons formulées en janvier. Nous analysons ensuite plusieurs indicateurs économiques clés. Enfin, nous présentons l'allocation d'actifs recommandée pour le second semestre 2017.

Nous avons augmenté notre allocation aux actions début 2017

Anticipant de bonnes perspectives macroéconomiques et actions pour 2017, nous avons accru l'allocation aux actions en début d'année pour positionner les portefeuilles de façon dynamique. Nous prévoyions alors également qu'une accélération de la croissance bénéficiaire à l'échelle mondiale soutiendrait les cours des actions, ce qui a effectivement été le cas au premier semestre.

De même, nous avons réaffirmé notre conviction forte vis-à-vis des marchés émergents et l'exposition aux actions mondiales définie en début d'année était bien diversifiée d'un point de vue régional. Nous avons augmenté depuis nos allocations aux actions européennes et émergentes. Les fonds alternatifs ont suscité des inquiétudes après une performance décevante en 2016. Cependant, les différents fonds auxquels nous sommes exposés ont été nettement mieux orientés ce semestre et ils ont contribué à la solide performance des portefeuilles.

La croissance économique mondiale n'a pas été ébranlée par une actualité politique et géopolitique dense sur la période

Toutes les régions connaissent une embellie et, pour une fois, cette progression correspond aux attentes. Contrairement aux années précédentes, les prévisions de croissance ont été revues à la hausse un peu partout. Les acteurs économiques sont confiants et aussi bien les investissements que les échanges commerciaux remontent après avoir touché des points bas. En Europe, plusieurs grands rendez-vous électoraux étaient susceptibles de compromettre le projet communautaire. Néanmoins, les candidats populistes ne sont pas parvenus à battre leurs adversaires pro-européens favorables à une plus grande

intégration. L'élection d'Emmanuel Macron à la présidence de la République française ouvre la voie à des réformes importantes en France. L'unité européenne devrait par ailleurs s'en trouver renforcée, d'autant plus qu'en parallèle, la croissance économique dans la zone euro surprenait à la hausse. L'administration Trump continue à faire régulièrement la une de l'actualité. Elle peine toutefois à mettre en place la nouvelle loi sur le système de santé et les réformes de relance promises pendant la campagne présidentielle. Les marchés d'actions américains ont bien résisté jusqu'ici à ces contretemps, aussi décevants soient-ils.

Les principales banques centrales attendent toujours une hausse de l'inflation

La Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne ont suivi des politiques monétaires divergentes ces dernières années, et ce pour différents motifs. Si la BCE est restée très accommodante, la Fed a durci le ton. D'une part, elle a accéléré le rythme des hausses des taux d'intérêt ; d'autre part, elle a annoncé une série de mesures pour réduire son bilan. Les deux banques centrales s'accordent toutefois sur un point : l'absence d'inflation inscrite dans la durée. C'est l'un des indicateurs qui tardent à repartir ces dernières années. À ce stade, la Fed semble plus confiante concernant un éventuel alignement de l'inflation sur le taux d'inflation cible. En effet, les pressions auxquels sont soumis les salaires entraînent finalement une hausse des prix. L'autorité monétaire américaine estime donc pouvoir procéder à une normalisation de sa politique. Pour sa part, malgré un reflux des risques politiques et une conjoncture économique favorable, la BCE fait toujours montre de prudence. Les chiffres de l'inflation resteront sous surveillance au second semestre puisqu'ils serviront à orienter les politiques monétaires à venir.

Nous restons disposés à prendre des risques

Le contexte macroéconomique mondial favorable et la saison des résultats qui s'annonce prometteuse stimulent notre appétit pour le risque. La surpondération des actions est d'ailleurs le principal moteur de la performance

du portefeuille. Malgré les inquiétudes suscitées par les valorisations élevées de la plupart des classes d'actifs, résultat de politiques monétaires sans précédent, la prudence ne nous semble pas encore de mise. En effet, les cours des actions sont désormais soutenus par une accélération de la croissance bénéficiaire, et non plus par les seules injections massives de liquidité et l'anticipation d'une progression de la croissance. Enfin, les marchés ne se montrent pas encore euphoriques, un comportement

habituellement observé à la fin d'un cycle haussier. De ce fait, nous restons surexposés aux actions.

La section suivante de cette publication semestrielle évalue l'environnement macroéconomique et les conditions financières à ce stade, à partir de plusieurs indicateurs clés qui nous servent de marqueurs. Nous ferons tout d'abord le point sur la rentabilité des différentes classes d'actifs au premier semestre avant de présenter nos prévisions pour le marché et notre allocation d'actifs.

