

FFG

FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2022  
ANALYSE SEMESTRIELLE ET PRÉVISIONS

JUILLET 2022

## SOMMAIRE

---

SYNTHÈSE	1
L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE	2-3
LES CONDITIONS FINANCIÈRES	4-6
LES MARCHÉS FINANCIERS	7-8
PERSPECTIVES DES MARCHÉS	9-10
ALLOCATION D'ACTIFS POUR LE 2 <sup>e</sup> SEMESTRE 2022	11-12

## SYNTHÈSE

Cette publication semestrielle s'articule en trois parties. Nous reviendrons tout d'abord sur le premier semestre 2022. Nous analyserons ensuite plusieurs indicateurs économiques clés. Enfin, nous présenterons l'allocation d'actifs recommandée pour le deuxième semestre.

### **L'économie tourne brusquement au ralenti et la visibilité fait défaut**

L'économie mondiale connaît un ralentissement. Les prévisions de croissance du PIB du début d'année ont été significativement revues à la baisse. Guerre en Ukraine, confinements en Chine, perturbations des chaînes d'approvisionnement et politiques monétaires restrictives, autant de facteurs qui ont ébranlé l'activité économique et brisé les espoirs d'une reprise post-COVID solide et inscrite dans la durée. L'invasion de l'Ukraine par la Russie est venue exacerber des tensions créées par la pandémie, notamment des goulets d'étranglement en matière d'approvisionnement et le net renchérissement de nombreuses matières premières. Les pressions inflationnistes se révèlent bien plus persistantes qu'anticipé par les banques centrales. La Banque mondiale prévoit désormais une croissance mondiale de 2,9 % seulement en 2022, contre une estimation de 4,1 % il y a six mois. Les difficultés pour l'économie sont encore plus nombreuses qu'escompté en début d'année et les risques de récession continuent à croître.

### **Le durcissement des conditions financières va se prolonger**

Les banques centrales sont revenues il y a peu à une politique franchement plus restrictive. Et les marchés d'anticiper le cycle de resserrement le plus agressif et synchronisé depuis l'ère Volcker au début des années 1980. Elles ont mis du temps à réaliser que leurs prévisions d'inflation étaient manifestement erronées et s'évertuent désormais à se rattraper. Les rendements des obligations souveraines des pays du G-7 ont grimpé à un rythme sans précédent. Une augmentation des rendements était certes anticipée, mais la vitesse du revirement monétaire des banques centrales, Réserve fédérale américaine en tête, a secoué les marchés. En janvier, ceux-ci tablaient seulement sur trois hausses des taux de la Fed de 0,25 % en 2022, pour atteindre 0,75 %. Un mois plus tard, les relèvements à intégrer étaient au nombre de cinq, à 1,25 %, niveau revu à la hausse à 2,5 % dès mars ! Les prévisions actuelles concernant les taux des Fed funds à fin 2022 sont proches de 3,5 % et le taux définitif devrait s'établir à 4 % en 2023. Les marchés ont aussi modifié leurs prévisions concernant la BCE. Aucune hausse des taux directeurs n'était attendue pour 2022 en janvier ; leur chiffre est désormais porté à cinq à la date de rédaction, pour atteindre 1 % fin 2022.

### **Les marchés financiers demeureront vraisemblablement volatils au deuxième semestre**

Le premier semestre 2022 a eu l'effet d'une douche froide pour les marchés d'actions et obligataires. Les sociétés ont enregistré des résultats solides au premier trimestre et les bénéfices à venir semblent prometteurs jusqu'ici. Et pourtant, les actions ont chuté en réponse au durcissement de ton des grandes banques centrales. La détérioration des valorisations, tendance observée depuis fin 2020, s'est poursuivie en 2022, car les résultats en progression s'accompagnent de cours en baisse. Les augmentations des rendements de la dette souveraine se sont accélérées et les spreads de crédit se sont considérablement écartés. Les grands indices obligataires accusent une baisse d'environ 15 %, une chute vertigineuse pour cette classe d'actifs. Les investisseurs doivent constamment revoir leurs attentes concernant la politique des principales banques centrales, d'où une volatilité importante. Compte tenu du degré élevé d'incertitude, liée à une conjoncture économique et géopolitique délicate, les marchés financiers devraient rester volatils à court terme.

### **Le positionnement des portefeuilles est désormais plus défensif**

Notre portefeuille se veut à présent plus défensif. L'allocation en actions est neutre, nous sommes surexposés aux stratégies alternatives et sous-exposés aux actifs à revenu fixe, classe dont le niveau de duration est par ailleurs faible. Pour les portefeuilles non libellés en USD, la position sur le dollar américain a été renforcée, dans une optique défensive. Notre exposition aux actions reste bien diversifiée et certaines stratégies axées sur les valeurs de croissance ont été remplacées par des stratégies plus défensives. Cet arbitrage s'est révélé fructueux à ce stade. Nous estimons que beaucoup de mauvaises nouvelles sont déjà prises en compte et que les marchés sont excessivement déprimés. Dans cette conjoncture, les stratégies plus défensives devraient continuer à surperformer. Il s'agit des sociétés moins exposées aux variations cycliques de l'économie, des actifs réels, du secteur de la santé, des titres « value » et de croissance de qualité. Nous apprécions également la décorrélation des actions des marchés frontières, d'autant que leurs valorisations n'ont rien perdu de leur attrait.

