

FFG

FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2023

JUILLET 2023

TABLE DES MATIÈRES

SYNTHÈSE	1
REVUE DE NOS THÈMES D'INVESTISSEMENT AU PREMIER SEMESTRE 2023	2
PREMIER SEMESTRE 2023 : SITUATION ÉCONOMIQUE ET POLITIQUE	4
LES MARCHÉS FINANCIERS AU PREMIER SEMESTRE 2023	8
REVENU FIXE	8
DETTES DES MARCHES ÉMERGENTS	10
ACTIONS	10
MATIÈRES PREMIÈRES – PÉTROLE ET MÉTAUX INDUSTRIELS	12
MATIÈRES PREMIÈRES – OR	12
DEVICES	13
FONDS ALTERNATIFS	13
PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES AU DEUXIEME SEMESTRE 2023	15
POSITIONNEMENT DES CLASSES D'ACTIFS – 2S23 – JUIN 2023	18
PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS	18
REVENUE FIXE	18
ACTIONS	19
MATIÈRES PREMIÈRES - OR	22
FONDS ALTERNATIFS	22
DEVICES	23
DEUXIÈME SEMESTRE 2023 : LES GRANDS ENJEUX À L'HEURE D'INVESTIR – ALLOCATION D'ACTIFS EN JUILLET	24
TRÉSORERIE	24
REVENUE FIXE	24
ACTIONS – SOUS-PONDÉRATION CONFIRMÉE	25
MATIÈRES PREMIÈRES – OR : EXPOSITION RAMENÉE À NEUTRE	26
FONDS ALTERNATIFS : MAINTENIR LA SURPONDÉRATION	27
DEVICES	27
GRILLE D'ALLOCATION D'ACTIFS	28

SYNTHÈSE

Les actifs à risque ont été bien orientés

Après une année 2022 tendue pour les actions et les actifs obligataires traditionnels sous l'effet du cycle de resserrement rapide et soutenu ouvert par les autorités monétaires aux États-Unis et en Europe, le premier semestre 2023 a offert un répit. Les actifs financiers ont affiché une belle performance malgré un niveau d'activité économique médiocre, en Allemagne et en Chine notamment. Les emprunts d'État et les obligations de qualité « Investment grade » ont assez bien commencé l'année. Les matières premières, quant à elles, ont pâti des inquiétudes au sujet de la croissance économique. Les indices actions aux États-Unis, en Europe et au Japon ont obtenu d'excellents résultats, avec toutefois de nets écarts de rendement selon les secteurs et les valeurs. La dispersion sur les marchés d'actions s'est fortement accentuée au deuxième trimestre. Les marchés ont, en effet, abandonné une grande partie de la performance robuste observée en début d'année après l'effondrement d'une poignée de banques en février et mars. L'incident a rappelé combien relever rapidement les taux pouvait porter un coup aux bilans du secteur privé.

Les marchés d'actions monopolisés par quelques valeurs

Les portefeuilles concentrés exposés principalement aux grandes valeurs technologiques ont été récompensés. Quelques valeurs technologiques sont à elles seules à l'origine de la plupart des gains enregistrés cette année malgré des taux d'intérêt plus élevés. Ainsi les sept plus grandes capitalisations de l'indice S&P 500 – toutes des technologiques – sont en hausse de 86 % en moyenne depuis le début de l'année !! En parallèle, les autres 493 composantes de l'indice en question ont, dans l'ensemble, à peine bougé cette année. En Europe, les grandes sociétés technologiques comme ASML et SAP ont été rejointes par LVMH et L'Oréal comme principaux moteurs de la croissance du marché. Elles expliquent plus de 40 % de la performance de l'indice.

La croissance résiste aux États-Unis, l'Allemagne en récession

Début juin, la Banque mondiale a revu ses prévisions concernant la croissance américaine à 1,1% pour 2023, contre 0,5% en janvier. La croissance chinoise, quant à elle, devrait progresser de 5,6% au lieu de 4,3% anticipé en janvier. Le modeste rebond de l'activité en Chine bénéficiera principalement aux secteurs domestiques, en particulier les services. La croissance du PIB en zone euro est désormais attendue à 1,1% en 2023 et à 1,6% en 2024. La baisse des prix de l'énergie et le reflux des perturbations des chaînes d'approvisionnement sont les bonnes nouvelles qui ont motivé cette révision à la hausse.

La FED et la BCE se montrent toujours intransigeantes

La persistance d'une inflation sous-jacente représente un risque important, puisqu'elle entraîne plus de durcissement monétaire. Les prix plus bas de l'énergie ont, toutefois, réduit l'inflation totale et aussi bien la demande que les marchés financiers en ont bénéficié. La FED a décidé de maintenir ses taux inchangés en juin. Cependant, la plupart de ses membres s'accordent sur le fait qu'il faudra encore procéder à au moins un relèvement de 25 points de base d'ici la fin d'année. En juin, la Banque centrale européenne (BCE) a augmenté son taux de facilité de dépôt de 25 points de base (pb) à 3,5%. La BCE a clairement indiqué que de nouvelles hausses des taux devaient être attendues lors de sa prochaine réunion en juillet. La Banque du Japon (BoJ), pour sa part, a conservé une position accommodante. Elle continuera à soutenir une reprise économique fragile malgré une inflation plus soutenue que prévu, qui dépasse sa cible sur plus d'un an.

Les matières premières manquent à nouveau d'allant

L'indice des matières premières a reculé au premier et au deuxième trimestre. Cette classe d'actifs a été la moins bien placée dans notre univers d'investissement, en repli respectivement de -4,99% et -2,48% sur ces trimestres. Les prix de l'énergie ont chuté sous l'effet du ralentissement de la croissance mondiale et de la réduction de la demande du fait d'économies d'énergie et d'un temps doux. De même, l'expansion rapide des capacités du GNL a atténué les pressions sur le marché du gaz naturel. Les prix des métaux de base ont fléchi. La demande mondiale s'est essoufflée, notamment en Chine où le rebond de la demande a été plus lent qu'attendu. En outre, les prix ont été davantage sous pression en raison d'une offre supplémentaire de métaux. S'agissant des métaux précieux, l'or était dans le vert (+5,23% au premier semestre).

Trop peu d'actions en portefeuille dans cette phase haussière

Notre allocation défensive au premier semestre privilégiait les investissements alternatifs comme les fonds spéculatifs, capables de saisir des occasions en périodes de volatilité élevée et de limiter les replis, ainsi que l'or. Le métal jaune a une bonne tenue lorsque turbulences et inflation sont de mise. Nous conservons une allocation relativement défensive et préférons les investissements alternatifs au détriment des actions. Notre allocation reste très diversifiée. Elle devrait bénéficier de retours vers la moyenne inévitables ou fournir une certaine protection en cas de dégradation de la conjoncture sur les marchés.

REVUE DE NOS THÈMES D'INVESTISSEMENT AU PREMIER SEMESTRE 2023

Notre positionnement défensif n'a pas permis de saisir toute la mesure de la hausse

Notre principal scénario s'est récemment montré trop prudent concernant la croissance mondiale. Nous anticipions un net ralentissement des économies développées en réponse au durcissement des conditions monétaires, avec un risque de récession prononcée si l'inflation n'était pas maîtrisée.

L'an dernier, les caractéristiques défensives avaient été récompensées, car elles permettaient de réduire l'incidence négative du cycle de resserrement rapide amorcé par les grandes banques centrales en réponse à l'inflation sur les classes d'actifs traditionnelles comme les actions et les obligations. Le marché est davantage disposé à prendre des risques cette année et cela été d'autant plus le cas au deuxième trimestre, où de fortes disparités ont été relevées en termes de performances.

Par ordre décroissant de performance, citons tout d'abord l'indice Nasdaq des valeurs technologiques, qui a signé son meilleur premier semestre (1S) en 40 ans. Ensuite, l'indice des grandes capitalisations américaines a fait mieux que l'indice agrégé des obligations américaines de 1 500 points de base au premier semestre, son quatrième meilleur résultat depuis 1990. Enfin, les matières premières mesurées par l'indice S&P GSCI Index ont été la classe d'actifs la plus médiocre au deuxième trimestre et depuis janvier.

Trop peu d'actions en portefeuille lors de cette phase haussière au deuxième trimestre

Notre allocation plutôt défensive au premier semestre privilégiait les investissements alternatifs comme les fonds spéculatifs (hedge funds), capables de saisir des occasions en périodes de volatilité élevée et de limiter les replis, ainsi que l'or. Le métal jaune a une bonne tenue lorsque turbulences et inflation sont de mise.

Le marché a peu à peu anticipé que la récession serait moins prononcée et les taux d'intérêt se sont approchés du taux définitif. Les actions sont remontées bien au-delà de nos prévisions les plus optimistes. Notre sous-exposition aux actions développées s'est donc révélée coûteuse en termes de performance relative au deuxième trimestre, notamment pendant la remontée enregistrée en juin.

Les stratégies alpha à la traîne de la remontée portée par les technologiques

Notre évaluation des risques en fonction de la politique économique et monétaire nous a amenés à privilégier des stratégies bien orientées en périodes d'aversion au risque, telles que les fonds alternatifs et, plus spécifiquement, les stratégies macro. Cette surexposition a soutenu notre performance en 2022, mais lui a nuï par la suite, puisqu'elle était en partie financée par notre sous-pondération des actions cotées.

Notre exposition Global Macro a subi un revers en juin. L'un des gérants, plutôt préparé à une baisse du marché (positions à l'achat en obligations – positions courtes nettes en actions), a été pris au dépourvu par la forte remontée des actions en juin. Il a vu s'envoler l'essentiel de ses gains de l'année.

Les stratégies Event-Driven, souvent axées sur les expositions aux actions en disgrâce et les conjectures entourant les opérations de fusion-acquisition, se sont inscrites en repli de -2,9% en 2023. Seules les stratégies à bêta plus élevé axées actions comme Parité des risques ont fait mieux que les stratégies plus divergentes.

Des déceptions du côté des actions émergentes et frontières

Nous avons renforcé nos positions sur les marchés émergents avec une allocation spécifique à la Chine. Nous escomptions, en effet, une reprise plus soutenue après la levée des mesures de confinement liées à la COVID. Ce biais en faveur des marchés émergents s'est exprimé au détriment des actions américaines dont les valorisations semblaient complexes et, dans une moindre mesure, des actions européennes. L'Europe est confrontée à une recrudescence des risques et des tensions géopolitiques en lien avec le conflit en Ukraine.

Notre décision de surpondérer les marchés émergents et frontières a pesé sur la performance. Les premiers, surtout les actions chinoises, ont affiché une rentabilité médiocre, notamment au deuxième trimestre. Les marchés émergents mondiaux ont progressé d'un peu moins de 1% au deuxième trimestre, après une augmentation de 4,4% au premier, ramenant la performance semestrielle à 4,9% en dollar américain. Le tableau n'est guère plus favorable pour les marchés frontières : 3,2% au premier trimestre, 2,1% au deuxième et 5,3% en dollar américain depuis le début du deuxième semestre. Toutefois, notre gérant marchés frontières a enregistré une performance robuste avec une hausse de 13,5%.

Des technologiques en portefeuille, mais pas assez

Les valeurs technologiques aux États-Unis et en Europe expliquent l'envolée des indices boursiers, comme le S&P 500, le Nasdaq et, dans une moindre mesure, l'Euro Stoxx 50.

En dépit de notre exposition directe aux valeurs technologiques dans notre panier thématique et à celles détenues dans les stratégies régionales, à l'évidence nous n'étions pas suffisamment exposés au secteur pour profiter intégralement de la montée des cours de certaines des géants technologiques.

Par comparaison, des marchés comme le marché britannique, moins exposé à l'engouement pour l'intelligence artificielle, se sont révélés bien moins dynamiques. Les valeurs de l'énergie comme BP ou Shell sont restées à la traîne. Les prix du pétrole et du gaz ont corrigé après une année 2022 exceptionnelle. Les sociétés minières diversifiées comme BHP et Rio Tinto ont peiné alors que la reprise économique en Chine s'essouffait.

Les actifs diversifiants n'ont pas performé aussi bien que les actions

Début 2023, des incertitudes entouraient l'inflation, les marchés du travail et la santé des banques et quelques-unes seulement ont été intégrées à nos prévisions du fait d'une pluralité de scénarios (risques). Par conséquent, après le resserrement de la politique monétaire le plus rapide et agressif vu en plus de 40 ans, nous nous attendions à ce que des tensions financières et économiques apparaissent à un moment ou à un autre.

