

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT SEMESTRIELLES 2016

FAIRE PREUVE DE PRUDENCE

Malgré des taux d'intérêt faibles et une volatilité accrue, les opportunités de placement sont nombreuses. Toutefois, étant donné les nombreux risques à venir, il convient, pour les investisseurs, de faire preuve de prudence

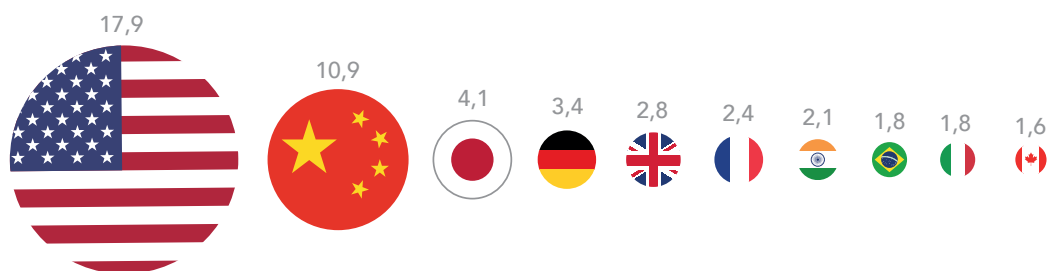
AMSTERDAM
BRUXELLES
LONDRES
LUXEMBOURG
MADRID
MONACO
MUNICH
PARIS



LES 10 PLUS GRANDES ÉCONOMIES DU MONDE EN CHIFFRES

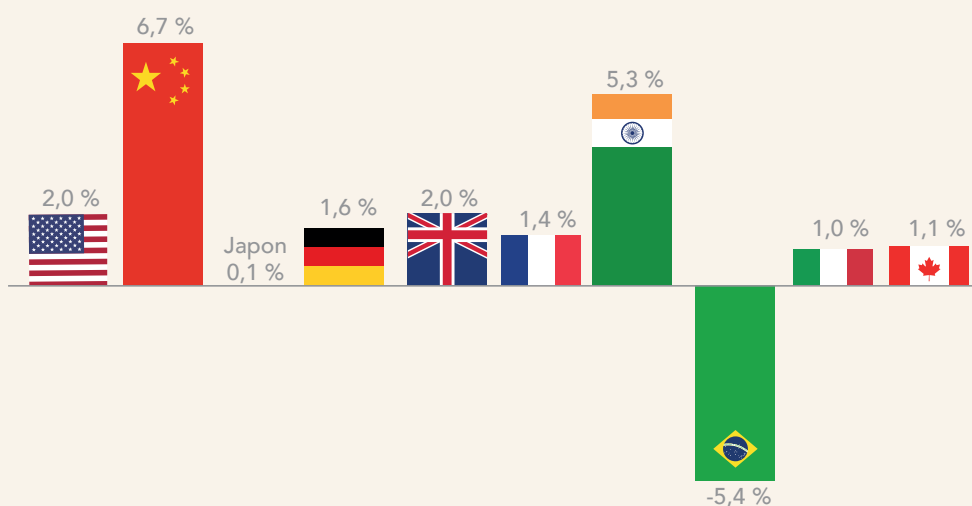
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT

Nominal en 2015, en mille milliards USD



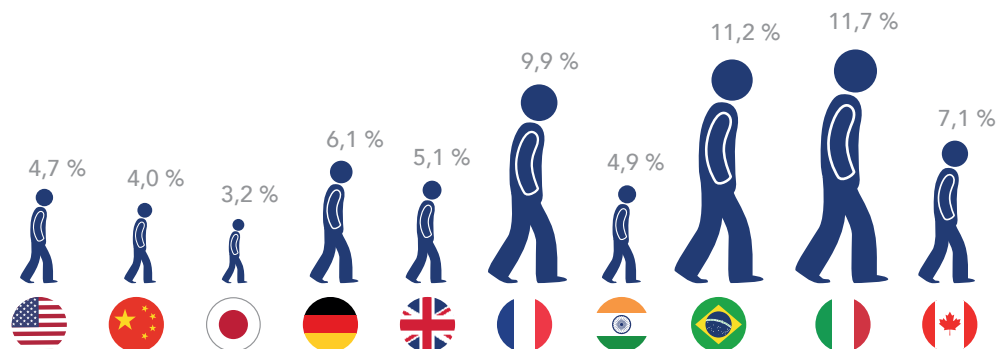
TAUX DE CROISSANCE DU PIB

Q1 2016, glissement annuel



TAUX DE CHÔMAGE

Avril/mai 2016, en % de la population active



Sources : Bloomberg, Eurostat, FMI

UN RYTHME LENT ET RÉGULIER

Malgré les craintes très répandues de catastrophe imminente, suscitées par des événements comme le vote en faveur du Brexit, les perspectives économiques mondiales restent légèrement favorables.



Même avant la décision fatidique du Royaume-Uni, les perspectives de l'économie mondiale paraissaient de plus en plus défavorables à de nombreux observateurs.

Le Fonds monétaire international, par exemple, a réduit ses prévisions concernant la croissance mondiale en 2016 de 3,6 à 3,4 % en janvier, puis à 3,2 % en avril, un chiffre à peine plus élevé que le taux de 3,1 % affiché l'an passé.

Nous sommes conscients de l'existence de nombreux facteurs de risque au second semestre, mais pensons néanmoins que le PIB mondial progressera d'environ 3 % en 2016.

Examinons tout d'abord la santé de la plus grande économie mondiale. Après un premier trimestre décevant, avec une hausse du PIB à peine supérieure à 1 %, l'économie américaine a progressé au deuxième trimestre, avec une croissance qui devrait atteindre près de 3 %.

La consommation des ménages en est le principal moteur, reflétant le plus faible taux de chômage enregistré aux États-Unis depuis 2008 et le plus faible nombre de demandes d'indemnisation chômage depuis 1970. En conséquence, les salaires américains commencent à augmenter, ce qui continuera à étayer la confiance des consommateurs et accentuera les dépenses des ménages au second semestre.

Toutefois, à l'heure actuelle, les inves-

tissements américains sont dominés par l'épargne et la croissance de la productivité reste faible, comme dans le reste du monde. En témoigne le niveau de confiance plus faible dans le secteur manufacturier que dans le secteur tertiaire, une tendance que l'on retrouve elle aussi à l'échelle mondiale.

Néanmoins, l'orientation positive des commandes et la forte croissance de l'activité de prêt confortent notre



MALGRÉ DE NOMBREUX FACTEURS DE RISQUE, NOUS PENSONS QUE LE PIB MONDIAL PROGRESSERA D'ENVIRON 3 %



opinion selon laquelle les États-Unis devraient connaître un bon second semestre qui pourrait se solder par une septième année consécutive de croissance supérieure ou égale à 2 %.

Parallèlement, les pressions inflationnistes continueront à s'accumuler aux États-Unis, de même qu'ailleurs, notamment en Chine où les prix à la production devraient repartir à la hausse. De fait, l'inflation pourrait être l'élément déclencheur de la prochaine hausse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale, probablement en décembre.

Dans la mesure où la Fed tient également compte du sentiment d'incertitude dans son processus décisionnel, la situation relative à la campagne présidentielle pourrait influencer sur la confiance, surtout si l'imprévisible Donald Trump semble avoir une chance solide de s'imposer dans la course à la Maison-Blanche.

De même, la politique de la Banque centrale européenne continuera d'être influencée par les retombées du Brexit. Si elle se prolonge, l'incertitude politique pèsera plus lourdement sur l'économie britannique, mais elle influera également sur les perspectives de la zone euro, où, après un solide premier semestre et même après le vote en faveur du Brexit, une croissance annuelle du PIB de 1,5 % semble réaliste.

L'incertitude face aux résultats du référendum italien sur sa réforme constitutionnelle et son « bad bank plan », ainsi que les élections législatives prévues l'an prochain en France, en Allemagne et aux Pays-Bas figureront également au cœur des préoccupations des décideurs économiques.