Dans la section suivante, nous analyserons l'environnement macroéconomique et les conditions financières actuelles 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

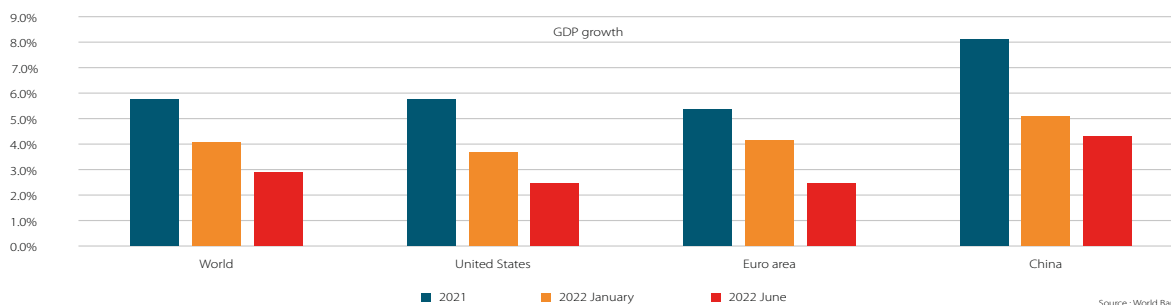
### CROISSANCE ÉCONOMIQUE MONDIALE

#### L'économie mondiale marque le pas

L'économie mondiale accuse un ralentissement. Les prévisions de croissance du PIB du début d'année ont été significativement abaissées. La Banque mondiale anticipe désormais une croissance mondiale de seulement 2,9 % sur l'année 2022, contre une estimation de 4,1 % il y a six mois. La guerre en Ukraine, les confinements en Chine, les perturbations des chaînes d'approvisionnement et des politiques monétaires restrictives ont ébranlé l'activité économique et brisé les espoirs d'une solide reprise post-COVID qui s'inscrirait dans la durée. L'invasion de l'Ukraine par la Russie est venue exacerber des tensions qu'avait créées la pandémie, notamment les goulets d'étranglement en matière d'approvisionnement et le net renchérissement de nombreuses matières premières. Avec la politique « zéro COVID » suivie par la Chine, les goulets sur les

chaînes d'approvisionnement seront encore plus longs à résorber. Les tendances à la hausse de l'inflation et au ralentissement de la croissance font redouter la stagflation, avec des conséquences éventuellement déstabilisantes pour les pays à faible revenu en raison du renchérissement de l'énergie et des denrées alimentaires. Par région, les États-Unis semblent mieux placés que l'Europe, du fait notamment de la dépendance de celle-ci à l'énergie russe, au gaz surtout. La Banque mondiale prévoit à ce stade une décélération de la croissance dans la zone euro à 2,5 % en 2022, soit 1,7 % de moins que sa projection de janvier. L'activité économique de la Chine a été durement frappée par les confinements liés à la COVID au premier semestre et l'objectif de croissance du PIB de 5,5 % fixé par le gouvernement ne sera pas atteint. Une batterie de mesures porteuses devrait, toutefois, conjurer un atterrissage brutal de l'économie chinoise au deuxième semestre.

#### CROISSANCE DU PIB



Le graphique illustre la dégradation de l'environnement économique depuis le début de l'année. Nous avons écrit en janvier : « les prévisions de croissance du PIB pourraient être inexactes, tant inférieures que supérieures aux taux finalement observés ». Or, elles se sont révélées décevantes.

En attestent les révisions à la baisse des estimations de croissance du PIB publiées par la Banque mondiale en janvier, de façon plus accusée pour la zone euro.

### LES RISQUES DE RÉCESSION SE SONT ACCRUS

Depuis janvier, l'économie mondiale est confrontée à des difficultés grandissantes et plusieurs régions risquent d'entrer en récession. Les pénuries d'approvisionnement étaient censées se résorber petit à petit ; l'inverse s'est produit. Dans le cadre de la politique « zéro COVID » stricte de la Chine, un confinement drastique de près de deux mois a été décrété à Shanghai. La ville, avec ses provinces avoisinantes, est l'un des centres industriels du pays. Elle est aussi le premier port mondial. D'autres grands ports chinois ont également été concernés par des mesures de confinement. Inutile de dire que les chaînes logistiques et d'approvisionnement mondiales en ont été sérieusement perturbées et qu'un retour à la normale prendra du temps. La guerre en Ukraine n'a fait

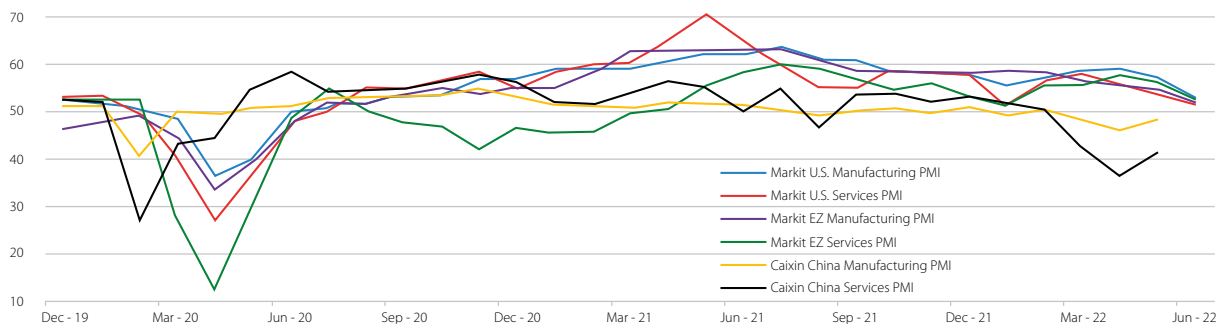
qu'aggraver le problème. Le pays était déjà un important goulet d'étranglement pour les chaînes agroalimentaires avant la guerre en raison d'infrastructures portuaires déficientes et de la forte concentration des réserves mondiales de maïs et de blé en transit. Par ailleurs, l'impact de la guerre sur les prix de l'énergie et du pétrole a renchéri la production et le transport à tous les niveaux. Les espoirs d'un plafond de l'inflation au premier semestre 2022 ont donc été douchés. Face à la menace d'une inflation élevée persistante, les banques centrales des économies développées ont nettement durci leur politique monétaire. Ces écueils, qui viennent s'ajouter à d'autres, accroissent le risque de contraction de l'économie en Europe et aux États-Unis et