Nous sommes restés surexposés aux fonds alternatifs comme les stratégies systématiques Global Macro, actions Long/Short et CTA, l'objectif étant que nos portefeuilles résistent mieux aux chocs. Quoique complètement rationnelle, notre diversification dans ces stratégies en dehors des actions a pesé sur notre performance relative. Au deuxième trimestre, notamment, nous avons peu profité de la remontée sur les marchés boursiers.

Notre position sur l'or a eu une belle tenue au premier trimestre, avant d'abandonner une partie de ces gains au deuxième. Elle s'inscrivait en hausse de 5,23% sur le premier semestre, une rentabilité équivalente à celle des obligations d'entreprise à haut rendement américaines.

Fortes disparités des performances

Aux États-Unis, des secteurs comme la technologie, les services de communication et la consommation discrétionnaire s'inscrivent tous en progression de plus de 30% sur l'année. Sans eux, l'indice S&P serait stable en 2023 ! Les géants technologiques ont dominé au premier semestre, tandis que des secteurs comme l'énergie, les services aux collectivités, les soins de santé et les biens de consommation courante étaient tous dans le rouge sur l'année.

Notre panier thématique d'actions a bénéficié de notre investissement dans une stratégie orientée technologie, mais est globalement resté à la traîne en raison de notre exposition à des stratégies spécialisées comme les valeurs medtech et biotech, minières et infrastructures.

Le resserrement des spreads a soutenu le crédit (IG + HY)

L'augmentation constante des taux d'intérêt le long de la courbe au deuxième trimestre a causé des pertes pour les échéances longues. Les titres à plus haut rendement, comme les obligations d'entreprise Investment Grade (IG) et à haut rendement (HY) ont bénéficié de coupons élevés, de spreads plus serrés et d'une sensibilité plus faible aux taux d'intérêt.

Prudents dans notre évaluation de la croissance mondiale, nous sommes restés sceptiques quant à la marge de manœuvre des banques centrales pour ramener l'inflation à son niveau cible. Même chose concernant les larges possibilités que pouvait offrir la volatilité pour accroître notre allocation dans les obligations à échéance longue.

Nous sommes restés sous-exposés aux emprunts d'État et avons favorisé les stratégies susceptibles d'adapter les expositions de leur portefeuille au gré des opportunités. Nous avons progressivement renforcé notre exposition aux obligations de haute qualité assorties d'échéances plus longues. Cependant, notre exposition limitée aux taux d'intérêt en faveur du crédit a atténué l'incidence négative de taux plus élevés dans les économies développées provoquée par les craintes liées à l'inflation observées en février et en mai.

PREMIER SEMESTRE 2023 : SITUATION ÉCONOMIQUE ET POLITIQUE

Croissance mondiale : supérieure en 2023, inférieure en 2024

L'activité économique sur les six derniers mois a été meilleure que prévu. Les dernières estimations concernant la croissance mondiale sont de 2,4% en 2023, contre 2,0% précédemment, grâce à une croissance plus élevée aux États-Unis.

Auparavant estimée à 2,2% en 2024, la croissance devrait désormais ralentir et s'établir à 1,9%, car l'économie américaine entrera en récession vers la fin d'année.

Cette économie américaine a bien résisté grâce à un marché de l'emploi robuste. Cependant, les taux d'intérêt élevés, actuellement supérieurs à 5%, ont fait monter les coûts de l'emprunt, notamment les taux des prêts hypothécaires. Ces coûts plus élevés amenuiseront la capacité de dépenses des ménages et seront un frein à la croissance économique.

Si le secteur manufacturier a pâti d'un tassement de la demande et d'une augmentation des coûts, le secteur des services a résisté. Les niveaux d'activité y ont été solides grâce à un marché du travail étonnamment robuste et une épargne supplémentaire amassée pendant le COVID qui ont plus que compensé les répercussions négatives de coûts et de taux d'intérêt plus élevés.

En Europe, les indices PMI composites en zone euro ont ralenti, passant de 52,8 en mai à 49,9 en juin. L'indice PMI manufacturier s'est contracté et encore affaibli. Le ralentissement dans les services a particulièrement attiré l'attention, en raison d'un risque accru de forte récession à venir.

L'économie britannique devrait être en mesure d'éviter une récession technique, mais la croissance stagnera cette année avant de remonter à 0,9% en 2024. La Chine, grand exportateur de produits manufacturés, pâtit d'une demande plus faible de ces produits au niveau mondial. Le marché immobilier est un autre obstacle qui devrait persister. Les mises en chantier récentes et les ventes semblent atones. Le risque d'un effondrement du marché du logement en Chine est néanmoins limité. Une défaillance des prêteurs, des structures en majorité étatiques, est improbable.

L'inflation totale diminue, mais une « inflation figée » reste de mise

En 2022, l'inflation a atteint son plus haut niveau aux États-Unis depuis 1981. Le phénomène est mondial. En cause une demande soutenue des consommateurs, qui se heurte à des perturbations des chaînes d'approvisionnement, aggravées par l'invasion de l'Ukraine. Les prix flambent dans tous les secteurs, notamment pour ce qui est des denrées alimentaires, de l'énergie et des biens durables.

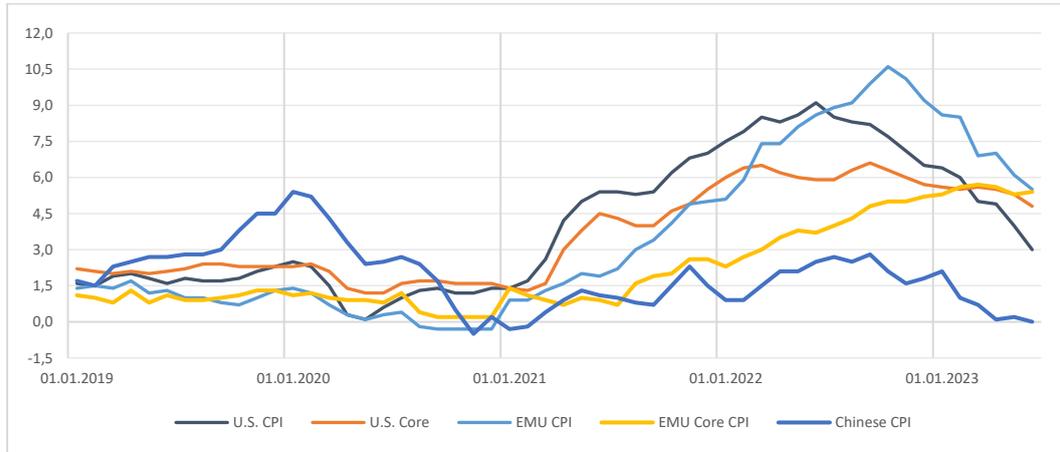
Les prix du pétrole et du gaz ont flambé après l'invasion de l'Ukraine. Cependant, la récente dégringolade des prix du gaz naturel, si essentiel pour les ménages européens, réduira les factures de services aux collectivités de ces derniers. Pour rappel, les prix de l'énergie ont connu une accélération brutale en 2022 (+23,1% en moyenne, après +10,5% en 2021) et les prix des denrées alimentaires (+6,8% en moyenne) ont franchement monté en 2022 également.

Les perturbations sur les chaînes d'approvisionnement ont reflué. La demande se tasse en réponse à la diminution des pressions inflationnistes grâce aux relèvements à un rythme rapide des taux des banques centrales. Dans ce contexte, l'inflation IPC sous-jacente a reculé d'un point haut de 7% à 4,6% en mai, tandis que l'inflation totale augmentait de 3,8% seulement.

L'inflation du marché immobilier a touché un point haut. Avec l'augmentation des taux des emprunts hypothécaires, l'accessibilité à un logement a atteint son niveau le plus médiocre depuis 2007. Le recul attendu des prix immobiliers de 2,5% en 2023 ramènera la composante logement de l'IPC à un niveau normal.

La persistance d'une inflation sous-jacente représente un risque important, puisqu'elle pourrait freiner le pouvoir d'achat des ménages et entraîner plus de durcissement monétaire. La stabilité des prix de l'énergie a, toutefois, réduit l'inflation totale et aussi bien la demande que les marchés financiers en ont bénéficié.

Figure 1 : indice des prix à la consommation (%)

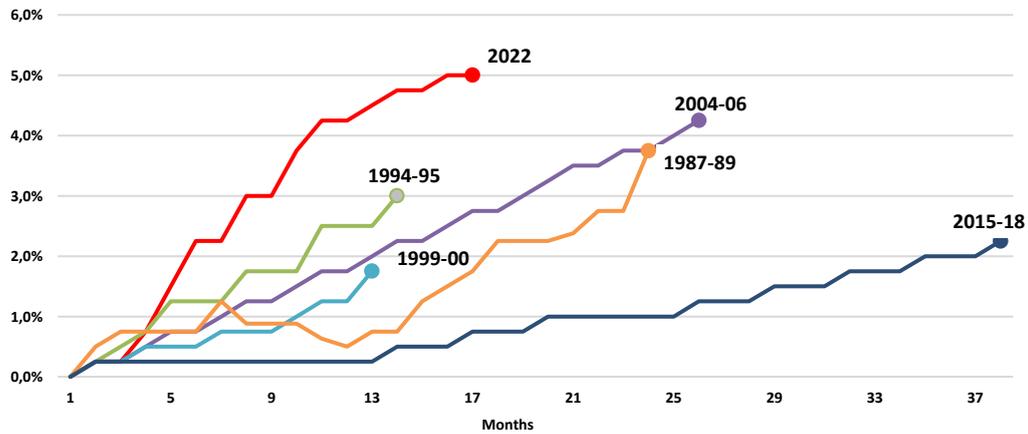


Source: Bloomberg

Politique monétaire

Quinze mois après avoir entamé l'un des durcissements monétaires les plus agressifs (500 pb depuis mars 2022), la Fed a décidé de marquer une interruption, une «attente restrictive», des hausses de taux en juin.

Figure 2 : taux des Fed funds depuis le début du relèvement (%)

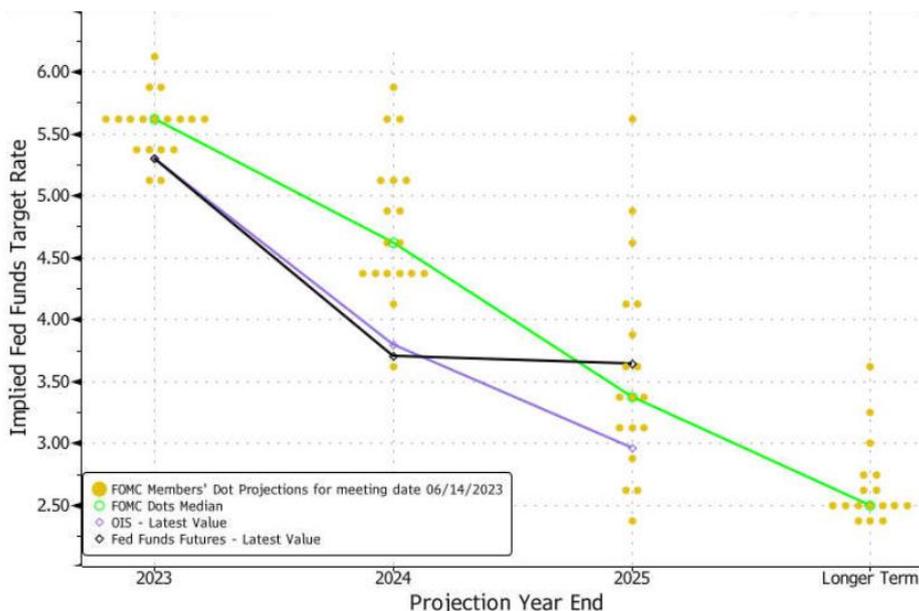


Source: Bloomberg

Dans le même temps, la Fed a indiqué que le taux en fin de parcours n'était pas encore atteint. Deux jours après la réunion du FOMC de juin, le président de la Fed Jerome Powell a annoncé que la fourchette cible de taux des Fed funds, actuellement de 5,00 à 5,25%, serait pour l'instant maintenue.

D'après le graphique dit «en nuage de points» (figure 3), les membres du comité prévoient une augmentation de la fourchette cible de taux des Fed funds, pour atteindre de 5,50 à 5,75% d'ici la fin 2023, soit deux relèvements supplémentaires.

Figure 3 : taux cible implicite des Fed funds



Source: Bloomberg

Bank of America anticipe deux relèvements supplémentaires de 25 pb des taux de la Réserve fédérale cette année. JP Morgan table sur une hausse unique en juillet. Pour la première, le taux en fin de parcours se situerait à 5,5%-5,75% ; pour la seconde, ce point haut s'établirait à 5,25%-5,50%. Ces nouveaux taux définitifs, associés à la trajectoire prévue de l'inflation, indiquent que la politique monétaire sera encore plus restrictive en 2024 pour tenir compte de l'inflation.