L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

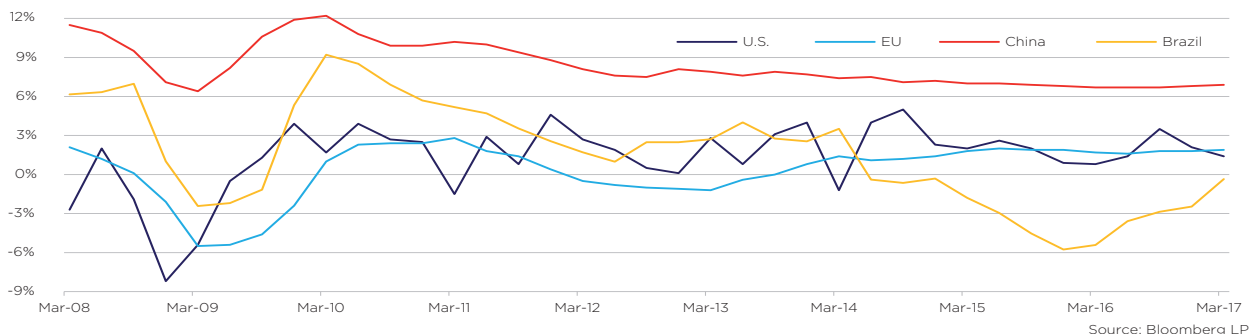
CROISSANCE ÉCONOMIQUE MONDIALE

La croissance économique est généralisée et devrait légèrement s'améliorer

L'activité économique mondiale s'est accélérée au premier semestre 2017 et, contrairement aux années précédentes, les prévisions n'ont pas été revues à la baisse. La croissance mondiale est estimée à 3,5% en 2017 et à 3,6% en 2018 tant par l'OCDE que par le FMI ; elle était de 3% en 2016. La croissance a été plus homogène dans les différentes régions et le redressement de l'activité industrielle est allé de pair avec un redémarrage des échanges commerciaux mondiaux, après deux ans d'apathie. La Banque mondiale prévoit une augmentation de 4% des volumes du

commerce mondial en 2017, contre 2,5% en 2016, et ce malgré les incertitudes croissantes qui planent sur la politique commerciale américaine depuis l'élection de Donald Trump. Les investissements ont également progressé du fait d'un regain de confiance et d'un climat des affaires plus porteur. Les indices relatifs au sentiment du marché ont globalement signalé un niveau d'activité robuste et, aux États-Unis notamment, ils semblent avoir touché un point haut. Les cours des matières premières toujours faibles, de profondes modifications des politiques commerciales et l'absence de progrès des politiques de relance américaines sont quelques-uns des facteurs les plus patents susceptibles d'entamer l'optimisme ambiant.

Croissance du PIB



L'économie américaine a une nouvelle fois manqué d'allant au premier trimestre (taux de croissance annualisé du PIB : 1,4%). Une amélioration est toutefois attendue sur les trimestres à venir, même si des réductions d'impôts et un programme d'investissement en infrastructures semblent moins probables. Dans la zone euro, l'activité

économique a été plus soutenue que prévu et cette tendance semble s'inscrire dans la durée. Dans les grandes économies en développement, la croissance continue à décélérer graduellement en Chine, tandis que des pays comme le Brésil et la Russie connaissent une embellie.

UNE CONJONCTURE FAVORABLE POUR L'ÉCONOMIE DE LA ZONE EURO... BEAUCOUP MOINS POUR LE ROYAUME-UNI

Début 2017, un climat d'incertitude s'était installé dans la zone euro dans l'attente des élections législatives qui devaient se tenir au printemps aux Pays-Bas et en France (précédées, dans ce pays, de présidentielles). Les électeurs allemands, quant à eux, seraient appelés à se rendre aux urnes dans le courant de l'année. Pour résumer, les partis populistes n'ont pas réussi à devancer leurs adversaires pro-européens et, à un moment où l'économie repartait déjà à la hausse, ces résultats ont accru la confiance à l'égard de la zone euro. L'ascension fulgurante d'Emmanuel Macron à la présidence de la République française s'est accompagnée d'une majorité écrasante de son jeune parti, « La République en Marche ! » aux élections législatives. Il devrait disposer ainsi des appuis suffisants pour mettre en place les réformes nécessaires en France, tout en insufflant, en parallèle, de la vigueur au projet européen aux côtés de l'Allemagne, son principal allié. Pour les marchés financiers, cet épisode politique a redoré le blason de la région auprès des investisseurs internationaux et s'est traduit par une forte demande pour les actifs européens, principalement pour les actions, l'euro et la dette souveraine des États périphériques.

Au Royaume-Uni, en revanche, le chemin qui doit mener au « Brexit » est décidément parsemé d'embûches. La décision de la Première ministre Theresa May de convoquer des élections législatives surprises pour consolider son mandat en vue de la procédure de sortie de l'Union européenne s'est avérée contre-productive puisque son parti a perdu sa majorité absolue. Un an après la décision du Royaume-Uni de quitter l'Union européenne, le pays ne se positionne toujours pas clairement dans les négociations. Et puis, les projets initiaux de Theresa May en faveur d'une séparation propre et nette du marché unique et de l'union douanière ont été emportés dans la tourmente. Il est impossible, à ce stade, de prédire quel type d'accord sera trouvé et à quoi les futures relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne ressembleront. Sur le plan économique, un ralentissement de la croissance britannique est attendu. En effet, la consommation des ménages devrait pâtir d'une diminution des revenus réels. La situation actuelle accroît également les incertitudes pour les banques et les entreprises britanniques qui souhaitent continuer à accéder au marché unique européen des biens et des services.