sapent la confiance des ménages et des entreprises. Une récession n'est pas, pour autant, inévitable. Malgré un cumul d'adversités, des facteurs de soutien demeurent, notamment les dépenses de consommation soutenues aux États-Unis et un chômage très bas de part et d'autre de l'Atlantique. Outre-Atlantique, la confiance moindre des ménages ne s'est pas encore répercutée sur les dépenses et la croissance vigoureuse de l'emploi salarié, avec environ 400 000 créations d'emplois par mois en moyenne, contraste avec les bruits d'une récession imminente. Il est vrai que la zone euro semble plus fragile. Les dépenses de consommation y résistent moins bien et les répercussions

de la guerre en Ukraine sont plus marquées. La forte dépendance de la région aux importations d'énergie russe et les effets d'entraînement des sanctions économiques nuisent à l'activité économique, tout comme les conditions financières plus strictes. La probabilité d'une évolution favorable du conflit semble bien mince à ce stade. Cependant, le franc rebond de sortie de confinement dans plusieurs des secteurs les plus touchés par la pandémie devrait soutenir l'économie en zone euro à court terme. Des marchés du travail bien portants et la robustesse des sociétés sont d'autres poches de résistance.

## INDICATEUR AVANCÉ

### INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS



Le graphique ci-dessus montre que les indices PMI déclinent en zone euro et aux États-Unis. Après un franc rebond des indices PMI dans les services à partir de février sous l'effet d'une levée progressive des restrictions liées à la COVID, les chiffres récents ont reculé. En zone euro, la hausse du coût de la vie, l'inhibition de la demande réprimée et la réduction des programmes d'embauche ont en partie contribué au fléchissement de l'indice. Aux États-Unis, les derniers chiffres s'expliquent surtout par une chute brutale des nouvelles commandes et de nouvelles commandes d'exportations en

baisse. Le rythme des créations d'emploi s'est également tassé et la confiance se situe à son plus bas niveau depuis septembre 2020. Soulignons néanmoins que les indices, supérieurs à 50, restent dans le vert. En Chine, les indices PMI en repli remontent, faisant écho au redémarrage de l'économie après d'importants confinements. L'activité devrait progressivement se redresser au deuxième semestre grâce à des mesures monétaires et budgétaires ciblées destinées à stabiliser la croissance.

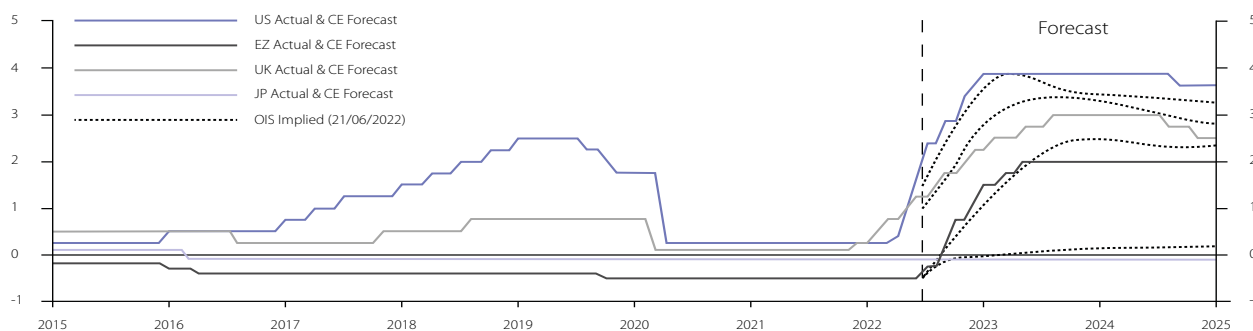
## LES CONDITIONS FINANCIÈRES

### LES PRINCIPALES AUTORITÉS MONÉTAIRES ONT RÉSOLUMENT DURCI LE TON

Les banques centrales ont imposé un virage restrictif en réponse aux pressions inflationnistes persistantes. Et les marchés d'anticiper le cycle de resserrement le plus agressif et synchronisé depuis l'ère Volcker au début des années 1980. Elles ont mis du temps à réaliser que leurs prévisions d'inflation étaient manifestement erronées et s'efforcent désormais de se rattraper. La Réserve fédérale a ouvert le bal avec des hausses des taux rapprochées et l'amorce d'une réduction de son bilan. Si les attentes d'un cycle de relèvements rapides ont déjà significativement influé sur les courbes de rendement et les spreads de crédit, les répercussions du resserrement quantitatif sont plus difficiles à prévoir. Les investisseurs jaugent également la capacité de la Banque centrale

européenne à durcir sa politique (relèvements des taux directeurs et retrait du programme de rachat d'actifs) tout en veillant à la stabilité des marchés obligataires de la zone euro. La BCE a déjà dû rassurer les investisseurs quant à son intention d'empêcher les spreads périphériques de trop s'élargir. Reste à savoir comment elle procédera et quels niveaux de spreads elle jugera acceptables. Tandis que les banques centrales des marchés développés tentent de se rattraper pour endiguer l'inflation, leurs homologues des marchés émergents ont réagi bien avant. Le Brésil, le Chili, la Pologne et le Mexique ont déjà nettement relevé leurs taux directeurs et, ce faisant, se sont employés à résorber au moins quelques aspects en lien avec les pressions inflationnistes.