En Europe, l'affermissement progressif de l'inflation sous-jacente a obligé les autorités monétaires de l'UE à durcir le ton sans ambages. En mai, la BCE a relevé ses taux directeurs de 25 points de base.

Au Royaume-Uni, une inflation sous-jacente élevée persistante, à 7,1% en variation annuelle en mai, contre 6,8% en avril (son plus haut niveau depuis mars 1992), a incité la Banque d'Angleterre à augmenter ses taux de 50 points de base, sa treizième hausse consécutive. Des données plus récentes ont montré que l'inflation annuelle des prix à la consommation au Royaume-Uni était de 8,7% en mai, inchangée par rapport au mois précédent.

L'indice des pressions sur les chaînes d'approvisionnement s'est effondré

Le dernier indice des pressions sur les chaînes d'approvisionnement publié par la Banque fédérale de réserve de New York est tombé à son plus bas

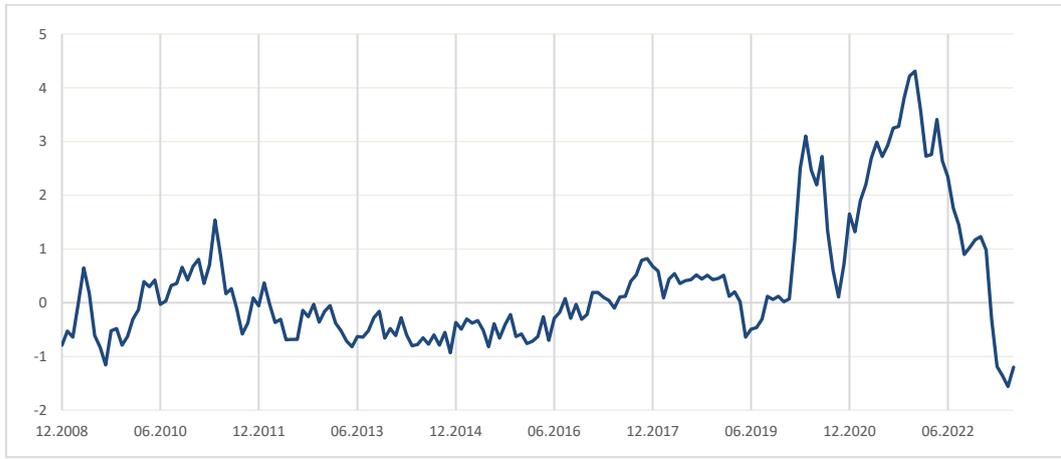
Même si le marché avait partiellement intégré la plus forte hausse, le Royaume-Uni est sans conteste l'économie développée occidentale la moins bien lotie. La hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie y a été amplifiée par des pénuries de main-d'œuvre structurelles.

Cas particulier, la Banque du Japon est restée accommodante et continuera à soutenir la reprise économique fragile malgré une inflation plus élevée que prévu, qui dépasse sa cible depuis plus d'un an. L'inflation a ainsi dépassé la cible de la BoJ de 2% pendant 13 mois consécutifs. La décision de la BOJ contraste avec celle de la BCE, qui a augmenté les coûts d'emprunt à un point haut sur 22 ans en juin.

Un resserrement monétaire mondial plus agressif ou des taux plus élevés plus longtemps, qui deviennent petit à petit plus consensuels, continuent à susciter des craintes quant à l'éventualité d'une erreur politique. C'est d'autant plus le cas au vu des signaux envoyés par l'inversion de la courbe des taux et la croissance de la masse monétaire.

niveau record en mai. Les goulets d'étranglement qui avaient récemment alimenté dans une grande mesure l'inflation sont pour la plupart résorbés.

Figure 4 : indice des pressions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales (écarts-types par rapport à la valeur moyenne)



Source: Bloomberg

La chute de l'indice, qui comprend 27 composantes, suggère que les pressions sur les chaînes d'approvisionnement, amorcées avec la COVID-19, ont

désormais reflué, une excellente nouvelle pour l'inflation.

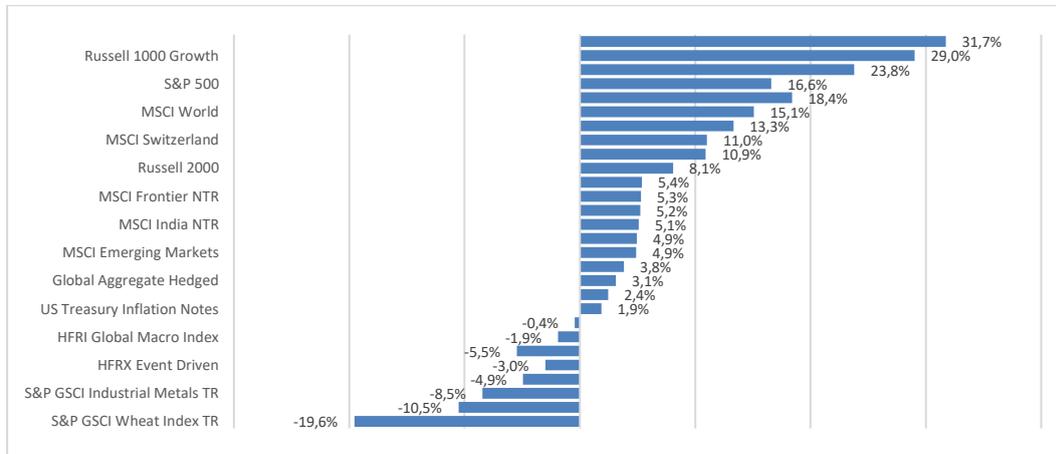
Résumé

Sur les 18 derniers mois, l'environnement économique et les marchés ont surtout été marqués par la résistance de l'économie mondiale aux cycles agressifs de hausses des taux d'intérêt et aux chocs, comme l'invasion de l'Ukraine ou les bouleversements dans le secteur bancaire. Concernant la croissance mondiale, les prévisions du consensus ont été revues à la hausse. Cette résistance est

soulignée par le fait que les indices PMI composites sont restés à un niveau correct en juin 2023, en progression par rapport aux points bas de décembre dernier. D'après nous, cette embellie sera hélas vraisemblablement suivie par un fléchissement sous l'effet de politiques monétaires intransigeantes.

LES MARCHÉS FINANCIERS AU PREMIER SEMESTRE 2023

Figure 5 : performance de l'indice en dollar US (%)



Source: Bloomberg

Pour bien des investisseurs, 2022 n'aura pas été une grande année, aussi bien pour les actions que les obligations. Les deux classes d'actifs ont chuté en tandem sous l'effet d'une inflation persistante ayant entraîné une augmentation rapide et globale des taux d'intérêt des banques centrales. Or il est peu habituel qu'elles baissent de concert (la troisième fois seulement en 100 ans si l'on observe les actions et les obligations américaines). Cette dégringolade simultanée a remis en question le portefeuille traditionnel 60/40, c'est-à-dire constitué à 60%

d'actions et à 40% d'obligations. Notre allocation dans les stratégies alternatives a heureusement atténué le risque et protégé nos portefeuilles face à ces baisses sur les marchés. Le début de l'année a été plus plaisant pour les investisseurs en 2023 qu'il ne l'avait été en 2022. Les marchés jubilaient à la fin du premier semestre, dont le résultat a été meilleur qu'attendu. Les investisseurs ont, en effet, ignoré les incertitudes. En atteste l'indice CBOE Volatility Index (qui mesure les craintes des investisseurs), en recul à 14,6, son plus bas niveau depuis le 19 février 2020.

Revenu fixe

Tous les segments à revenu fixe ont enregistré une rentabilité positive. Les bons du Trésor ont gagné +2,5%, leur meilleur démarrage depuis 2000. Les emprunts d'État et les obligations d'entreprise « Investment Grade » (IG) à plus longues échéances ont grimpé de 3,0%, avec une performance négative

toutefois au deuxième trimestre, surtout en mai. Les hausses des taux d'intérêt à long terme ont provoqué de lourdes pertes pour les bons du Trésor à échéances longues. Du côté des rendements réels – les rendements corrigés des prévisions d'inflation ont atteint leur plus haut niveau sur un an.

Tableau 1 : tableau des performances (1S23)

	Performance totale en dollar US (%)
Global Aggregate Hedged	2,96%
Global Aggregate Unhedged	1,43%
Bons du Trésor américain	1,59%
Bons du Trésor américain indexés sur l'inflation	1,87%
Obligations d'entreprise américaines (IG)	3,21%
Obligations d'entreprise américaines (HY)	5,38%
Obligations paneuropéennes (HY)	4,79%
Obligations souveraines des marchés émergents	3,88%
Monnaie locale marchés émergents	1,69%
Haut rendement marchés émergents	3,71%

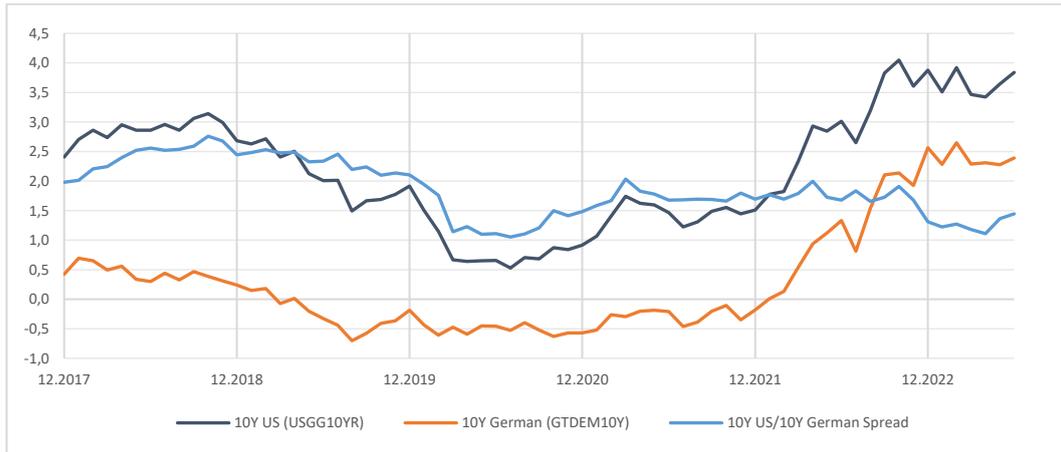
Source: Bloomberg

Revenu fixe marchés développés

Sous l'influence de la politique de resserrement de la Fed, la partie courte de la courbe des bons du Trésor américain a fortement augmenté. Les bons du Trésor échéance 2 ans affichaient un rendement de 4,9% fin juin tandis que l'échéance 10 ans avait à peine bougé depuis décembre, à 3,8%.

En Europe, les taux des emprunts d'État à 10 ans de l'Allemagne à 2,4% avaient fléchi par rapport à décembre (2,6%). Pour l'échéance 2 ans, le rendement est monté à 3,2%, dépassant son niveau de décembre dernier (2,7%).

Figure 6 : rendement des emprunts d'État 10 ans (%)



Source: Bloomberg

La courbe des rendements américains est restée inversée. Le spread entre les rendements des bons du Trésor échéance 2 ans et 10 ans s'est élargi à son maximum depuis plusieurs décennies.

Figure 7 : rendement des emprunts d'État 2 ans/10 ans



Source: Bloomberg

Les obligations d'entreprises « Investment Grade » (IG) mondiales (+3,1%) ont fait moins bien que les obligations d'entreprises à haut rendement (5,4%),

avec un écart de 200 points de base. Les spreads obligataires ont touché un point haut en mars, avant de revenir au niveau observé au début de l'année.