LE FMI REVOIT À LA BAISSÉ LES PERSPECTIVES DES ÉTATS-UNIS

Contrastant avec l'optimisme affiché à l'égard des économies européennes et émergentes, l'économie américaine a perdu de son élan. Elle n'est pas parvenue à renouer avec les niveaux élevés de confiance des ménages et des entreprises enregistrés après l'élection de Donald Trump. Les indices relatifs au sentiment du marché étaient alors stimulés par les promesses de campagne concernant le remplacement de la loi Obamacare sur l'assurance-santé, des réductions d'impôt, une augmentation des dépenses d'infrastructures et la déréglementation de l'économie. Les difficultés rencontrées par l'administration Trump, ne serait-ce que pour avancer sur cette voie, ont pesé sur les perspectives de croissance. Il est peu

probable que l'objectif de 3 % qui a été fixé soit atteint. Le Fonds monétaire international a récemment abaissé ses prévisions de croissance pour les États-Unis à 2,1% (contre 2,3% en avril), sans escompter les effets d'éventuelles réformes fiscales. Le FMI a déclaré que « les États-Unis avaient des difficultés à s'adapter à des tendances comme les mutations à l'œuvre sur le marché du travail, liées à l'évolution de la technologie, à une faible croissance de la productivité et au vieillissement de la population ». Cette révision à la baisse des perspectives du FMI a surtout pénalisé le dollar américain et les rendements des bons du Trésor. Ils s'inscrivaient jusqu'à tout récemment continuellement en repli.

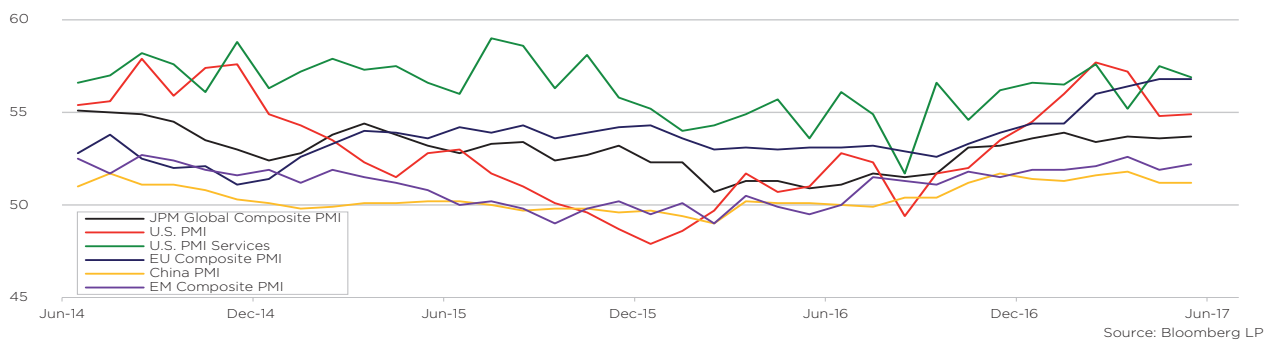
UN INDICATEUR AVANCÉ

La zone euro, première de la classe dans les pays développés

La croissance économique mondiale est restée très dynamique au premier semestre 2017. C'est ce qu'il ressort des indices des directeurs d'achat (indices PMI), attentivement surveillés, même si les derniers indicateurs publiés ont abandonné les points hauts relevés en

début d'année. Parmi les quatre grandes économies développées, la zone euro s'est distinguée et la croissance pourrait bien continuer à surprendre à la hausse. En revanche, l'économie américaine a crû à un rythme plus modéré que fin 2016. Autre évolution importante à signaler : le redémarrage des marchés émergents, dont la croissance s'est globalement accélérée pour la première fois en six ans.

Indices des directeurs d'achat



Le graphique ci-dessous montre que l'indice PMI de la zone euro a été le plus robuste. Il a signé son meilleur résultat trimestriel sur six ans, bien que le dernier chiffre publié traduise un glissement depuis mai, quoique minime. L'indice PMI des marchés émergents a atteint 52,6 en mars (un plus

haut sur 31 mois), après une remontée franche depuis les niveaux de quasi-stagnation observés l'année précédente. L'économie américaine a clôturé le deuxième trimestre légèrement en repli. Les chiffres officiels du PIB devraient cependant progresser après un début d'année atone.

CONDITIONS FINANCIÈRES

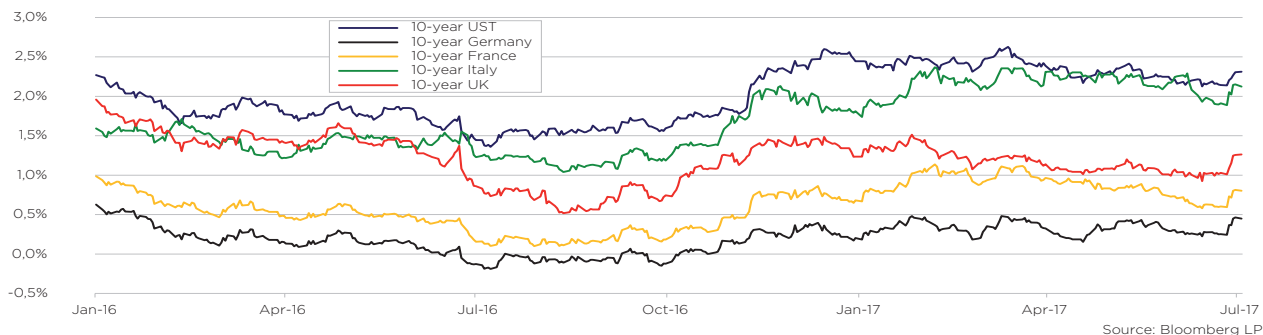
LA FIN D'UN CYCLE MONÉTAIRE ?