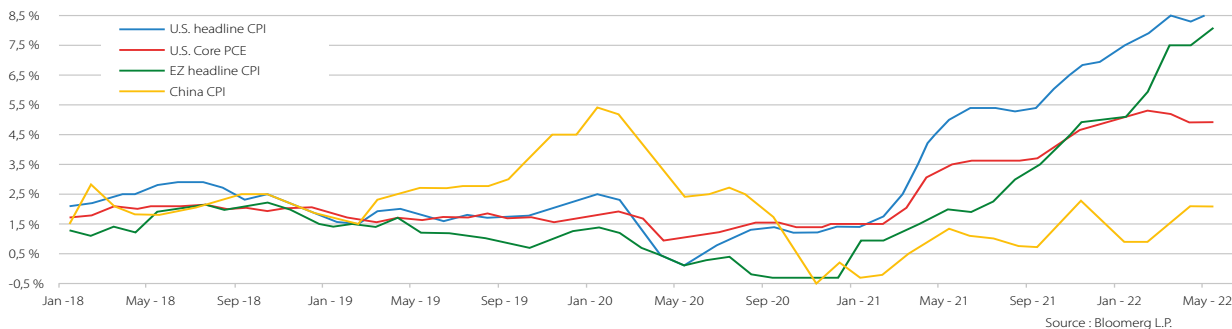
### TAUX D'INTÉRÊT DES PRINCIPALES ÉCONOMIES AVANCÉES



Le graphique présente les taux d'intérêt réels et les prévisions de Capital Economics. La Fed a accéléré le pas après un relèvement initial de 0,25 % en mars : hausse de 0,50 % en mai et de 0,75 % en juin et nouvelle hausse attendue de 0,75 % en juillet lors de sa prochaine réunion. Les marchés tablent sur des taux des Fed funds, actuellement compris entre 1,50 % et 1,75 %, à 3,5 % fin

2022, le taux définitif devant s'établir à 4 % en 2023. La BCE devrait commencer à relever ses taux directeurs dès juillet. Ayant récemment abaissé leurs prévisions, les marchés anticipent un taux d'environ 1 % fin 2022. Il s'établit à -0,5 % à ce jour.

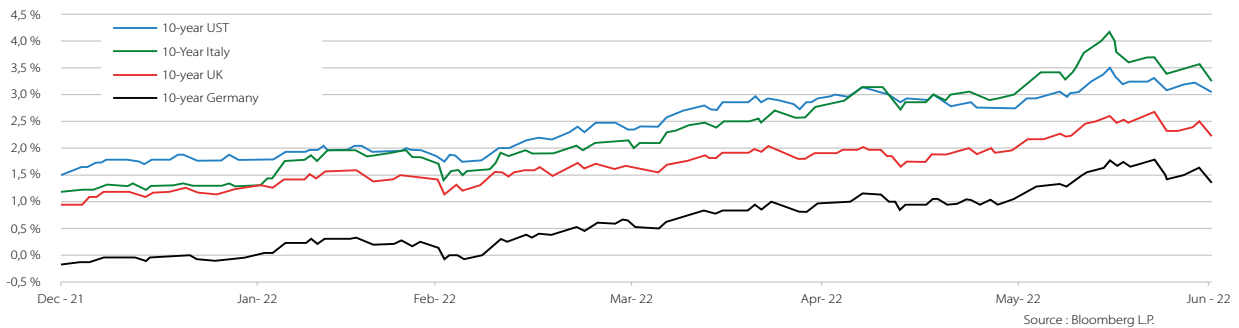
### L'INFLATION EST REVENU EN FORCE



L'argument d'une inflation uniquement passagère, longtemps brandi par les banques centrales, s'est révélé inexact. Le graphique ci-dessus montre un accroissement rapide des pressions inflationnistes, qui ont atteint des niveaux jamais observés depuis les années 1980. À ce jour, le renchérissement des matières premières et des coûts de transport, les perturbations de l'approvisionnement alors que la demande de biens manufacturés a explosé ou encore l'augmentation des salaires sont autant de facteurs qui ont contribué à propulser l'inflation à ses niveaux actuels. Les pressions pèseront désormais sur le secteur alimentaire et des services. De plus, la montée des revendications salariales dans un contexte de resserrement des marchés du travail peut être source de risques haussiers. Sur une note plus optimiste,

l'inflation est susceptible de plafonner au cours des prochains mois. Elle pourrait nettement diminuer en raison d'effets de base favorables et d'espoirs d'une résorption des perturbations. Des questions demeurent au sujet des revendications salariales. Aux États-Unis, les salaires des travailleurs peu qualifiés ont augmenté, mais des pénuries de main-d'œuvre subsistent dans plusieurs secteurs, dont les entreprises peinent à embaucher. Même chose au Royaume-Uni, où les vacances de postes enregistrent des records. Les marchés du travail sont dynamiques en Europe également, avec un haut niveau de vacances de postes et un chômage bas. Les pressions sur les salaires augmentent sous l'effet de l'inflation élevée et, dans différents pays, les syndicats réclament de plus en plus des augmentations des salaires.

### RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT

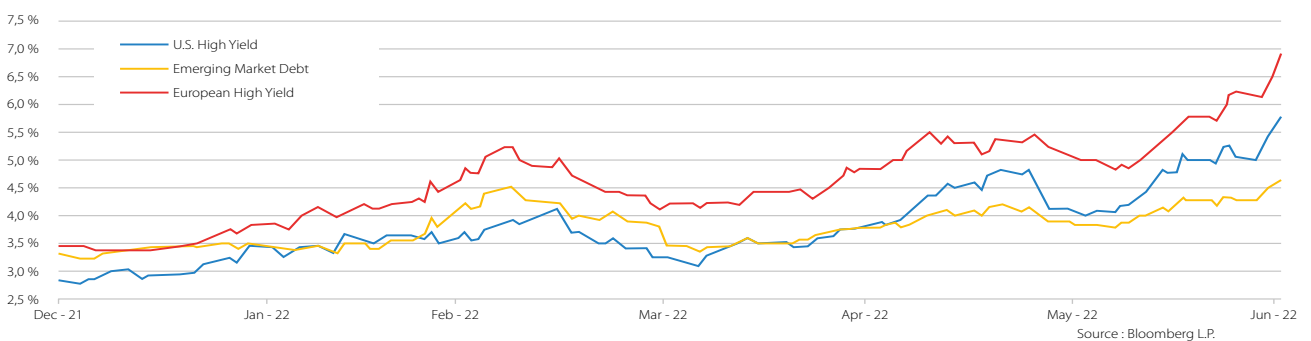


Les rendements des obligations souveraines des pays du G-7 ont grimpé à un rythme sans précédent. Une augmentation des rendements était certes anticipée pour cette année, mais la vitesse du revirement monétaire des banques centrales, Réserve fédérale américaine en tête, a secoué les marchés. En début d'année, ceux-ci tablaient sur seulement trois hausses des taux de la Fed de 0,25 % en 2022, à 0,75 %. Fin janvier, les relèvements à intégrer étaient au nombre de cinq, à 1,25 %, niveau revu à la hausse à 2,5 % dès mars ! Les prévisions actuelles concernant les taux des Fed funds à fin 2022 sont proches de 3,5 % et le taux définitif devrait s'établir à 4 % en 2023. Les marchés ont aussi modifié leurs prévisions concernant la BCE. Aucune hausse des taux directeurs

n'était attendue pour 2022 en janvier ; leur chiffre est désormais porté à cinq à la date de rédaction, à 1 % fin 2022. Inutile de dire que ces changements drastiques de stratégie ont encore poussé les courbes de rendements vers le haut. Les rendements des bons du Trésor américain à 2 ans ont monté, passant de 0,73 % à un point haut de 3,43 % en juin. Sur l'échéance 10 ans, ils ont progressé de 2 %, à 3,5 % récemment. Comme le montre le graphique, les rendements du Gilt et du Bund ont suivi la même tendance. Les spreads périphériques de la zone euro se sont élargis, car la viabilité de la dette suscite, une nouvelle fois, des inquiétudes.

### SPREADS OBLIGATAIRES

#### SPREADS ENTRE DETTE ÉMERGENTE ET HAUT RENDEMENT



Comme le montre le graphique précédent, les spreads de la dette à haut rendement se sont nettement élargis. Les spreads ont bien résisté à l'augmentation des taux sans risque dans un premier temps. Ils ont ensuite monté dès le début de la guerre en Ukraine, mais pour une courte durée, puisqu'ils sont rapidement revenus proches de leurs niveaux du début d'année. Les spreads se sont considérablement écartés depuis. Les banques centrales ont durci le ton et une décélération rapide de l'économie et des risques de récession suscitent bien des craintes. Du point de vue des fondamentaux, néanmoins, les bilans des sociétés sont généralement solides. Les niveaux d'endettement ont eu tendance à diminuer et les niveaux de couverture des taux d'intérêt se sont améliorés. Beaucoup d'entreprises se sont

refinancées ces dernières années, profitant des taux bas, et l'année du terme des échéances est encore loin. D'après les données de Bloomberg, le crédit à haut rendement libellé en dollar américain à échéance 2024 ne représente que 7 % des obligations en circulation. Cela laissera du répit aux entreprises et limitera le risque de défaillance à court terme. Le spread de la dette souveraine émergente s'est comporté à peu près comme celui du haut rendement. Un pic a été observé en mars avec le retour de l'aversion au risque, mais l'élargissement récent a été assez contenu. Cela s'explique en partie par l'absence de resserrement de cette classe d'actifs en 2021, alors que les spreads du haut rendement s'étaient fortement contractés.

## CONCLUSIONS CONCERNANT L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE ET LES CONDITIONS FINANCIÈRES

---

L'économie est en proie à d'importantes difficultés, alors qu'elle pourrait profiter d'une reprise post-COVID soutenue. Bien que la COVID ne fasse quasiment plus la une en Europe, les confinements stricts décrétés en Chine nous rappellent que la pandémie et ses conséquences économiques ne sont pas résolues. Si les risques que suppose la politique « zéro COVID » de la Chine restent difficiles à quantifier, nous n'anticipons pas de nouveau variant qui viendrait déstabiliser l'économie américaine ou de la zone euro. À ce stade, personne ne s'attend à une issue favorable de la guerre en Ukraine, auquel cas les retombées pour l'économie mondiale devraient déjà être largement prises en compte. La capacité des pays européens à gérer leurs réserves de gaz de manière satisfaisante est une préoccupation majeure. Cependant, les projets pour s'approvisionner en sources d'énergie alternatives, augmenter la capacité du GNL, retarder la sortie du nucléaire et passer provisoirement du gaz au charbon montrent que le problème est traité dans l'urgence. Les conditions financières vont encore se durcir sous l'effet de l'action des banques centrales, mais les marchés semblent encore dans le doute quant à la mesure des hausses de taux. L'accélération des restrictions décidées par la Fed indique qu'il pourrait y avoir un peu plus de marge plus tard cette année pour appuyer sur la touche « pause » en cas de dégradation trop rapide de la conjoncture ou d'amélioration totalement imprévue de la trajectoire de