Dettes des marchés émergents

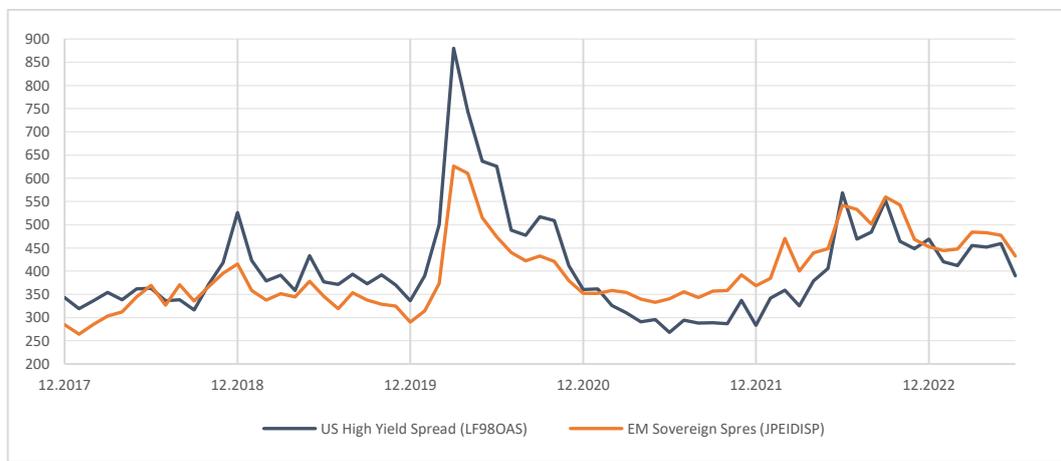
La performance de l'indice des marchés émergents était positive à tous les niveaux au premier semestre. L'indice global de la dette des marchés émergents en monnaie forte a gagné 3,6%. L'écart s'est resserré de 21 pb à 432 pb. La dette souveraine en monnaie locale a seulement progressé de 1,7%.

La dette émergente a bénéficié de spreads plus serrés, en phase avec une autre exposition aux spreads. En effet, le scénario d'atterrissage en douceur a été progressivement pris en compte. Néanmoins, cette

contribution positive a été en partie effacée par l'incidence négative des rendements supérieurs des bons du Trésor américain (dette des marchés émergents en monnaie forte).

Le segment à haut rendement de la dette émergente a signé la meilleure performance, en progression de 3,7% au premier semestre. Il a bénéficié de spreads plus serrés, tandis que les difficultés liées aux taux d'intérêt limitaient davantage la performance du segment IG.

Figure 8 : spreads dette émergente-haut rendement américain



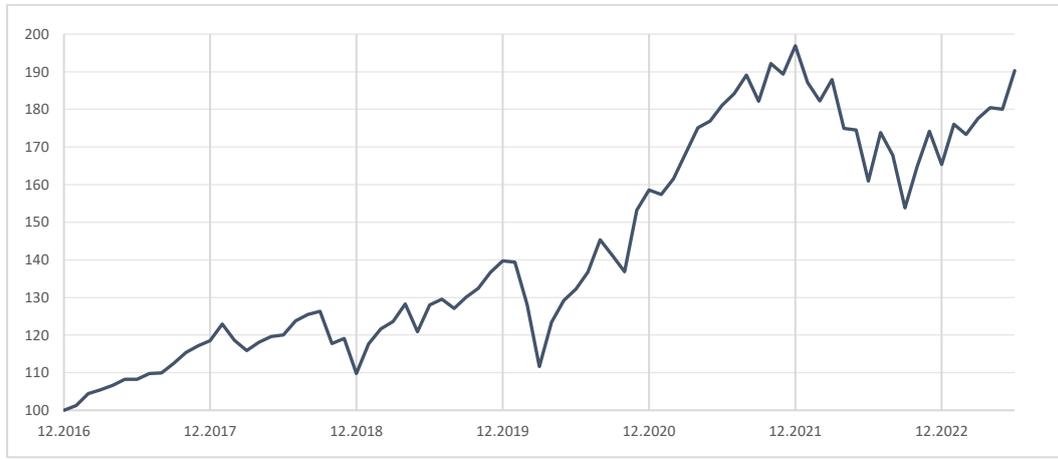
Source: Bloomberg

Actions

Il s'est révélé évident en juin que les marchés financiers ont intégré la performance du scénario idéal dans lequel les économies développées évitent une récession sévère avec baisse des prix. Les banques centrales peuvent alors réorienter leur politique et soutenir la croissance plutôt que lutter contre l'inflation. Les actions de grande capitalisation américaines gagnent près de 17%, leur meilleur premier semestre des 25 dernières années. L'indice équi pondéré américain progresse seulement de 7%. L'indice des grandes capitalisations européennes augmente de 13% en euro, mais les marchés défensifs traditionnels comme la Suisse et le Royaume-Uni réalisent une performance relativement médiocre. Ce dernier a même enregistré une rentabilité négative en monnaie locale sur le trimestre, soit une sous-performance depuis le début de l'année de plus de 10%. Les actions des marchés

émergents ont affiché une performance positive en termes absolus, mais ont peiné par rapport aux marchés développés depuis janvier du fait de la conjoncture en Chine. La réouverture de l'économie chinoise a contribué à un bon début d'année, mais des données économiques inférieures aux prévisions ont rapidement déçu. Aux États-Unis, la performance au deuxième trimestre des indices des valeurs de croissance (+7,1%), de qualité (+11,2%) et technologiques (+12,4%) était comparable à celle enregistrée au premier trimestre, portant leur performance semestrielle respective à 13,6%, 23,1% et 31,7%. Cette envolée portée par les titres technologiques a contrasté avec les piètres résultats des matières premières, comme l'énergie et les métaux industriels, et aussi avec les grands marchés émergents. En Chine notamment, l'indice All-share a fléchi de près de 10% au deuxième trimestre.

Figure 9 : indice Global Equity Index - monnaie locale (base 100 au 31/12/2016)



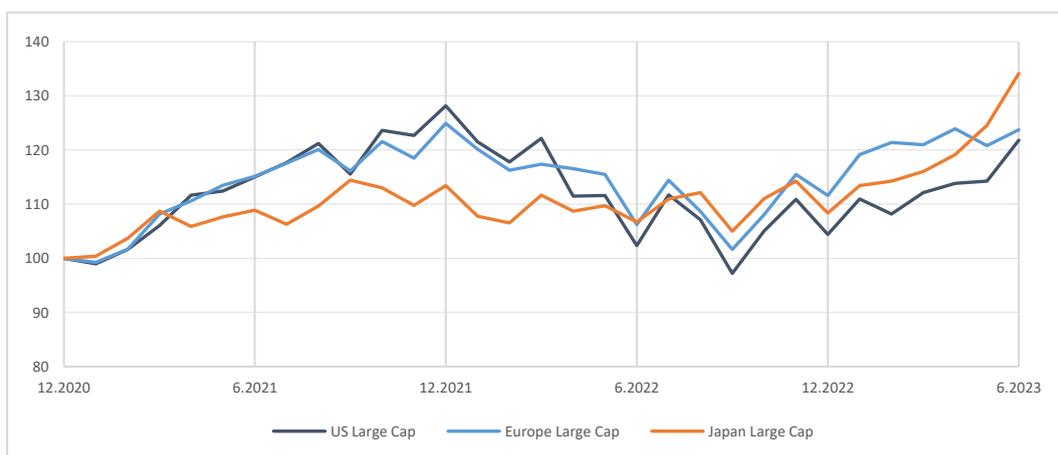
Source: Bloomberg

Quelques valeurs technologiques sont à elles seules à l'origine de la plupart des gains enregistrés cette année malgré des taux d'intérêt plus élevés. Ainsi les sept plus grandes capitalisations de l'indice S&P 500 – toutes des technologiques – sont en hausse de 86 % en moyenne depuis le début de l'année !! En parallèle, les autres 493 composantes de l'indice en question ont, dans l'ensemble, à peine bougé cette année. L'idée que l'intelligence artificielle va, grâce à ses algorithmes, générer plus de croissance et des gains de productivité a supplanté les inquiétudes que suscitaient les retombées négatives de la hausse des taux d'intérêt, réputée faire du tort aux actifs à durée longue, comme les sociétés dont l'essentiel des bénéfices seront réalisés à long terme. En guise d'illustration, les actions du fabricant de circuits intégrés NVIDIA ont monté en flèche, la capitalisation boursière d'Apple a pour la première fois franchi la barre des 3 000 milliards USD et le cours de Meta et Tesla a plus que doublé.

Cette évolution parabolique des cours concernant des valorisations élevées peut tout à fait durer. Mais les valorisations ont renoué avec leurs niveaux antérieurs à la pandémie, d'où un marché désormais vulnérable à une érosion de la confiance des investisseurs ou à des résultats décevants. Ce cocktail associant accélération des cours et avancée sur le marché d'un nombre restreint de valeurs a quelques points communs avec l'ère des dotcom qui avait finalement éclaté en mars 2000 !

Les fournisseurs d'indices classiques affichent cette année des performances très inégales. Si les valeurs de croissance ont surclassé les titres de valeur, les règles de construction et la composition des indices peuvent produire différents résultats. À titre d'exemple, Microsoft était la deuxième valeur dans l'indice S&P 500 Growth Index et la première dans l'indice S&P 500 Value Index ! Pour sa part, le chef de file du commerce électronique Amazon.com était la sixième composante de l'indice S&P 500 Growth et la troisième de l'indice S&P 500 Value Index.

Figure 10 : indices actions américains, européens et japonais (base 100 au 31/12/2020)



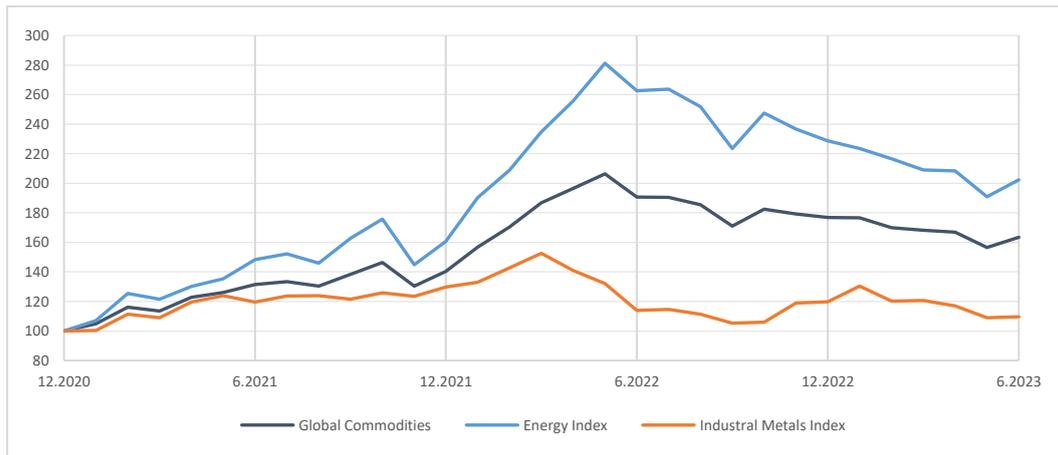
Source: Bloomberg

Matières premières – Pétrole et métaux industriels

L'indice Bloomberg Commodity a reculé pour la quatrième fois sur les cinq derniers trimestres. Un large éventail de matières premières a continué à

manquer d'allant, en partie du fait de l'atonie sur les marchés émergents, notamment en Chine et en Europe, et d'un dollar plus fort.

Figure 11 : indices matières premières (base 100 au 31/12/2020)



Source: Bloomberg

Matières premières – Or

Concernant les métaux précieux, l'or a enregistré une performance solide au premier trimestre (+8,0%), avant d'abandonner une partie de ces gains au

deuxième. Le métal jaune progressait de 5,2% en USD à la clôture du premier semestre (1 912,25 USD/oz). L'argent a terminé la période sur un repli de 4,9%.

Figure 12 : or, argent et cuivre (base 100 au 31/12/2020)



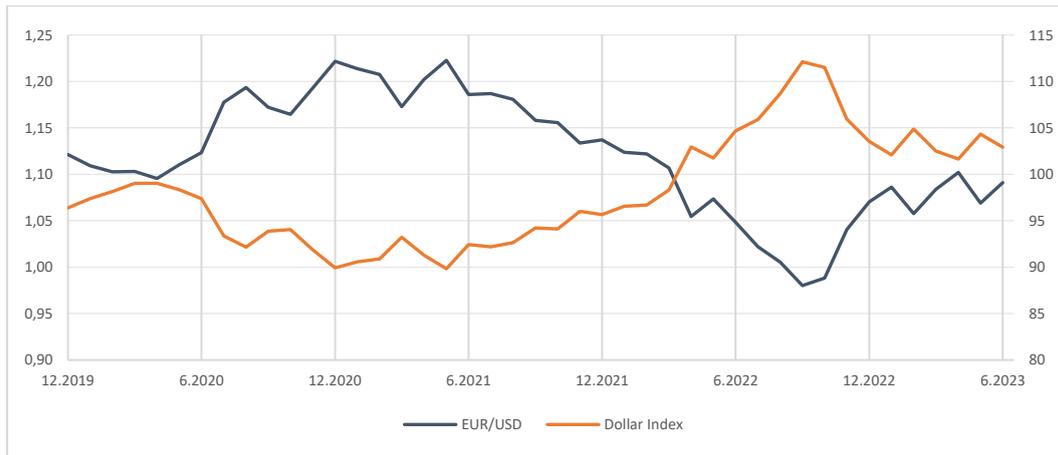
Source: Bloomberg

Devises

Après avoir atteint la parité avec l'euro en 2022, le dollar américain s'est affaibli au quatrième trimestre 2022 et sur les premiers mois de 2023. Les rendements réels plus attractifs (rendements des

emprunts d'État après déduction du taux d'inflation local) et les risques de récession en Europe semblaient plus prononcés qu'aux États-Unis.