Changement de cap en vue pour la BCE

Si les politiques monétaires des principales banques centrales restent très accommodantes, un point d'inflexion semble proche. Le cycle monétaire devrait amorcer finalement une phase de normalisation. C'est la Réserve fédérale qui ouvre la voie, l'économie américaine étant à un stade plus avancé du cycle de crédit. Sur fond d'activité économique robuste et de reflux des risques politiques, la BCE laisse à présent sous-entendre – avec la plus grande prudence – l'amorce prochaine d'un retrait progressif de

certaines de ses mesures extrêmement accommodantes. Le Président de la BCE Mario Draghi s'est montré plus confiant dans la reprise de la zone euro et a souligné le caractère temporaire des facteurs pesant sur l'inflation. Les taux d'intérêt à court terme devraient rester négatifs pendant encore un certain temps, mais l'annonce d'une réduction du programme d'assouplissement quantitatif est désormais largement attendue par les marchés pour septembre.

Les rendements obligataires restent bas... mais devraient augmenter d'ici la fin de l'année



Après une hausse en début d'année, les rendements de la dette souveraine des pays du G-7 ont eu tendance à reculer alors que les attentes d'inflation diminuaient progressivement. Malgré le durcissement de ton de la Réserve fédérale et l'embellie dans la zone euro, les rendements des emprunts d'État n'ont pas beaucoup progressé. Ils ont toutefois enregistré un pic vers la fin juin suite aux commentaires moins accommodants du Président de la BCE Mario Draghi et du gouverneur de la Banque d'Angleterre Mark Carney. La baisse des

rendements de la dette souveraine française et des États périphériques européens s'explique par le reflux des risques politiques et un regain d'appétit pour les actifs européens. En revanche, les rendements des Treasuries et des Bunds à long terme reflètent la prudence des investisseurs. Cette évolution des rendements obligataires contraste avec l'optimisme des marchés d'actions. Elle dénote également, alors que beaucoup ne partagent pas la conviction de la Fed quant à une baisse récente de l'inflation qui ne serait que temporaire et réversible.

TAUX D'INTÉRÊT ET INFLATION

TAUX D'INTÉRÊT

Une hausse des taux directeurs semble peu probable

Hormis les États-Unis, où le taux d'intérêt de référence a désormais été relevé à quatre reprises pour s'établir dans une fourchette de 1 à 1,25%, les taux d'intérêt à court terme dans la plupart des grandes économies demeurent à des niveaux historiquement bas. À ce stade, leurs banques centrales sont encore très réticentes à les augmenter, même si leur rhétorique récente a été interprétée comme moins accommodante. Si la BCE semble s'orienter de plus en plus vers une position légèrement moins accommodante, les marchés prévoient que la première hausse de son taux de rémunération des dépôts interviendra au plus tôt au deuxième trimestre 2018 (il est actuellement négatif, à - 0,4%). Et la situation est plus délicate pour l'autorité monétaire britannique, qui tente d'équilibrer risques d'inflation plus élevés et ralentissement attendu de la croissance. Une semaine seulement après avoir

déclaré qu'il était prématuré de parler d'un relèvement imminent des taux d'intérêt, le gouverneur de la Banque d'Angleterre Mark Carney a admis qu'un retrait partiel des mesures de relance pouvait être nécessaire. La Banque du Japon, quant à elle, ne semble pas prête de modifier sa politique, pour l'heure extrêmement accommodante.

La Réserve fédérale américaine semble déterminée à normaliser sa politique

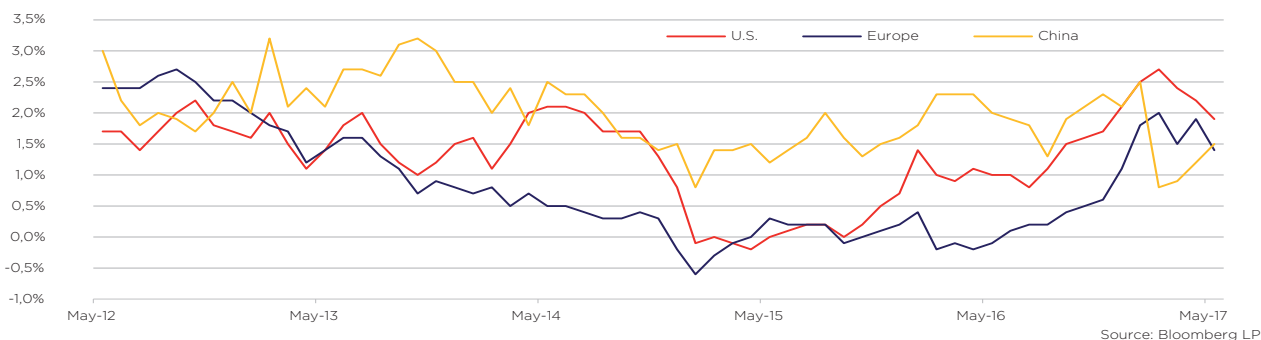
La Réserve fédérale a abandonné son approche d'extrême prudence au profit d'une normalisation de sa politique. Elle s'est d'ailleurs montrée plus déterminée au premier semestre de cette année. Après les hausses isolées de ses taux directeurs en 2015, puis en 2016, la banque centrale américaine a accéléré le pas. Ainsi en 2017, elle a déjà procédé à deux relèvements et indiqué qu'une nouvelle hausse était prévue. Les marchés financiers sont néanmoins sceptiques quant à sa capacité à pouvoir augmenter une nouvelle fois

les taux en 2017 du fait de l'absence apparente de pressions inflationnistes. La banque centrale américaine a également déjà annoncé le programme détaillé pour la mise en œuvre prévue du durcissement de l'assouplissement quantitatif, qui passe par une réduction progressive de son bilan.