l'inflation. Les marchés à revenu fixe ont connu une période difficile. Ils ont dû s'adapter à un revirement restrictif de la politique monétaire et l'augmentation des rendements obligataires a été spectaculaire. L'élément le plus rassurant serait que le crédit et les spreads émergents ont évolué dans un marché et des conditions de liquidité globalement satisfaisantes. Les spreads de crédit « Investment Grade » actuels dans l'Union européenne et aux États-Unis ont déjà intégré un degré important de risque de récession. Ils fournissent une compensation à l'équilibre pour un taux de défaillance cumulé sur cinq ans qui équivaut à près de onze fois le taux de défaillance réalisé moyen pour toute période de 5 ans comprise entre 1970 et 2021. Comme toujours, la Banque centrale européenne s'est efforcée d'envoyer un message clair – son Conseil se caractérise par une grande variété de points de vue –. Elle restera mise à l'épreuve par les marchés. L'inflation est attendue en recul à partir du troisième trimestre. Cependant, comme nous l'avons vu l'an dernier, il ne fait pas bon trop s'appuyer sur les prévisions. En conclusion, l'économie fait face à des difficultés croissantes depuis le début de l'année et les risques de récession s'intensifient. Les conditions financières sont nettement plus strictes et le resteront à court terme. Néanmoins, les marchés ont déjà intégré beaucoup de mauvaises nouvelles et le pessimisme ambiant pourrait bien sembler par la suite avoir été excessif.



## MARCHÉS FINANCIERS

	Fin 2021	Mai 2022	Juin 2022	Mois en cours	2022
<b>ACTIONS</b>					
S&P 500	4'766.2	4'132.2	3'785.4	- 8.4%	- 20.6%
Euro Stoxx 50	4'298.4	3'789.2	3'454.9	- 8.8%	- 19.6%
MSCI EM	1'232.0	1'077.7	1'000.7	- 7.2%	- 18.8%
<b>OBLIGATAIRE</b>					
UST 10 ans	1.51%	2.84%	3.02%	+ 18bps	+ 151bps
Bund 10 ans	- 0.18%	1.12%	1.33%	+ 21bps	+ 151bps
UE BBB	0.95%	3.02%	3.73%	+ 71bps	+ 278bps
<b>DEVISES</b>					
EUR/USD	1.137	1.073	1.048	- 2.3%	- 7.8%
USD/CHF	0.913	0.960	0.955	- 0.5%	+ 4.6%
EUR/CHF	1.038	1.030	1.001	- 2.8%	- 3.6%
USD/JPY	115.1	128.7	135.7	+ 5.4%	+ 17.9%
GBP/USD	1.353	1.260	1.218	- 3.3%	- 10.0%
<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>					
Index CRB	232.4	316.5	291.1	- 8.0%	+ 25.3%
Pétrole, WTI	\$ 75.2	\$ 114.7	\$ 105.8	- 7.8%	+ 40.7%
Or	\$ 1'829	\$ 1'837	\$ 1'807	- 1.6%	- 1.2%

### Soumis à une intense pression, les marchés d'actions mondiaux accusent une perte de valeur

Le premier semestre 2022 a fait l'effet d'une douche froide pour les marchés d'actions mondiaux. En témoigne le plongeon de 21 % de l'indice MSCI World. Les résultats des sociétés ont été solides au premier trimestre et les bénéfices à venir semblent prometteurs jusqu'ici. Et pourtant, les actions ont chuté en réponse au ton plus intransigeant des grandes banques centrales, Fed en tête. C'est l'augmentation rapide des rendements obligataires qui, dans un premier temps, avait le plus ébranlé les actions. Le virage restrictif de la Fed a ensuite déclenché une correction généralisée, à l'exception toutefois des marchés fortement exposés aux matières premières et particulièrement à l'énergie. La technologie, la consommation discrétionnaire et les services de communication signent les plus fortes sous-performances et les petites capitalisations font moins bien que leurs grandes sœurs. L'invasion de l'Ukraine par la Russie n'a fait qu'aviver l'inquiétude déjà là concernant une inflation élevée et persistante, le facteur prépondérant pour les marchés financiers en 2022. Des résultats en progression associés à des cours des actions en baisse impliquent que la

détérioration des valorisations, tendance observée depuis fin 2020, se poursuit en 2022.

### La pire performance pour l'année en cours pour les obligations souveraines et d'entreprise « Investment Grade »

À l'instar des actions, la classe d'actifs à revenu fixe rencontre bien des écueils cette année. Les augmentations des rendements de la dette souveraine se sont accélérées et les spreads de crédit se sont considérablement élargis. Depuis janvier, les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont grimpé de 1,51 % jusqu'à un point haut de 3,48 %. Pour l'échéance 2 ans, la progression a été de 0,73 % jusqu'à un point haut de 3,43 %, les attentes de hausses des taux de la Fed ayant augmenté à un rythme stupéfiant. Les grands indices obligataires accusent une baisse d'environ 15 %, une chute vertigineuse pour cette classe d'actifs. Les investisseurs ont dû continuellement revoir leurs attentes concernant l'action de la Fed, d'où une volatilité importante. Le taux des Fed funds définitif doit s'établir à environ 4 % en 2023.

### **Le dollar américain s'est fortement apprécié du fait du durcissement de ton de la Fed**

L'appréciation du dollar américain a été la principale tendance observée sur le marché des changes cette année. Le revirement très strict de la Réserve fédérale américaine a été favorable au dollar. Même chose pour le retour de l'aversion au risque, qui s'accompagne toujours d'une appréciation du billet vert. Le contraste frappant entre la politique très accommodante de la Banque du Japon et celle très restrictive de la Fed a entraîné une dépréciation de 15 % du yen par rapport au dollar cette année. L'euro a également perdu du terrain. La parité EUR/USD a chuté de 7,5 %. La BCE s'efforce de trouver le bon équilibre entre endiguer l'inflation et veiller à la stabilité des marchés obligataires de la zone euro face à la menace d'un élargissement excessif des spreads de la dette périphérique. Enfin, le relèvement sans préavis des taux directeurs de la banque centrale suisse de 0,5 % a pris les marchés totalement de court. Le franc s'approche de la parité avec l'euro.