Figure 13 : performance des devises face au dollar américain (%)



Source: Bloomberg

Tableau 2 : tableau des performances devises (%)

	1T23	2T23	1S23
Indice du dollar (DXY)	(0,91)	0,44	(0,59)
Emerging Markets Currency Index	1,93	(0,91)	0,95
EUR/USD	1,32	0,72	1,91
CHF/USD	1,09	2,22	3,22
GBP/USD	2,16	2,97	5,13
EUR/CHF	0,27	(1,53)	(1,27)
JPY/USD	(1,18)	(8,15)	(9,14)
CNY/USD	0,40	(5,32)	(4,91)

Source: Bloomberg

Le franc suisse a été bien orienté cette année. Soutenu par le relèvement des taux orchestré par la Banque nationale suisse (SNB), il s'est échangé à un niveau proche de son point haut depuis mai 2021 par

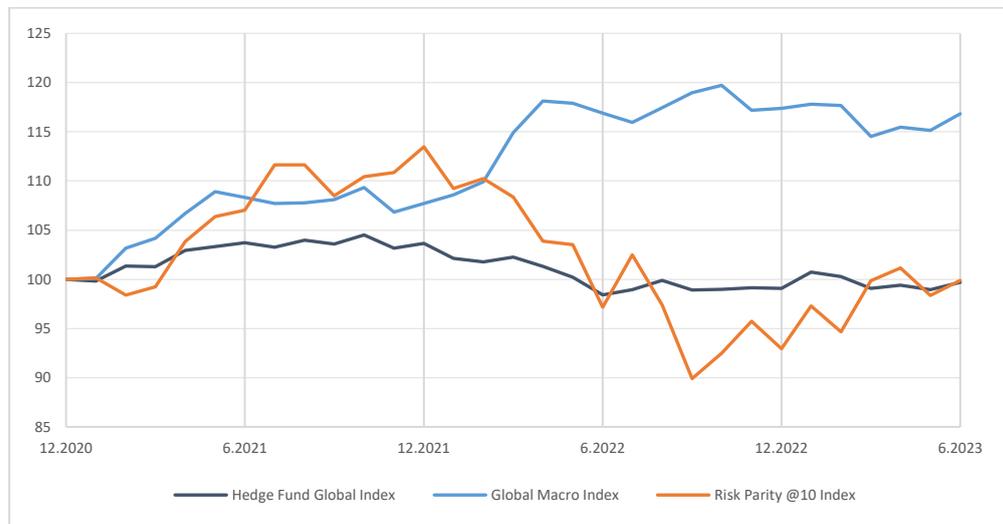
rapport au dollar américain. Le franc s'est apprécié de 5% depuis la fin février et figure parmi les devises les plus performantes du G-10 sur cette période.

Fonds alternatifs

Les stratégies Macro non corrélées, y compris les CTA de suivi de tendance, ont enregistré des gains modestes en 2023. L'indice HFRX Macro/CTA s'est

inscrit dans le rouge au premier trimestre (-2,3%), puis s'est redressé au deuxième (+2,8%), soit une progression minimale sur l'année (+0,25%).

Figure 14 : rentabilité des fonds alternatifs mondiaux (base 100 au 31/12/2020)



Source: Bloomberg

Tableau 3 : tableau de la performance des fonds alternatifs (%) en USD

	1T23	2T23	1S23
<i>Global Hedge Fund</i>	0,02	0,64	0,63
<i>Equity Hedge</i>	0,81	2,13	2,96
<i>Equity Hedge – Equity Market Neutral</i>	-0,29	1,19	0,89
<i>Event Driven</i>	-0,20	-2,75	-2,99
<i>Global Macro</i>	-2,43	2,01	-0,47
<i>Global Macro – Systematic Diversified CTA</i>	-5,75	6,78	0,70
<i>Relative Value – Multi-Strategy</i>	0,99	0,90	1,88
<i>Relative Value Fixed Income Convertible Arbitrage</i>	3,10	2,24	5,38
<i>Risk Parity @ 10</i>	7,46	0,12	7,49

Source: Bloomberg

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES AU DEUXIEME SEMESTRE 2023

Amélioration de l'activité économique mondiale

L'économie mondiale semble vivre une embellie. La réouverture de l'économie chinoise s'est traduite par une remontée, quoique limitée, de l'activité et la baisse des prix de l'énergie a laissé du répit aux ménages. Cependant, une politique monétaire restrictive continuera à limiter la demande globale. Le PIB réel mondial devrait ralentir, passant de 3,3% en 2022 à 2,7% en 2023, son taux de croissance annuel le plus bas depuis la crise financière mondiale. Il remonterait ensuite modestement à 2,9% en 2024.

L'amélioration observée au premier semestre s'explique par le fléchissement des prix de l'énergie, du gaz naturel notamment, et des perspectives plus prometteuses pour la Chine.

Si la croissance doit progressivement augmenter en 2024, les risques baissiers sont plus importants. L'inflation demeure obstinément élevée et menace une amélioration fragile de la croissance. Les banques centrales se voient obligées de durcir encore leur politique monétaire.

Tableau 4 : estimations de croissance du PIB réel (% variation annuelle)

	2023E	2024E
Monde	2,7	2,9
États-Unis	1,6	1,0
Zone euro	0,9	1,5
R.-U.	0,3	1,0
Japon	1,3	1,1
Chine	5,4	5,1
Inde	6,0	7,0

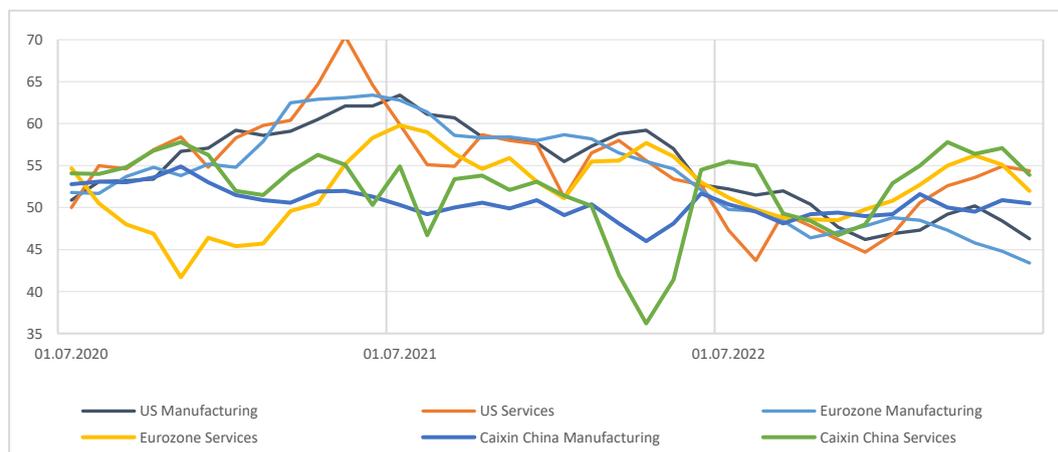
Source : Perspectives économiques OCDE, juin 2023

Indicateurs récents de l'activité en demi-teinte

Les indicateurs de l'activité sont mitigés. Le secteur manufacturier se montre poussif. L'essentiel du bon en avant observé début 2023 a été plus patent dans les services, soutenu par une remontée de la demande des ménages en Chine et une croissance

robuste aux États-Unis. Des conditions monétaires plus strictes sont désormais de mise sur les marchés immobiliers. Les prix dans ce secteur s'adaptent désormais à des conditions plus restrictives.

Figure 15 : indice des directeurs d'achats (PMI)



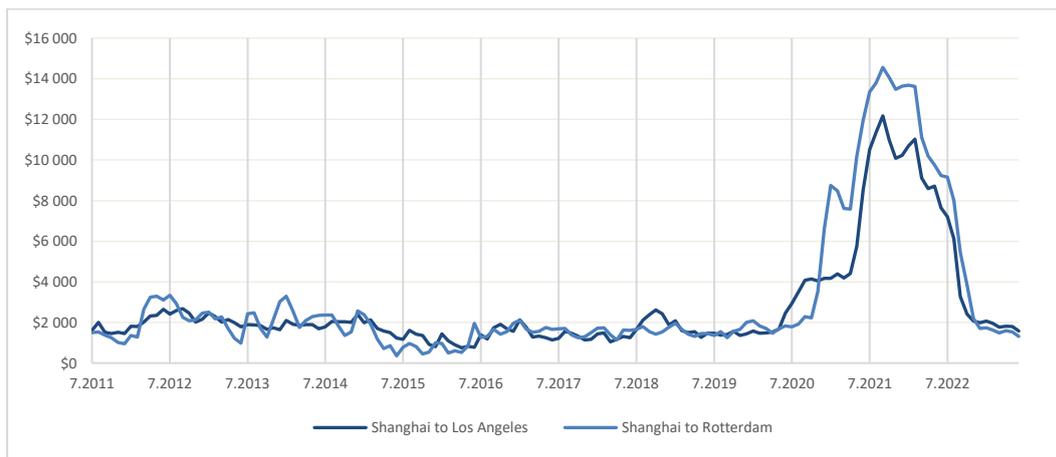
Source: Bloomberg

Reprise partielle des échanges commerciaux mondiaux

Les volumes des échanges commerciaux se sont redressés au premier trimestre 2023. Toutefois, le commerce mondial de biens est resté très frileux. Les prix des transports et les volumes du fret demeuraient bas et les mesures par sondage de nouvelles

commandes à l'exportation de produits manufacturés demeurent au même niveau, et ce malgré une amélioration des commandes à l'exportation de services.

Figure 16 : frais de transport (USD/conteneur 40t)



Source: Bloomberg

Les goulets d'étranglement qui touchaient les circuits d'approvisionnement mondiaux sont pratiquement résorbés et l'économie chinoise est désormais revenue à la normale.

Le risque sur l'offre de produits agricoles essentiels en provenance d'Ukraine a suscité des inquiétudes, mais les exportations mondiales de denrées alimentaires se sont relativement bien tenues.

Des conditions financières strictes et volatiles

La faillite de plusieurs banques régionales et l'éventualité d'une reprise forcée de Crédit Suisse ont créé des tensions importantes sur le système bancaire mondial. En atteste la hausse des contrats d'échange sur risque de crédit (CDS) de banques. Des mesures politiques sont venues promptement

stabiliser les conditions financières. L'augmentation du coût de financement des banques et les exigences de fonds propres supplémentaires amèneront vraisemblablement des conditions de crédit plus restrictives.

L'inflation en baisse, sauf dans les services du fait de tensions sur les marchés du travail

L'inflation reste plus modérée dans les plus grandes économies. Le ralentissement de l'activité freine la demande globale. Les prévisions d'inflation dans les économies émergentes sont peu à peu revues à la baisse. Les goulets d'étranglement sur les circuits d'approvisionnement s'estompent et les prix des matières premières diminuent.

Les prix des denrées alimentaires ont modestement progressé au premier semestre. Toutefois, les prix en hausse des services et l'inflation sous-jacente élevée restent une préoccupation, d'autant que les salaires montent sur des marchés du travail tendus. Les conditions sur ces marchés et, par suite, l'augmentation durable des salaires contribueront aux pressions inflationnistes en 2023 et 2024.

L'inflation devrait atteindre 4,2% en 2023 d'après les

prévisions, avant de reculer à 2,5% en 2024. Des prix de l'énergie moins élevés et une politique monétaire restrictive contribuent au ralentissement des hausses de prix. Ce fléchissement des prix de l'énergie a fait nettement refluer les risques inflationnistes en zone euro. Les prévisions d'inflation se situent à 6,4% pour l'Allemagne et à 5,2% pour la France.

L'inflation au Brésil et en Inde est estimée à environ 5,1% en 2023 et devrait ralentir à 4,6% en 2024 dans les deux pays. En Chine, les pressions sur les prix restent peu conséquentes du fait d'une reprise de la demande des consommateurs plus lente. Ainsi, contrairement à ce qui se passe dans les économies développées, l'inflation en Chine devrait augmenter au deuxième semestre 2023, en réponse à une hausse de la demande.