La Banque du Japon reste très accommodante

Contrairement à ses consœurs, la Banque du Japon n'a pas fait savoir jusqu'ici qu'elle envisageait un quelconque retrait des mesures de relance, dont la limite de 0 % des rendements des emprunts d'État à 10 ans. Son programme d'assouplissement quantitatif reste donc entièrement en vigueur.

L'inflation dans le monde

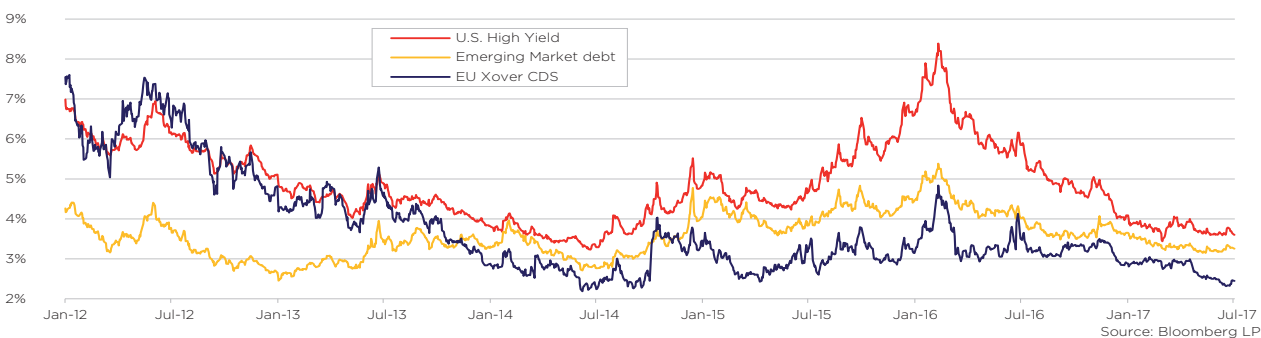


Après une période où les niveaux d'inflation semblaient enfin pouvoir atteindre les objectifs des banques centrales, les derniers chiffres publiés ont déçu. L'effet du renchérissement du pétrole depuis ses points bas de 2016 appartient déjà au passé et, aux États-Unis, les pressions liées à un marché du travail tendu ne sont pas encore visibles. L'indicateur préféré de la Réserve fédérale, l'Atlanta Fed's Wage Growth

Tracker, s'est établi entre 3,5% et 4% sur les six derniers mois et la banque centrale américaine considère toujours que la hausse des salaires entraînera tôt ou tard une hausse des prix. La BCE a également soutenu que les facteurs qui pesaient sur l'inflation étaient essentiellement temporaires, la banque centrale pouvant regarder au-delà du niveau actuellement faible de l'inflation.

SPREADS OBLIGATAIRES

Spreads sur les dettes des marchés émergents et à haut rendement



Les spreads des emprunts d'État des marchés émergents par rapport aux Treasuries se sont resserrés au premier semestre 2017, tout comme les spreads des obligations d'entreprises par rapport à la dette

souveraine du pays concerné. Les spreads de crédit ont bénéficié d'une conjoncture marquée par une croissance économique plus soutenue, des fondamentaux de crédit sains, notamment en Europe, et des attentes d'un taux

de défaillance peu élevé. Les ratios de couverture des intérêts sont également solides. Si les spreads sont serrés par rapport aux moyennes historiques, ils n'atteignent pas encore les planchers enregistrés en 2007. Nous n'anticipons pas de resserrement supplémentaire depuis les niveaux actuels, mais

cette classe d'actifs devrait rester bien orientée. La dette émergente se porte bien également grâce à d'importants afflux de capitaux internationaux. En effet, les actifs des marchés émergents sont portés par la reprise économique et par des conditions favorables liées au dollar et aux taux d'intérêt américains.

CONCLUSIONS CONCERNANT L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE ET LES CONDITIONS FINANCIÈRES

Les principales banques centrales semblent admettre qu'il est bientôt temps de retirer en partie leurs mesures de relance monétaire. Réaction des investisseurs : ils ont récemment poussé les rendements de la dette souveraine à la hausse. Les autorités monétaires veilleront, néanmoins, à éviter de provoquer des ondes de choc sur les marchés financiers. Elles se montreront très prudentes après une longue période de politiques monétaires ultra-accommodantes, auxquelles les marchés de capitaux étaient habitués.

Les conditions financières sont très encourageantes. Les obligations d'entreprises et la dette des marchés émergents bénéficient, en effet, de fondamentaux sains et d'anticipations de taux de défaillance minimales. Les entreprises ont facilement accès au refinancement à des conditions favorables et la tendance est haussière également pour la croissance du crédit. De surcroît, les perspectives sont rassurantes pour le secteur bancaire

européen. Des solutions sont à l'œuvre pour remédier aux difficultés traversées par certaines banques, notamment italiennes.

Un cycle de croissance mondiale synchronisée et les niveaux optimistes de confiance des entreprises et des ménages sont autant de facteurs qui contribuent à un contexte économique favorable. Il est trop tôt pour anticiper une quelconque récession et le regain d'optimisme en Europe, de même que l'embellie sur les marchés émergents contribuent à un plus grand équilibre de l'économie mondiale. C'est l'activité américaine qui, une fois n'est pas coutume, suscite des doutes grandissants, d'autant que les États-Unis sont plus avancés dans le cycle économique et qu'ils sont, par ailleurs, en proie à de nombreuses incertitudes concernant la mise en œuvre de réformes expansionnistes maintes fois vantées.