Pendant ce temps, la croissance japonaise restera morose. Les pays émergents exportateurs de matières premières connaîtront une légère reprise liée à la hausse des cours. Bien que peu probable et ne constituant pas notre scénario de référence, la possibilité d'un atterrissage brutal de l'économie chinoise ne peut être écartée.

L'économie mondiale a certes connu des jours meilleurs, mais le rythme lent et régulier d'expansion mondiale se maintiendra. ■

RULE BRITANNIA !

À quel point le Brexit risque-t-il de peser sur une économie britannique dont le ralentissement est déjà engagé ?



Une étude approfondie de l'impact d'un vote en faveur d'une sortie de l'UE sur l'économie britannique a été réalisée en début d'année, bien avant que le moindre bulletin ne soit déposé dans les urnes.

Selon cette analyse réalisée par le ministère des Finances britannique, l'économie du pays perdra un total de 6,2 % d'ici à 2030. Ce chiffre équivaut à une baisse d'environ 0,5 % de la croissance annuelle du PIB.

Mais l'impact à court terme devrait être encore plus important.

Le ministère des Finances a estimé que dans un scénario « choc » impliquant une forte montée des incertitudes, le Brexit « pousserait le Royaume-Uni en récession et entraînerait une forte hausse du chômage ».

Cette projection se situe à l'extrémité la plus pessimiste de la fourchette de prévision des banques d'investissement, qui prévoient un impact négatif à court terme de 1 à 2 % sur la croissance du PIB. Dans la mesure où le taux annuel de croissance intérieure évolue actuellement autour de 2 %, ces prévisions laissent entrevoir un risque non négligeable de récession l'an prochain.

Le fait est que nul ne sait réellement comment l'économie du Royaume-Uni s'en tirera hors de l'UE, pas même le ministère des Finances britannique. Ce que l'on peut affirmer en revanche, c'est que les conséquences sont beaucoup plus susceptibles d'être négatives que positives, tout au moins à court terme.

L'activité économique s'articule essentiellement autour des décisions relatives aux dépenses, et l'incertitude actuelle limite manifestement cette

activité. En outre, les échanges commerciaux avec l'Europe représentent 13 % du PIB britannique ; la perspective d'une perte d'accès au marché unique constitue donc un danger bien réel.

De toute évidence, l'économie britannique paraît vulnérable. Mais si le Royaume-Uni avait fait partie de la zone euro, les conséquences du Brexit auraient été bien plus graves.

La livre sterling a fortement chuté suite au vote et, s'il se maintient, ce phénomène devrait apporter un soutien important à l'économie.

Le gouvernement et la Banque d'Angleterre ont également la possibilité d'intervenir en cas de risque de dérapage de l'économie. Les objectifs politiques plus généraux de restriction budgétaire, réduction de la dette et maîtrise des pressions inflationnistes devront vraisemblablement être relégués à l'arrière-plan pendant un certain temps.

La Banque d'Angleterre pourrait ainsi être contrainte de modérer ses propos anti-inflationnistes, une baisse des taux semblant désormais opportune.

Mais qu'en est-il du risque d'inflation lié à la faiblesse de la livre et de ses conséquences sur les prix à l'importation ?

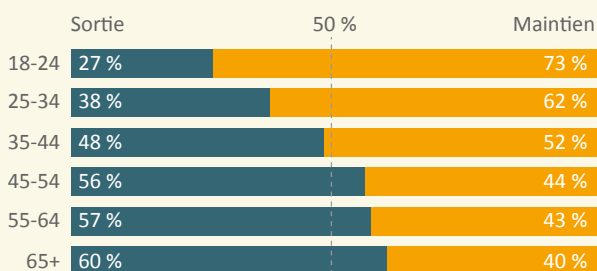
Il est difficile d'envisager l'émergence d'une grave menace inflationniste pour le Royaume-Uni alors que la plupart des autres banques centrales à travers le monde luttent contre le risque de déflation.

Bien que le Chancelier de l'Échiquier ait récemment déclaré qu'une augmentation des impôts et des réductions budgétaires étaient nécessaires, les circonstances extraordinaires dans lesquelles le pays se trouve aujourd'hui offrent encore l'occasion au gouvernement de desserrer le carcan de l'austérité.