Conclusions

D'après nous, des taux d'intérêt plus élevés pénaliseront de plus en plus l'économie. Les banques centrales souhaitent empêcher une forte inflation permanente due à une politique monétaire trop laxiste. Contrairement à leur mode opératoire par le passé, les autorités monétaires prendront plus leur temps pour jauger la conjoncture avant d'abaisser les taux d'intérêt.

Auparavant négatifs, les taux d'intérêt (américains) réels sont désormais positifs. Des taux d'intérêt réels plus élevés sont bien plus importants que des taux nominaux pour l'économie. Des taux d'intérêt réels plus élevés accroissent donc le risque d'une récession économique plus sévère. Même en l'absence de hausses des taux, les taux d'intérêt réels augmenteront en phase avec la baisse de l'inflation.

POSITIONNEMENT DES CLASSES D'ACTIFS – 2S23 – JUIN 2023

Principales classes d'actifs

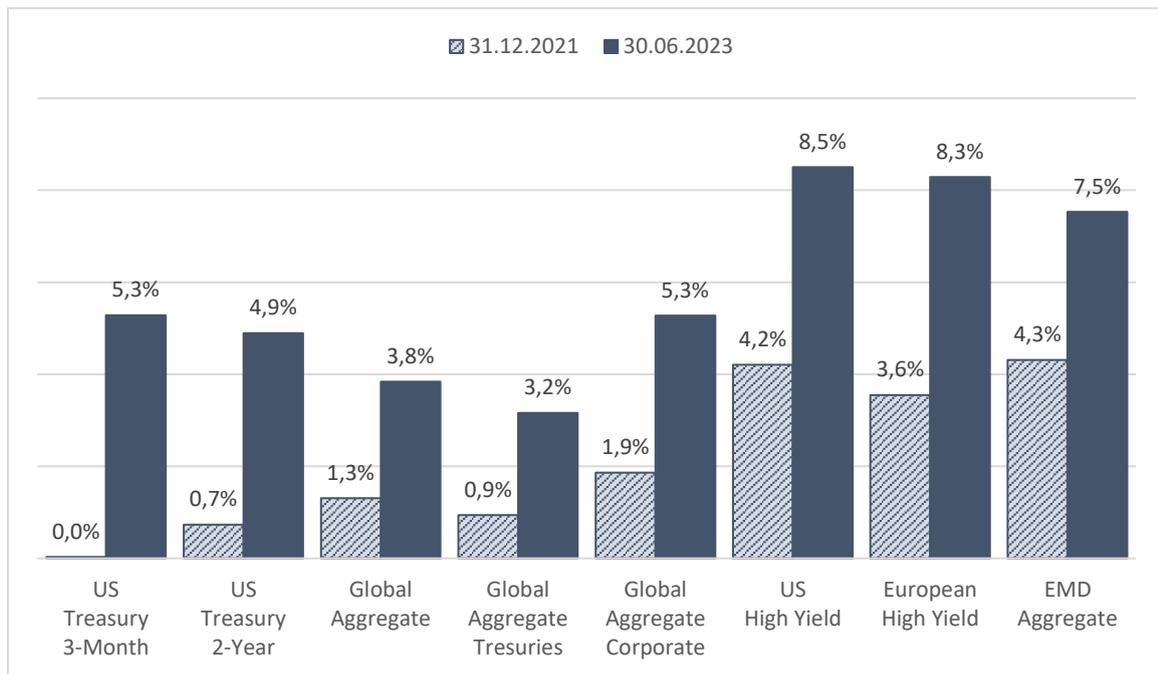
Le paysage de la plupart des classes d'actifs est transformé

L'année 2022 a été l'un des plus mauvais crus jamais enregistrés pour les marchés obligataires, du fait principalement du rythme effarant du durcissement monétaire. Mais cela veut dire que les conditions de marché pour les investisseurs de cette classe d'actifs se sont vraiment améliorées : les rendements sans risque sont plus élevés et les spreads de crédit

moins constituent un point de départ plus solide. Les rendements à long terme pourraient aussi avoir touché leur point haut, auquel cas les risques de duration sont largement inférieurs à leur niveau de l'an dernier. Tout cela contribue à un meilleur profil risque/rendement de la classe d'actifs.

Revenu fixe

Figure 17 : rendement obligataire (%)



Source: Bloomberg

Emprunts d'État des marchés développés

Dans l'univers des emprunts d'État, les politiques de taux d'intérêt plus élevés plus longtemps améliorent les perspectives pour les courtes échéances. Dans ce contexte, nous préférons les emprunts d'État à court terme en raison de leur revenu attractif dès lors que les taux d'intérêt à court terme intègrent ce thème de taux plus élevés plus longtemps.

Nous restons sous-exposés aux bons du Trésor américain, car nous escomptons des rendements plus élevés à long terme. Nous maintenons notre sous-pondération pour l'UE et le Royaume-Uni, mais nous augmenterons nos positions au gré des occasions lorsque les marchés reflèteront mieux la politique de taux plus élevés plus longtemps.

Crédit Investment Grade (IG) et haut rendement (HY)

Les obligations d'entreprise de haute qualité (IG) offrent généralement des caractéristiques défensives lors de périodes difficiles et un rendement attractif (5,3%) à ce stade. Les spreads actuels sont néanmoins étroits et ne reflètent pas le risque d'un imminent ralentissement de l'économie. Mieux vaut user de prudence même si les fondamentaux des sociétés sont solides grâce à l'importante liquidité accumulée et aux faibles besoins de refinancement. Les coûts d'emprunt supérieurs pénaliseront davantage les

obligations d'entreprise de moindre qualité (HY), dont les flux de trésorerie sont moins importants et les besoins de financement à court terme plus élevés. Les émetteurs de ce segment affichent, pourtant, de meilleurs bilans. Même si le rendement est à nouveau proche de sa moyenne à long terme à 8,5%, le spread actuel des obligations d'entreprise à haut rendement américaines (390 pb) et celui de leurs homologues paneuropéennes (456 pb) ne compensent pas les risques encourus par les investisseurs.

Dettes des marchés émergents (EMD)

D'après nous, l'économie américaine va continuer à ralentir, voire entrer en récession vers la fin 2023. La croissance annuelle du PIB des marchés émergents, en revanche, se situera à près de 4%. S'ouvrira alors une période où la croissance de ces marchés surclassera celle des pays développés. Des incertitudes planent toujours sur le taux définitif de la Réserve fédérale. Nous nous approchons, néanmoins, du terme du cycle de resserrement, d'où un reflux de la volatilité des taux d'intérêt. À en juger par les indices de volatilité, cette réévaluation du risque de taux d'intérêt a déjà commencé. Dans la plupart des pays émergents, l'inflation et les hausses de taux d'intérêt appartiennent au passé. Contrairement aux États-Unis, l'inflation sous-

jacente a rapidement ralenti et est attendue à 5%. De nombreuses banques centrales des marchés émergents ont déjà atteint le point haut de leur cycle de relèvement des taux d'intérêt et pourraient prochainement les abaisser. Les niveaux actuels sont extraordinairement hauts. Le rendement de la dette des marchés émergents est élevé par rapport à son historique à long terme en raison d'un différentiel important de la dette souveraine à haut rendement qui montre des signes de tensions. Ces obligations de pays en difficulté s'échangent avec une forte décote et ont fait monter le différentiel moyen de l'indice. Le segment BB+ se négocie à près de 450 pb, tandis que le spread des obligations notées B a franchi la barre de 650 pb.

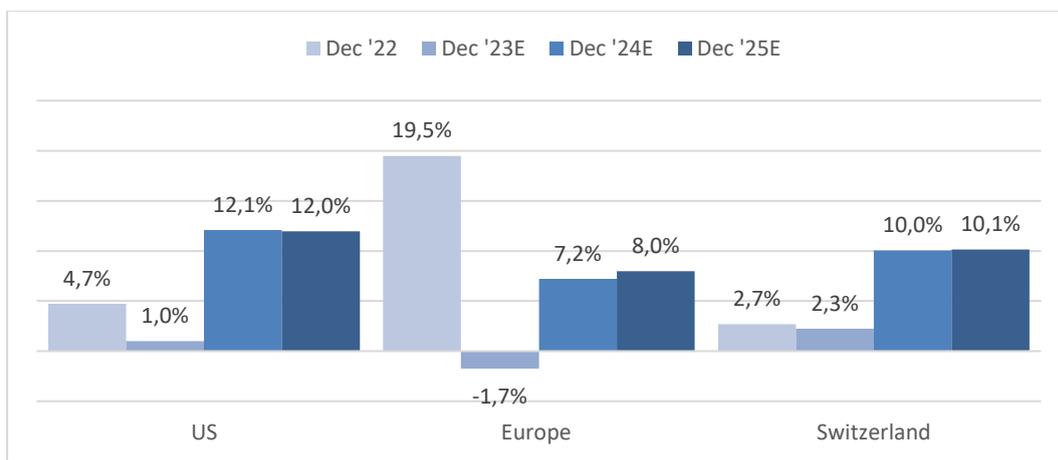
Actions

Perspectives bénéficiaires

Aux États-Unis, l'indice S&P 500 devrait s'inscrire en recul de 7,1% en variation annuelle au deuxième trimestre 2023. Il s'agirait de sa plus forte baisse depuis le deuxième trimestre 2020 et de son troisième trimestre consécutif de repli.

Les analystes anticipent toujours une croissance bénéficiaire au deuxième semestre 2023. Leurs prévisions sont de 0,1% au troisième trimestre et de 7,6% au quatrième et elles se situent à environ 1% pour 2023.

Figure 18 : croissance bénéficiaire (%)



Source: Factset

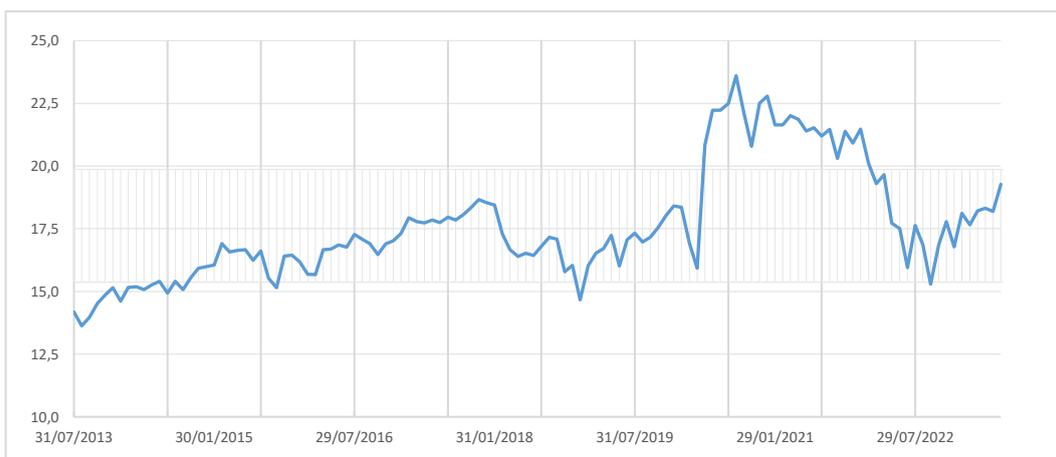
En Europe, Refinitiv I/B/E/S a estimé une croissance bénéficiaire trimestrielle sur la période allant du deuxième trimestre 2023 au deuxième trimestre 2024 de respectivement -8,3%, -8,7%, -3,2%, -9,1% et 9,0%.

Valorisations

Les transactions sur le marché d'actions américain s'effectuent au-dessus des moyennes sur plusieurs années pour plusieurs paramètres, comme le ratio

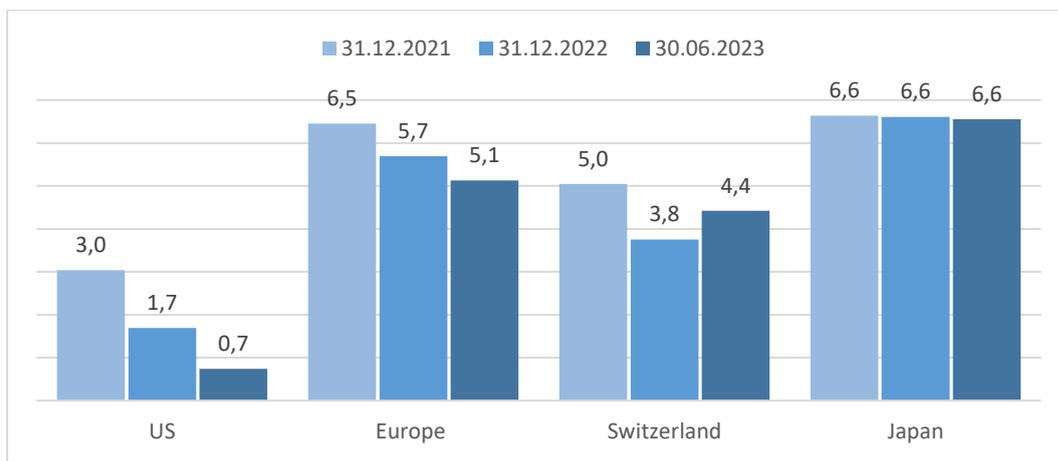
cours/bénéfices prospectif sur 12 mois, le ratio cours/bénéfices réel de Shiller ou encore le ratio cours/valeur comptable.