MARCHÉS FINANCIERS

	Fin 2016	Mai 2017	Juin 2017	Mois en cours	2017
ACTIONS					
S&P 500	2238.8	2411.8	2423.4	+ 0.5%	+ 8.2%
Euro Stoxx 50	3290.5	3554.6	3441.9	- 3.2%	+ 4.6%
MSCI EM	862.3	1005.3	1010.8	+ 0.5%	+ 17.2%
OBLIGATAIRE					
US Treasuries	2.44%	2.20%	2.31%	+ 11bps	- 13bps
Bund 10 ans	0.20%	0.30%	0.47%	+ 17bps	+ 27bps
UE BBB	1.30%	1.40%	1.56%	+ 16bps	+ 26bps
MARCHÉS DES CHANGES					
EUR/USD	1.052	1.124	1.143	+ 1.7%	+ 8.7%
USD/CHF	1.019	0.968	0.958	- 1.0%	- 6.0%
EUR/CHF	1.072	1.088	1.095	+ 0.6%	+ 2.1%
USD/JPY	116.9	110.8	112.4	+ 1.4%	- 3.8%
GBP/USD	1.234	1.289	1.303	+ 1.1%	+ 5.6%
MATIÈRES					
Indice CRB	192.5	179.8	174.8	- 2.8%	- 9.2%
Pétrole, WTI	\$ 53.7	\$ 48.3	\$ 46.0	- 4.8%	- 14.3%
Or	\$ 1152	\$ 1269	\$ 1242	- 2.1%	+ 7.8%

Un environnement favorable pour les marchés d'actions

Le premier semestre 2017 a été une période très favorable pour les marchés d'actions mondiaux, comme en témoigne la hausse de 7% de l'indice MSCI World en devises locales. Les marchés émergents ont sensiblement surperformé en l'absence de concrétisation de la hausse des taux d'intérêt, de l'appréciation du dollar et des mesures protectionnistes aux États-Unis. Au lieu de cela, les investisseurs internationaux ont été attirés par les valorisations moins élevées des actions émergentes et par une saison des résultats prometteuse. Les actions européennes ont commencé l'année timidement. Puis, elles n'ont cessé de monter, portées par une activité économique dynamique, un reflux des risques politiques et la publication de bénéfices supérieurs aux attentes. Les actions américaines, quant à elles, ont atteint des points hauts historiques, qui s'expliquent toutefois surtout par la bonne tenue de quelques grandes valeurs technologiques. Le marché boursier n'a pas prêté attention aux déceptions liées

à la politique de l'administration Trump, dès lors que les opérations réalisées au lendemain des élections américaines ont été pour la plupart dénouées.

Les marchés obligataires ont été mieux orientés que prévu

L'opinion du consensus selon laquelle les rendements obligataires étaient plus susceptibles de continuer à monter a une nouvelle fois été contredite par les mouvements sur les marchés. Tandis que les rendements de la dette souveraine des grands marchés européens ont monté sur fond de dynamisme de l'économie de la zone euro et de dissipation du risque politique, les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont chuté de 0,13%, à 2,31%, malgré la décision de la Réserve fédérale de relever ses taux directeurs en mars et en juin. Ce recul des rendements s'explique par des attentes d'inflation revues à la baisse, la mise en œuvre de plus en plus improbable de politiques de relance par l'administration Trump et le scepticisme des marchés

concernant la capacité de la Fed à relever une nouvelle fois ses taux cette année. Les obligations d'entreprises et la dette souveraine émergente ont bien performé. Pour cause, les investisseurs sont toujours en quête d'actifs générateurs de revenus.

Le dollar s'est affaibli, tandis que l'euro a bénéficié d'un regain de confiance

Sur le marché des changes, la faiblesse du dollar et la surperformance de l'euro ont été les grandes tendances. La vigueur du dollar fin 2016, dans le sillage de l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis, a pris fin en 2017 et le positionnement extrêmement long en dollar a été progressivement défait. Ce renversement de tendance s'explique principalement par la baisse des rendements des bons du Trésor américain et par l'absence de progrès du côté des réformes. En parallèle, l'euro est revenu en grâce auprès des investisseurs du fait d'une croissance économique plus solide dans la zone euro et suite aux résultats favorables des élections à haut risque aux Pays-Bas et en France. Enfin, la livre

sterling a été l'une des devises les plus volatiles. Elle a, une nouvelle fois, été pénalisée par les négociations sur le « Brexit ». Par ailleurs, le résultat surprenant des élections législatives au Royaume-Uni, où le parti de la Première ministre Theresa May a perdu sa majorité absolue, a également pesé.

Les cours de la plupart des matières premières ont été sous pression

Les cours de la plupart des matières premières ont fléchi depuis fin février. Malgré la dépréciation du dollar – historiquement un facteur de soutien –, les matières premières ont souffert au premier semestre 2017 et les exportateurs de pétrole ont été tout particulièrement malmenés. Le prix du baril de brut WTI a dégringolé de plus de 15% par rapport à son niveau de début d'année, et ce malgré la décision des pays membres et non membres de l'OPEP de prolonger la réduction de la production jusqu'en mars 2018. En revanche, l'or s'est apprécié de près de 8%. Ont joué des taux d'intérêt réels bas et un dollar plus faible.