### **La plupart des matières premières ont continué à se renchérir**

Les matières premières ont poursuivi leur remontée en 2022. La tendance haussière actuelle s'est accélérée pour un ensemble de matières premières depuis le début de la guerre en Ukraine. Les prix de l'énergie et des denrées alimentaires ont été fortement concernés compte tenu de l'importance des exportations de ce pays et de la Russie. La réticence et, dans une certaine mesure, l'incapacité des pays de l'OPEC à accroître la production de pétrole, s'ajoutant aux sanctions de l'UE sur l'or noir russe, ont également contribué à cette flambée. Les cours de l'or sont proches des niveaux du début d'année. Cette valeur refuge a pâti de taux d'intérêt réels en hausse et d'un dollar plus fort.

## PERSPECTIVES DES MARCHÉS

---

### Les banques centrales vont poursuivre leurs efforts sur le front de l'inflation

Il a fallu du temps aux banques centrales pour admettre qu'elles avaient sous-estimé la menace des pressions inflationnistes. Puis, elles ont récemment fait savoir qu'elles n'avaient désormais plus aucun doute sur les actions à mener. Le relèvement des taux directeurs de la Réserve fédérale de 0,75 % en juin pour atteindre une fourchette de 1,50-1,75 % a été le plus franc depuis 1994. Une nouvelle hausse de 0,75 % est anticipée pour juillet. Les marchés s'attendent actuellement à ce que le taux des Fed funds se situe à 3,5 % fin 2022 et s'établisse définitivement à près de 4 % en 2023. Dans la mesure où les marchés ne cessent de revoir leurs attentes depuis le début de l'année, nous espérons que les prévisions actuelles n'auront pas besoin d'être réévaluées. Une stabilisation des marchés obligataires contribuerait largement à un regain de confiance sur les marchés. La période à venir sera exigeante pour la Banque centrale européenne. Reste à savoir si elle saura enrayer l'inflation tout en évitant les tensions malvenues sur les marchés obligataires de la zone euro. En outre, il est impossible de savoir à quel moment la Banque du Japon devra changer de tactique et

abandonner sa politique très accommodante. Voilà qui pourra être une autre source de volatilité sur les marchés.

### Les craintes que suscite l'inflation vont dominer les marchés à court terme

Les efforts des banques centrales pour juguler l'inflation sont actuellement le facteur déterminant de l'évolution des marchés. Hélas, comme pour bien d'autres sujets épineux, la trajectoire de l'inflation est difficile à prévoir avec un degré de certitude élevé. Pour certaines composantes de l'inflation, les effets de base devraient être plus favorables. De fait, le rythme des hausses au cours des douze derniers mois n'est pas viable. Des perturbations propres à la pandémie, dont les difficultés d'approvisionnement, les stocks bas et l'augmentation des frais d'expédition, devraient commencer à refluer. De même, le durcissement de la politique monétaire va commencer à ralentir l'activité économique par son effet sur le niveau de la demande de biens et de services. Le comportement des marchés au deuxième semestre dépendra largement de la capacité des banques centrales à freiner l'économie sans la faire entrer en récession. L'enjeu est de taille et la volatilité des marchés sera une constante.

## TITRES DE CRÉANCE

---

### La hausse des rendements de la dette souveraine des pays du G-7 devrait décélérer

Les rendements de la dette souveraine des pays du G-7 devraient continuer à augmenter au deuxième semestre, quoique bien plus lentement. Nous pouvons tout à fait imaginer un scénario dans lequel les rendements des bons du Trésor à 10 ans se situeraient dans une fourchette maximale de 3,75 % à 4 % avant de commencer à baisser. Le rendement à 10 ans plafonne normalement durant les cycles

de resserrement à un niveau proche du taux maximum des Fed funds. Voilà qui explique pourquoi nous n'envisageons pas d'augmenter l'allocation à la dette souveraine à ce stade. Les spreads de crédit se sont déjà considérablement élargis, mais ils restent assez proches des points hauts observés lors de crises antérieures. Nous sommes d'avis que le crédit offre de la valeur aux niveaux actuels et que les spreads compensent le risque de défaillance, d'autant que les fondamentaux des sociétés sont solides. Nous faisons donc le choix de maintenir nos positions actuelles.

## ACTIONS

---

### **L'incertitude plane sur les perspectives des marchés d'actions, mais beaucoup de mauvaises nouvelles sont déjà prises en compte**

Les perspectives restent compliquées pour les marchés d'actions. Une nouvelle hausse des rendements réels sera un mauvais point et les prévisions de croissance bénéficiaire des sociétés pourraient se révéler trop optimistes. Néanmoins, beaucoup de mauvaises nouvelles sont déjà prises en compte et, d'après nous, les marchés sont excessivement déprimés. Certains segments du marché, auparavant surévalués, sont désormais sous-évalués et le positionnement des investisseurs

sur le marché est plutôt en sous-pondération. Tout regain de confiance pourrait donc déclencher un rallye de soulagement. Notre allocation en actions est donc neutre et demeure bien diversifiée.

Au vu des conditions actuelles de marché, les stratégies plus défensives devraient continuer à surperformer. Il s'agirait ici des sociétés moins exposées aux variations cycliques de l'économie, des actifs réels, de la santé, des titres « value » et des valeurs de croissance de qualité. Nous apprécions également la décorrélation des actions des marchés frontières, d'autant que leurs valorisations restent très attractives.

## MARCHÉ DES CHANGES

---

### **L'appréciation du dollar américain est proche de son terme**

À court terme, le dollar américain devrait rester bien soutenu. D'une part, les marchés connaissent un regain de volatilité ; d'autre part, la Fed semble déterminée à brider l'inflation en freinant nettement l'économie américaine. Beaucoup de facteurs de soutien ont été intégrés. Toutefois, le billet vert est

bien au-dessus de sa parité du pouvoir d'achat et le marché est déjà largement acheteur. Son potentiel de revalorisation semble donc un peu limité depuis les niveaux actuels. Notre allocation au dollar américain pour les portefeuilles non libellés dans cette monnaie a été renforcée en mars, mais reste sous-pondérée.