Figure 19 : valorisation des actions américaines (ratios cours/bénéfices prospectifs sur 12 mois)



Source: Bloomberg

Figure 20 : prime de risque actions ¹ (%)



Source: Bloomberg

¹ Rendement réel action – Rendement obligataire sur 5 ans

Actions des marchés développés (DM)

Les actions n'ont pas manqué de surprendre les investisseurs au premier semestre 2023. Les indices ont affiché des rentabilités à deux chiffres aux États-

Actions américaines – En règle générale, la performance du marché entre le dernier relèvement et le premier abaissement des taux par la Fed est motivée par la conjoncture économique. Les actions ont connu un mouvement haussier en 1984, en 1995 et en 2018 lorsque l'économie évitait une récession.

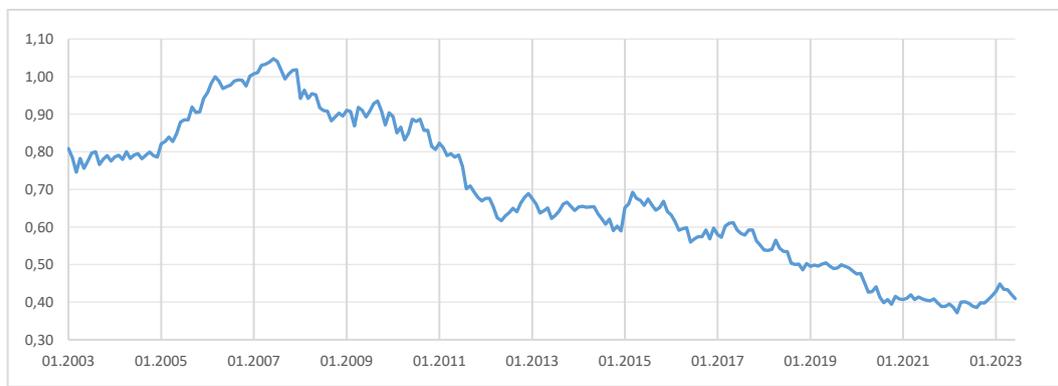
Actions européennes – Depuis 2007, les actions européennes ont fait moins bien que les actions américaines en monnaie locale (figure 19). Cette

Unis, en Europe et au Japon, alors même que le cycle de resserrement monétaire le plus rapide depuis les années 1980 était source de difficultés.

La chute brutale de l'inflation depuis des niveaux élevés a eu une incidence positive sur les actions comme en 1953, en 1974 et en 1980. L'heure étant aux « taux plus élevés plus longtemps », nous n'anticipons ni une baisse de l'inflation ni une baisse des taux d'intérêt avant l'an prochain.

piètre performance s'explique principalement par le différentiel de croissance bénéficiaire entre ces marchés.

Figure 20 : performance relative actions européennes/actions américaines (rentabilité totale en monnaie locale)



Source: Bloomberg

Actions japonaises – La politique monétaire laxiste de la Banque du Japon, des bilans solides et des valorisations attractives soutiennent le marché. Le principal risque pour les actions nippones serait une

volte-face des opérations de portage financées en yen lors d'une phase d'aversion au risque, ce qui entraînerait une hausse brutale du yen.

Actions des marchés émergents

Les marchés émergents ont signé une performance positive au premier semestre 2023. Toutefois, ils ont fait moins bien que les marchés développés, avec un écart de plus de 10% malgré un dollar américain plus

faible. Plusieurs raisons nous amènent néanmoins à rester optimistes quant à la capacité de ces marchés à bien se porter au deuxième semestre.

Une croissance du PIB divergente : tandis que la croissance du PIB des économies développées (États-Unis et Europe) décélère, elle se redresse dans les marchés émergents. Les banques centrales des premières ne sont pas loin de porter leurs taux d'intérêt à leurs points hauts pour modérer l'inflation. Celles des marchés émergents sont à un

autre stade de leur cycle de resserrement monétaire. Comme nous l'avons déjà précisé, la croissance du PIB des marchés émergents devrait être supérieure à celle des économies développées. L'ampleur de cet écart est généralement associée à une surperformance des actions des marchés émergents par rapport à celles des marchés développés.

Une croissance des bénéfiques : sur les dix dernières années, les actions émergentes ont vu leur bénéfice par action croître mollement. Une progression soutenue est désormais attendue, au-delà des prévisions de croissance bénéficiaire de marchés développés majeurs comme les États-Unis ou

l'Europe. L'Asie émergente mène le bal, surtout la Chine et l'Inde dont le taux de croissance devrait dépasser 5%. L'économie chinoise rencontre des difficultés, mais reste toutefois en mesure de faire mieux que les économies développées, à la croissance terne.

Des valorisations attractives : enfin, les actions des marchés émergents se négocient avec des valorisations relatives attractives par rapport aux

actions des marchés développés. Sur la base du ratio cours/bénéfices réel de Shiller, la décote actuelle est d'environ 50 %.

Matières premières - Or

Le métal jaune fait office d'actif refuge fiable et de couverture contre l'inflation en période d'instabilité économique et de turbulences sur les marchés. Et il n'aura pas dérogé à la règle en 2023, tout particulièrement au premier trimestre alors que l'inflation, le plafond de la dette américaine et les taux en fin de parcours suscitaient de plus en plus d'incertitudes. Une légère contraction de l'activité

aux États-Unis et une diminution de l'inflation pourraient donner lieu à un deuxième semestre plus neutre pour l'or. Disposés à prendre plus de risques, les investisseurs privilégieront d'autres actifs. À l'inverse, une récession plus prononcée, avec pour corollaires une volatilité accrue et une aversion au risque, constituerait un environnement plus favorable pour cette classe d'actifs.

Fonds alternatifs

Les conditions de marché actuelles soutiennent les stratégies de fonds alternatifs dans la mesure où celles-ci fournissent des sources d'alpha à partir des marchés et assurent une diversification efficace de portefeuille en périodes de récession.

Global Macro – Les stratégies Global Macro devraient être bien orientées. Les incertitudes persistent en effet et l'inflation devrait soit égaler soit dépasser les prévisions prises en compte à ce stade. L'assouplissement quantitatif – un contexte où la recherche de rendement au-delà d'un certain degré de risque et les stratégies axées bêta étaient plus attractives que de multiples sources d'alpha – a touché à son terme. La grande dispersion qui en résulte engendrera diverses opportunités d'alpha à saisir pour les gérants Macro.

Avec la démondialisation enclenchée, les économies seront moins interdépendantes et les politiques monétaires et budgétaires divergeront. En résulteront une volatilité élevée des taux et des monnaies et une dispersion d'une classe d'actifs et

d'une région à une autre. Un contexte propice pour les gérants Macro particulièrement habiles.

Parité des risques – Les stratégies de parité des risques systématique sont prêtes à faire leur retour. Les obligations reprennent le rôle de diversification de portefeuille qu'elles ont traditionnellement joué. Le risque de récession pointe et les stratégies actions pourraient se retrouver en difficulté, ce dont bénéficieraient les obligations à long terme. Ce contexte est favorable pour les stratégies de parité des risques surexposées au revenu fixe.

Long/Short – Les incertitudes étant de mise, différents scénarios devraient se dessiner. Les analystes, en effet, formulent des points de vue plus divergents qu'à l'accoutumée. Voilà qui pourrait générer plus d'opportunités d'alpha, un contexte favorable pour les gérants Long/short (L/S) ingénieux. D'après nous, le potentiel haussier des actions est limité et les spreads devraient se resserrer. La directionnalité réduite des stratégies L/S et la nature particulière de la source de rémunération présentent donc des avantages.

Devises

Alors que les taux d'intérêt se normalisent sur les différents marchés, les stratégies Momentum et les opérations de portage sont à nouveau source de performance sur les marchés des changes.

Dollar américain (USD) : toujours sous pression

L'écart au niveau du cycle de resserrement monétaire entre la Fed et la BCE au cours des prochains trimestres sera le principal déterminant du taux de change EUR/USD. Le marché escompte une interruption des relèvements pendant plusieurs mois du côté de la Fed. La BCE devrait lui emboîter le pas. À court terme, la réponse intransigeante de la BCE à une inflation élevée et figée sera un facteur de

soutien pour l'euro dès lors que de nouvelles hausses seront à l'ordre du jour. Le principal risque pour cette politique serait une récession plus marquée en zone euro. La BCE se verrait alors obligée d'abaisser vigoureusement ses taux pour soutenir l'économie et alors seulement la monnaie unique commencerait à s'affaiblir.

Yen japonais (JPY) : l'atout d'un différentiel de taux plus restreint

Non seulement la politique monétaire laxiste de la Banque du Japon s'oppose au resserrement décidé dans d'autres économies développées, mais elle semble aussi intenable. L'inflation s'est normalisée et une approche plus conciliante n'est plus nécessaire. Renoncer à dompter la courbe des rendements ne

semble toujours pas à l'ordre du jour. Les attentes du marché à l'égard des deux banques centrales impliquent que le différentiel de taux devrait se réduire, d'où un yen plus fort. Un yen plus fort obligerait à clore certaines opérations de portage.

Yuan chinois (CNY) : des pressions à la baisse

Une croissance décevante et les mesures de relance supposées ont affaibli le yuan, d'où des pressions concurrentielles sur d'autres monnaies émergentes. En outre, les baisses de taux que s'approprient à acter les banques centrales des marchés émergents vont

réduire le différentiel de taux des monnaies émergentes par rapport aux monnaies des marchés développés. D'après nous, les monnaies des marchés émergents ne devraient représenter ni une opportunité ni un risque pour la période à venir.

Franc suisse : appelé à briller dans un contexte de baisse des taux

La Banque nationale suisse (SNB) s'est montrée extrêmement intransigeante depuis quelques mois. L'inflation reste pourtant bien inférieure en Suisse à ce qu'elle est dans d'autres économies développées. Elle se situait à 2,2% en variation annuelle en mai, soit le taux le plus bas depuis l'invasion de l'Ukraine. Comme l'or ces vingt dernières années, le franc se porte bien sur fond de politiques de relance monétaire des principales banques centrales. Le taux pondéré par les échanges extérieurs avait augmenté

de 10% lors du cycle de réduction des taux de la Fed et de la BCE en 2001-2002. Il avait ensuite gagné 13% dans les premiers temps de la crise financière de 2007-2008, puis 7% lorsque la Fed avait abaissé ses taux en 2019-2020.

Le franc suisse reste une bonne couverture contre les risques en fin de cycle et bénéficie d'une banque centrale plus interventionniste et de meilleurs rendements que le yen japonais.

Deuxième semestre 2023 : les grands enjeux à l'heure d'investir – Allocation d'actifs en juillet

La croissance mondiale décélère, le principal risque étant un ralentissement généralisé. Les indicateurs prospectifs suggèrent un reflux des pressions inflationnistes. Les chaînes d'approvisionnement sont revenues à la normale et les prix des matières premières ont diminué. Les taux d'intérêt américains ont atteint ou atteindront prochainement leur niveau maximal, tandis qu'ils devraient encore augmenter en Europe. La politique de la Chine, en revanche, reste accommodante et des mesures de relance sont appelées à dynamiser l'économie. Les rendements

obligataires se révèlent intéressants et les spreads de crédit sont proches de leurs moyennes à long terme, soutenus par les fondamentaux de crédit. Le ratio risque/rendement actuel n'est pas intéressant pour les actions. Le spectre de la récession se dresse aux États-Unis et ailleurs et la trajectoire de l'inflation sous-jacente est encore incertaine, même si la désinflation est vraisemblablement amorcée. Par ailleurs, les valorisations sont relativement généreuses, exception faite des marchés émergents.