PERSPECTIVES DES MARCHÉS

L'environnement économique est favorable aux actifs à risque

L'amélioration de l'environnement macroéconomique se poursuit sous la forme d'une croissance mondiale synchronisée et d'un reflux des risques politiques en Europe. Malgré la déception suscitée par le rythme des réformes expansionnistes aux États-Unis, l'essor économique en Europe, au Japon et dans la plupart des pays émergents, d'une part, et des résultats des sociétés très satisfaisants, d'autre part, ont représenté les principaux soutiens pour les actifs à risque. La Réserve fédérale a relevé ses taux à deux reprises en 2017 et a déjà annoncé des mesures destinées à réduire son bilan. Toutefois, le durcissement de sa politique monétaire doit être envisagé comme très progressif. La BCE usera d'une grande prudence également dans l'optique du retrait d'une partie de sa politique extrêmement accommodante.

Nous maintenons une allocation d'actifs dynamique

Des fondamentaux économiques robustes, une croissance bénéficiaire prononcée, une inflation modérée, des politiques monétaires toujours accommodantes et une faible volatilité sont autant de facteurs qui soutiennent une exposition au risque des portefeuilles. Malgré les inquiétudes suscitées par les valorisations élevées de la plupart des classes d'actifs, résultat de politiques monétaires sans précédent, la prudence ne nous semble pas de mise pour l'instant. En effet, les cours des actions sont enfin soutenus par une hausse des bénéfices, et non plus par les seules injections massives de liquidité et l'anticipation d'une progression de la croissance mondiale. La contribution positive des fonds alternatifs depuis janvier a également de quoi rassurer. Elle peut être attribuée en partie au retour d'un environnement dans lequel les facteurs fondamentaux priment sur les tentatives pour prévoir l'issue d'événements pour lesquels deux scénarios sont possibles.

TITRES DE CRÉANCE

Nous restons sous-exposés aux titres de créance, pour lesquels nous anticipons une hausse progressive des rendements

Notre principal scénario prévoit une augmentation des rendements de la dette souveraine des pays du G-7 d'ici fin 2017 en réponse à l'amorce d'une normalisation de la politique monétaire de la Réserve fédérale et de la Banque centrale européenne ou, tout au moins, à leur intention de retirer une partie de leurs politiques ultra-accommodantes. Certes, nous pensons que la hausse des rendements interviendrait plus tôt. Les marchés pourraient

donc actuellement sous-estimer l'inflation future et la détermination de la Fed à relever à nouveau ses taux directeurs cette année et à entamer la normalisation de son bilan. D'après nous, les actions et les fonds alternatifs offrent de meilleures perspectives de rendement, ce qui explique notre sous-exposition aux titres de créance. Dans l'univers obligataire, nous sommes principalement exposés aux obligations d'entreprises, aux obligations à haut rendement, aux prêts et aux obligations convertibles. Nous restons également exposés aux stratégies de crédit flexibles, dont la gestion du risque de durée et l'allocation tactique de capital au sein de différents segments de crédit.

ACTIONS

Les actions sont, d'après nous, bien orientées

Nous avons accru notre allocation aux actions en début d'année et demeurons surexposés à cette classe d'actifs qui devrait rester bien orientée grâce à un environnement macroéconomique propice, des conditions financières favorables et une solide croissance bénéficiaire. Certes, les valorisations ne sont pas particulièrement bon marché, mais elles ne sont pas non plus excessives. Au final, elles demeurent franchement plus attractives que celles des titres de créance. En outre, les marchés de capitaux ne se montrent pas encore euphoriques, un comportement habituellement observé à la fin d'un cycle haussier.

Nous sommes d'avis que la plus grande confiance des investisseurs concernant les actions européennes est pleinement justifiée et que les flux de capitaux internationaux seront un soutien supplémentaire. Les risques politiques se sont largement dissipés et les entreprises semblent plus disposées à relancer l'investissement. De même, elles tentent d'accroître les prix à la production. Les cours des actions devraient bénéficier de ces facteurs. Les actions des marchés émergents ont surperformé depuis le début de l'année et ce segment du marché conserve tout son attrait. Les perspectives sont favorables également pour les actions japonaises. Ainsi de nombreux facteurs soutiennent la hausse des cours, comme la refonte de la gouvernance d'entreprise et la rentabilité accrue des entreprises nippones, pour n'en citer que deux.

MARCHÉ DES CHANGES

La volatilité sur le marché des changes devrait être modérée

L'importante rotation depuis un positionnement extrêmement long sur le dollar réduit vraisemblablement le risque de toute dépréciation significative supplémentaire, surtout face à l'euro. Le retour escompté de l'inflation pourrait amener les investisseurs à croire davantage à l'orientation politique de la

Réserve fédérale, ce qui donnerait une plus grande stabilité au billet vert au second semestre 2017. Nous recommandons toujours d'éviter le risque lié à la livre sterling et escomptons un renforcement de la parité USD/JPY. Pour le franc suisse, nous prévoyons un léger affaiblissement par rapport à la parité actuelle de 1,095 franc pour 1 euro en raison du net regain de confiance vis-à-vis de la monnaie unique et de la tournure anticipée de la politique de la BCE.

ALLOCATION D'ACTIFS POUR LE 2^E SEMESTRE 2017

TRÉSORERIE (6%)

Neutre

L'allocation en trésorerie est proche de ses niveaux du début d'année. Comme nous avons renforcé l'exposition aux actions des portefeuilles en début d'année, et de ce fait accru le risque du fait de la nature de cette classe d'actifs, l'exposition à la trésorerie est rapidement passée en dessous de 3%. L'exposition actuelle doit être considérée comme étant une position neutre.