## ALLOCATION D'ACTIFS POUR LE 2<sup>E</sup> SEMESTRE 2022

---

### TRÉSORERIE (4%)

---

#### Neutre

L'allocation à la trésorerie est passée de sous-pondération à neutre en début d'année. Ce niveau traduit une plus grande prudence vis-à-vis des actifs à risque puisque nous avons allégé plusieurs positions en actions au printemps.

### TITRES DE CRÉANCE (27%)

---

#### Sous-pondération

Nous sommes sous-exposés aux titres de créance depuis l'an dernier. Nous avons alors réduit l'exposition à cette classe d'actifs en raison de rendements en règle générale bas, du resserrement des spreads et du risque de duration. Nous sommes sous-exposés aux obligations de qualité « Investment grade » depuis un certain temps, quoique nous soyons restés exposés au segment le mieux noté du marché à des fins de construction du portefeuille. Il est frappant de constater que les fonds « Investment grade » ont sous-performé dans le contexte de tension observé depuis le début d'année.

La période récente a mis à l'épreuve les gérants obligataires qui n'avaient encore jamais été confrontés à pareille déroute des taux. Le risque de duration globalement faible dont est assorti notre portefeuille a eu son effet, tout comme l'aptitude de certains gérants à réduire encore activement ce risque. Nous restons exposés au crédit des marchés émergents, aux obligations à haut rendement et aux prêts garantis de premier rang. Les gérants de ces fonds manient le risque avec d'excellents résultats et savent saisir de belles occasions après de fortes turbulences. Nous sommes confiants quant à leur capacité d'appréhender la période à venir, d'autant que le marché devrait encore se disperser. Nous avons conservé nos allocations en faveur des obligations convertibles et des fonds sans contrainte. Malgré un positionnement et une stratégie globalement défensifs, ces derniers ont été franchement malmenés par le repli généralisé observé dans tous les segments de marché.

### ACTIONS (51%)

---

#### Neutre

L'exposition aux actions est désormais neutre à la suite de l'allègement de plusieurs positions en mars et en raison de l'évolution des cours. Nous avons également délaissé

les stratégies de croissance sur les actions émergentes et mondiales pour augmenter notre allocation aux titres plus orientés valeur. Cet arbitrage s'est révélé judicieux puisque les nouvelles positions ont fait nettement mieux que celles désinvesties. En revanche, nous nous devons de signaler que certaines de nos stratégies les plus actives ont sous-performé après avoir généré un alpha substantiel pendant plusieurs années. Conformément à notre approche d'investissement à long terme, nous restons confiants quant à un retour à la génération d'alpha.

D'un point de vue relatif, plusieurs poches actions peuvent, d'après nous, ajouter de la valeur. Les actions européennes, britanniques, japonaises, émergentes et frontières semblent attractives par rapport à leurs moyennes historiques. De même, les petites capitalisations américaines s'échangent désormais avec une décote par rapport aux grandes capitalisations, ce qui est particulièrement rare. S'il est difficile de croire vraiment à une remontée des actions au deuxième semestre, le risque baissier pour ces positions devrait être limité. Pour résumer, nous investissons avec un horizon à long terme et notre allocation en actions demeure bien diversifiée du point de vue des styles d'investissement, géographique et des capitalisations boursières.

### MATIÈRES PREMIÈRES (3%)

---

#### Neutre

Notre exposition directe aux matières premières consiste uniquement d'or physique. Nous détenons cet actif à des fins de diversification du portefeuille et de couverture contre un risque extrême. Même si des taux d'intérêt réels plus élevés pourraient toujours constituer une difficulté pour les cours du métal jaune, nous sommes satisfaits de cette position stratégique.

### FONDS ALTERNATIFS (15%)

---

#### Neutre

Nous sommes surexposés aux fonds alternatifs depuis 2021 après l'ajout de stratégies avec une exposition neutre au marché. Alors que les obligations ne parviennent pas à offrir la même protection qu'auparavant face à la baisse des actions, les fonds alternatifs présentent au moins l'avantage de diversifier nos placements et signent même des contributions positives.

## GRILLE D'ALLOCATION D'ACTIFS 2E SEMESTRE 2022

La grille suivante s'applique à nos portefeuilles diversifiés

	ALLOCATION	JUILLET 2022
<b>DÉPÔTS À COURT TERME</b>	<b>0 - 20%</b>	<b>4%</b>
<b>TITRES DE CRÉANCE</b>	<b>15 - 55%</b>	<b>27%</b>
Obligations de qualité « Investment Grade »	5 - 45%	7%
Obligations des marchés émergents et à haut rendement	0 - 20%	11%
Obligations spécialisées	0 - 15%	9%
<b>ACTIONS</b>	<b>20 - 60%</b>	<b>51%</b>
Marchés développés	15 - 50%	42%
Marchés émergents	0 - 30%	9%
<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>	<b>0 - 15%</b>	<b>3%</b>
Or physique	0 - 5%	3%
Autres matières premières	0 - 10%	0%
<b>FONDS ALTERNATIFS</b>	<b>0 - 25%</b>	<b>15%</b>
		<b>100%</b>

#### 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](http://www.ffgg.com) pour une décharge complète.

---

FFG

---

FORUM FINANCE

---

1994

---

The Forum Finance Group SA

65, rue du Rhône — CH-1204 Genève — Case postale — CH-1211 Genève 3 — T +41 22 552 83 00

[FFGG.COM](http://FFGG.COM)