Tableau 5 : positionnement par classe d'actifs

	Stratégique	--	-	0	+	++	Tactique
Trésorerie	-			■			2,0
Revenu fixe	40,0	□ →	■				36,0 ¹
Actions	50,0		■				48,0 ²
Or	2,0			■ ←	□		2,0
Perspectives fonds alternatifs	8,0					■	12,0 ³

Trésorerie

Notre allocation à la trésorerie, qui représente 2%, est résiduelle plus que fondamentale.

Contrairement à ces dernières années, la trésorerie génère enfin un rendement.

Revenu fixe

La croissance économique ralentit, mais l'inflation demeure trop élevée pour que les banques centrales revoient leur politique monétaire. Des relèvements par paliers progressifs sont attendus dans les

marchés développés, mais le plus gros du cycle est derrière nous. Les autorités monétaires des marchés émergents réfléchissent au calendrier pour commencer à baisser leurs taux.

Emprunts d'État (Duration) – Sous-pondération maintenue, mais se rapprochant de neutre

Nous avons renforcé notre allocation en jouant de prudence puisque les rendements sont plus attractifs. Nous sommes néanmoins conscients des méfaits éventuels de la volatilité des taux d'intérêt sur les obligations à longue échéance malgré les rendements plus intéressants des actifs à revenu fixe. Leur niveau de départ actuel est engageant pour les investisseurs obligataires et ces rendements constitueront un moteur de la performance

obligataire totale, tout particulièrement dans un scénario de « taux plus élevés plus longtemps ». Nous avons accru notre allocation au gré des occasions, mais restons toutefois sous-exposés aux obligations souveraines dont la sensibilité aux taux d'intérêt est réduite (duration inférieure). Nous chercherons à renforcer notre exposition (duration) une fois que les pressions inflationnistes auront diminué.

¹ Dont 5% en crédit L/S

² Dont 2% en actions américaines L/S

³ En ajoutant 7% de Long/Short y compris revenu fixe et actions

Investment Grade (IG) et haut rendement (HY, crédit) – Surpondération mais prises de bénéfices en vue

Les obligations d'entreprise ont tiré profit d'une dissipation des craintes d'un atterrissage brutal, de l'incertitude entourant le rythme du durcissement des conditions monétaires et d'une offre moins importante. Les spreads obligataires de la catégorie IG se négocient à leur moyenne sur 10 ans, mais le rendement global est supérieur. Les spreads devraient légèrement se resserrer au deuxième semestre 2023. Une profonde récession semble moins probable et les fondamentaux des entreprises sont robustes. Les résultats et l'EBITDA ont toutefois reculé depuis leurs points hauts récents. Les notations ont commencé à être révisées à la baisse

sur le segment de la dette-levier américaine et le taux des prêts en souffrance devrait s'établir à 4-4,5% fin 2023. Il convient de souligner que le marché actuel des prêts est de moins bonne qualité que lors de cycles précédents, avec une grande partie de prêts notés B. Les rendements demeurent intéressants en termes absolus, mais les spreads de crédit s'échangent à un niveau proche de la moyenne sur dix ans. Dans la mesure où notre scénario principal retient toujours une croissance molle et une inflation sous-jacente figée, nous anticipons un élargissement des spreads au deuxième semestre.

Dette des marchés émergents (EMD) – Allègement envisagé, mais surpondération maintenue

La dette émergente en monnaie forte (HC) offre à la fois des taux réels relatifs attractifs par rapport aux marchés développés et des opérations de portage intéressantes. Les rendements des bons du Trésor américain ont atteint de nouveaux points hauts du fait de meilleures statistiques économiques aux États-Unis et d'une inflation figée persistante. Le surplus de rendement réel en monnaie locale (LC) par rapport aux marchés développés a brutalement chuté. Pour cause, l'inflation a plus augmenté que les rendements nominaux, mais diminue désormais et pourrait apporter un répit. Les spreads des obligations d'entreprise (IG et HY) sont proches de leurs niveaux

moyens, mais offrent un surplus de rendement réel supplémentaire et un endettement net inférieur que les émetteurs américains. L'immobilier chinois peine toujours à se relever, même si les promesses d'incitations doivent encore faire leurs preuves. La dette émergente reste attractive, car la désinflation permet d'ores et déjà aux banques centrales de cette région d'abaisser leurs taux. Le segment en monnaie locale devrait en bénéficier. Nous pourrions alléger notre exposition à mesure que la remontée se prolongera et maintenons notre surpondération pour l'instant.

Actions – Sous-pondération confirmée

La résistance inattendue de l'économie américaine et une remontée des géants technologiques aux

États-Unis sont venues interroger notre approche somme toute prudente à l'égard des actions.

Actions américaines – Sous-pondération

Étant donné l'indicateur d'activité récent de Goldman Sachs et le fléchissement des ventes de détail réelles sur huit des douze derniers mois, l'économie réelle piétine. Ajoutons-y quelques observations d'ordre macro inquiétantes : l'inversion de la courbe des rendements s'est renforcée, la masse monétaire réelle reste négative et les exigences bancaires en matière de prêts sont plus strictes. S'agissant des valorisations, le ratio cours/bénéfices prospectif du S&P à fin juin ressort à 21,8, contre une moyenne à long terme de 15. Signalons un écart entre les 7 premiers géants boursiers (ratio cours/bénéfices moyen de 32) et le

reste du marché (16,5), plus proche de la moyenne à long terme. Le marché hors géants semble plus intéressant du point de vue des valorisations. Les bénéfices de ces valeurs sont toutefois plus sensibles à l'activité économique. Si les révisions à la baisse devenaient monnaie courante, leurs valorisations pourraient devenir plus chères. Dans ce contexte, nous réitérons notre positionnement prudent (sous-pondération et faible bêta). Le ratio risque/rendement des actions américaines n'est pas intéressant (risque baissier asymétrique). Nous admettons toutefois que la dynamique observée au deuxième trimestre 2023 peut durer.

Actions européennes – Surpondération par rapport aux actions américaines

Compte tenu de la conjoncture économique et de la politique monétaire agressive de la BCE décalée dans le temps, les investisseurs devraient se préparer à des trimestres plus difficiles. Néanmoins, nous avons de bonnes raisons de penser que les actions européennes feront mieux que celles des autres grands marchés développés. Tout d'abord, les sociétés européennes enregistrent des bénéfices

supérieurs aux estimations. Jusqu'au deuxième trimestre 2023, les sociétés publient dans l'ensemble des résultats qui dépassent de 6,0% les estimations. Par ailleurs, les valorisations restent bon marché au fil du temps et en termes relatifs par rapport aux actions américaines. Troisièmement, les marchés européens restent amples alors qu'aux États-Unis, certaines valeurs monopolisent le marché.

Actions japonaises – Surpondération

Nous restons confiants concernant les actions japonaises en raison de plusieurs facteurs favorables. Le pays s'est fermement engagé sur la voie d'une meilleure gouvernance, le yen japonais est plus faible et les annonces de rachats d'actions soutiennent les bénéfices et les valorisations attractives. Nous sommes conscients du récent mouvement haussier du marché, avec une augmentation

équivalente des bénéfices à court terme. Nous admettons également que les conditions économiques à court terme restent délicates à l'échelle mondiale. La reprise en Chine est molle et les perspectives économiques pour les États-Unis plus atones. Une éventuelle pause ou correction à court terme nous amènerait à renforcer notre surpondération.

Actions des marchés émergents – Surpondération confirmée d'après la dynamique des résultats et les valorisations

Les marchés émergents ont fait moins bien cette année en raison d'inquiétudes macroéconomiques d'ordre mondial, de risques géopolitiques et de la trajectoire du dollar américain. Après plusieurs années marquées par une diminution du différentiel de croissance (à savoir depuis la crise financière mondiale), les économies émergentes se tiendront à nouveau mieux que les marchés développés en termes de croissance. En parallèle, la

croissance bénéficiaire devrait être plus élevée dans les marchés émergents que dans les marchés développés en 2024. Les valorisations ont atteint certains de leurs niveaux les plus attractifs jamais enregistrés. Les actions des marchés émergents s'échangent actuellement avec un ratio cours/bénéfices juste en deçà de 12x sur les douze prochains mois, ou juste au-dessus de sa moyenne à long terme de 11,3x.

Matières premières – Or : exposition ramenée à neutre

L'or vise à offrir une diversification lorsque les marchés connaissent des turbulences et une couverture face à l'inflation et à un dollar américain plus faible. Notre exposition à l'or s'est extrêmement bien tenue tout au long de 2022 et au premier semestre 2023. Des difficultés s'invitent néanmoins au deuxième semestre, comme une pression à la hausse sur les

taux d'intérêt réels et une pression à la baisse du côté de l'inflation. C'est pourquoi nous avons réduit notre exposition à neutre, soit une allocation de 2%, contre 3% précédemment. Nous n'hésiterions pas à augmenter notre allocation à l'or si le spectre d'une récession plus profonde venait à planer, et ce tant que l'inflation ne serait pas d'ici là entièrement maîtrisée.

Fonds alternatifs : maintenir la surpondération

Nous voilà à un carrefour : nous allons assister soit à un atterrissage en douceur de l'économie américaine, soit à de nouvelles hausses de taux afin de contrôler une inflation plus élevée. Cela se traduit, dans les deux cas, par un environnement de marché très incertain avec de fortes perturbations touchant les prix et la liquidité. Les circonstances de cette nature créent des occasions à court terme pour les gérants habiles et peuvent faire naître de

nouvelles tendances. Dans les deux cas, les stratégies Macro et de suivi de tendances sont bien placées pour saisir les sursauts de volatilité et inversions de tendance. Dans l'ensemble, notre exposition aux fonds alternatifs a été conçue dans l'optique d'un bêta peu élevé, à l'exception de la stratégie Parité des risques qui fournit une exposition efficace au bêta dans les différentes classes d'actifs.

Tableau 6 : positionnement des fonds alternatifs

	--	-	0	+	++
Parité des risques					■
Global Macro					■
CTA					■
L/S Credit				■	
L/S Equity				■	

Devises

Dollar américain (USD)

En Europe, la BCE devrait continuer à relever ses taux ; la Fed a fait une pause. Nous estimons dans l'ensemble que le dollar américain devrait rester faible. Une meilleure dynamique économique et

l'écart de rendement sur deux ans favorisent l'euro, qui reste bon marché du point de vue de la parité du pouvoir d'achat.

GRILLE D'ALLOCATION D'ACTIFS – EURO – juillet 2023

La grille suivante s'applique à nos portefeuilles diversifiés :

	Neutre en %	Juillet 2023 en %		Fourchette en %
Dépôts à court terme	-	2,0	↻	0 – 20%
Revenu fixe	40,0	31,0	⌚	15 – 55%
Emprunts d'État	10,0	3,0		
Crédit – Investment Grade	10,0	6,0		5 – 45%
Crédit – Haut rendement	5,0	6,0		
Dettes des marchés émergents	5,0	6,0		0 – 20%
Flexible	-	10,0		0 – 15%
Actions	50,0²	46,0	⌚	20 – 60%
Marchés développés				15 – 55%
Europe	30,0	29,0		
Amérique du Nord	15,5	10,0	↻	
Asie Pacifique dont Japon	2,0	2,0		
Marchés émergents	2,5	5,0		5 – 30%
Matières premières	2,0	2,0		0 – 15%
Or	2,0	2,0		0 – 5%
Autres matières premières	-	0,0		0 – 10%
Fonds alternatifs	8,0	19,0		0 – 25%
Parité des risques	3,0	4,0	⌚	0 – 10%
Global Macro	3,0	4,0	⌚	0 – 10%
Suivi de tendance	2,0	4,0	⌚	0 – 10%
Long/Short (L/S)				0 – 10%
L/S Credit	-	5,0	↻	
L/S Equity	-	2,0	↻	
Autres	-	-		0 – 10%
	100,0/100,0			

DISCLAIMER

The Forum Finance Group S.A. (FFG) is authorised by FINMA as asset manager and registered with the SEC as investment adviser. Although every care has been taken by The Forum Finance Group S.A. (FFG) to ensure the accuracy of the information published, no warranty can be given in respect of the accuracy, reliability, up-to-datedness or completeness of this information. FFG disclaims, without limitation, all liability for any loss or damage of any kind, including any direct, indirect or consequential damages, which might be incurred through the use of this document. The entire content of this document is subject to copyright with all rights reserved. You may not reproduce (in whole or in part), transmit (by electronic means or otherwise), modify, or use for any public or commercial purpose this document without the prior written permission of FFG. Please go to www.ffgg.com for our full disclaimer.

FFG

FORUM FINANCE

1994

The Forum Finance Group SA

65, rue du Rhône — CH-1204 Genève — P.O Box — CH-1211 Genève 3 — T +41 22 552 83 00

FFGG.COM