TITRES DE CRÉANCE (27%)

Sous-pondération

Avec une allocation totale de 27%, nous restons sous-exposés aux titres de créances. Nous avons modérément accru notre exposition aux obligations de qualité «Investment Grade» avant l'été, une période généralement plus volatile pour les actifs à risque. Notre principal scénario prévoit une augmentation progressive des rendements de la dette souveraine des pays du G-7 et nos principales positions «Investment Grade» correspondent à des obligations souveraines et quasi-souveraines émises par les États les plus solvables, ainsi qu'à des obligations d'entreprises libellées en euro.

Notre allocation aux obligations à haut rendement est neutre et nous sommes investis principalement dans les prêts garantis de premier rang, le haut rendement européen et des fonds à haut rendement à échéance. D'après nous, les fondamentaux du haut rendement européen et des prêts sont un facteur de soutien, même si nous n'anticipons pas de resserrement significatif des spreads depuis les niveaux actuels.

Nous sommes surexposés aux «obligations spécialisées», dont l'allocation reste stable, autour de 10%. Elle se compose d'obligations convertibles et de stratégies obligataires sans contrainte, non benchmarkées et dont le risque de duration fait l'objet d'une gestion active.

ACTIONS (51%)

Surpondération

Nous avons rapidement renforcé notre exposition aux actions en début d'année. Nous avons ouvert de nouvelles positions dans les marchés frontières, les banques européennes et les petites capitalisations américaines. Au premier semestre, nous avons également augmenté notre allocation régionale aux actions européennes par anticipation d'afflux de capitaux internationaux du fait de la dissipation des risques politiques. Contrairement à l'an dernier, nous avons décidé de ne couvrir aucune de nos allocations actions avant les élections qui devaient se tenir aux Pays-Bas, en France et au Royaume-Uni. La performance des portefeuilles en a tiré profit puisque l'issue des scrutins favorable aux Pays-Bas et en France a été bien accueillie par les marchés. Nous sommes surexposés aux actions. En effet, l'environnement actuel nous semble porteur pour cette classe d'actifs. Notre exposition régionale est bien diversifiée. Nous avons une préférence pour l'Europe, le Japon et les marchés émergents.

MATIÈRES PREMIÈRES (0%)

Sous-pondération

Nous évitons toujours d'investir directement dans les matières premières. Nous estimons que les niveaux cumulés de l'offre et de la demande ne constituent pas un contexte très favorable pour les perspectives globales des cours de la plupart des matières premières.

FONDS ALTERNATIFS (16%)

Surpondération

L'allocation aux stratégies alternatives a bien plus porté ses fruits au premier semestre 2017 que sur l'exercice 2016. D'après nous, les difficultés rencontrées par plusieurs de ces stratégies s'estompent. Signalons à ce titre les répercussions des programmes d'assouplissement quantitatif des banques, plusieurs événements politiques pour lesquels deux scénarios sont possibles, ainsi qu'une faible dispersion des rendements actions. Nous restons donc surexposés aux fonds alternatifs et conservons des positions dans les stratégies Global Macro, arbitrage de volatilité, CTA, arbitrage fusions et acquisitions et actions Long/Short.

GRILLE D'ALLOCATION D'ACTIFS 2^E SEMESTRE 2017

La grille suivante s'applique à nos portefeuilles diversifiés en EUR et en USD :

	ALLOCATION	JUILLET 2017
DÉPÔTS À COURT TERME	0 - 20%	6%
TITRES DE CRÉANCE	15 - 55%	27%
Obligations de qualité « Investment Grade »	5 - 45%	8%
Obligations des marchés émergents et à haut rendement	0 - 20%	9%
Obligations spécialisées	0 - 15%	10%
ACTIONS	20 - 60%	51%
Marchés développés	15 - 50%	46%
Marchés émergents	5 - 30%	5%
MATIÈRES PREMIÈRES	0 - 15%	0%
Or physique	0 - 5%	0%
Autres matières premières	0 - 10%	0%
FONDS ALTERNATIFS	0 - 25%	16%
		100%

CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ

The Forum Finance Group S.A. (FFG) est au bénéfice d'une licence de gestionnaire en placements collectifs délivrée par la FINMA et est enregistré auprès de la SEC en tant que conseiller en investissement. Malgré la grande attention que The Forum Finance Group S.A. porte à la justesse des informations diffusées dans ce document, FFG ne peut en aucune façon endosser une quelconque responsabilité quant à l'exactitude, à l'actualité, à la fiabilité et à l'intégralité de ces informations. En aucun cas, notamment en cas de négligence, FFG ne pourra être tenu pour responsable de pertes ou de dommages de quelque nature que ce soit, qu'il s'agisse, entre autres, de dommage direct, indirect ou consécutif, lié à l'accès à ce document et à sa consultation.

L'ensemble du document de FFG est couvert par le droit d'auteur (tous droits réservés). Vous ne pouvez ni reproduire (en tout ou en partie) ni transmettre (électroniquement ou de quelque autre manière) ni modifier, ni utiliser ce document à des fins publiques ou commerciales, ni créer des liens avec celui-ci, sans l'autorisation écrite préalable de FFG. Veuillez-vous référer à notre site Internet www.ffgg.com pour une décharge complète.



FORUM FINANCE GROUP

1994

The Forum Finance Group SA
6 rue de la Croix d'Or — CP 3649 — CH-1211 Genève 3 — T +41 22 311 84 00 — F +41 22 311 84 65

FFGG.COM