La menace, brandie avant le référendum, d'un budget d'urgence axé sur une hausse des prélèvements fiscaux semble totalement décalée par rapport aux risques économiques à court terme que présente aujourd'hui la sortie imminente du Royaume-Uni de l'UE. ■

FRACTURE DÉMOGRAPHIQUE

Participants au référendum Brexit, par tranche d'âge



Source : Lord Ashcroft Polls

RENDRE SA GRANDEUR À L'AMÉRIQUE ?

Après la surprise créée par le Brexit, les électeurs américains vont-ils provoquer un choc encore plus retentissant en élisant Donald Trump ? Si c'était le cas, quelles seraient les conséquences de sa présidence sur les perspectives de croissance à l'échelle mondiale ?



Comme en témoigne le résultat du référendum sur le Brexit, l'investisseur bien préparé doit envisager divers scénarios et examiner les conséquences éventuelles de chacun d'entre eux, même des plus vraisemblablement improbables, comme par exemple l'élection de Donald Trump.

Il est extrêmement difficile de prévoir l'impact économique d'une possible présidence de Trump, d'autant que les positions qu'il défend évoluent au quotidien. De même, rien ne garantit que le Congrès serait disposé à valider lesdites positions.

Cela étant, les principaux éléments de la plateforme économique de Trump comprennent de fortes réductions d'impôts (se traduisant par une baisse des recettes estimée à environ 9 500 milliards USD sur 10 ans), des augmentations des dépenses militaires, sans coupe dans les budgets de l'assurance-maladie (Medicare) ou de la sécurité sociale.

Il propose également la déportation (volontaire ou forcée) de près de 11 millions d'immigrants sans papiers et des droits de douane élevés sur les marchandises importées de Chine et sur les produits importés de toute société américaine ayant délocalisé sa main-d'œuvre à l'étranger.

En supposant que toutes ces mesures soient mises en œuvre, l'effet immédiat serait stimulant : l'économie intérieure serait dopée

par la hausse des dépenses publiques et par l'augmentation des salaires versés par les employeurs se faisant concurrence pour remplacer la main-d'œuvre immigrée moins chère.

Mais cet effet positif ne durerait pas longtemps dans la mesure où les droits de douane punitifs et la hausse des coûts de la main-d'œuvre seraient répercutés sur les consommateurs sous la forme d'une hausse des prix.

Des droits de douane pourraient également être imposés à titre de rétorsion, ce qui pèserait sur la rentabilité des entreprises et, vraisemblablement, sur l'activité de recrutement.

À plus long terme, les États-Unis connaîtraient une hausse de l'inflation liée à l'augmentation des coûts, des salaires et des emprunts contractés par l'État pour financer un déficit annuel supplémentaire d'un milliard de dollars. Ce qui, en retour, contraindrait la Réserve fédérale à relever les taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation, entraînant une baisse de l'emploi, voire une récession intérieure.

Une analyse effectuée par Moody's Analytics aboutit aux conclusions suivantes pour les États-Unis :

- Le chômage passerait de 5,5 à 7% (soit une perte de 3,4 millions d'emplois)
- L'inflation passerait de 1 à 4,2% (contraignant la Fed à relever les taux d'intérêt)

- La dette publique passerait d'environ 75 % du PIB à plus de 130 %
- Les taux des bons du Trésor à 10 ans passeraient de 2,4 à 6,7 %

Les partisans de Trump rejettent cette analyse et insistent sur l'effet de stimulation provoqué par les réductions d'impôts. Mais l'histoire montre que les réductions d'impôts sont loin d'être un remède souverain.

Il semble assez probable que Trump annulerait de manière unilatérale de nombreux traités commerciaux importants, et il n'est pas difficile d'imaginer un tel Président imposant, par excès d'humeur, des droits de douane ou d'autres mesures de rétorsion à un pays qui l'aurait contrarié.

La possibilité d'une guerre commerciale internationale ne peut donc pas être écartée, ce qui entraînerait une hausse des coûts pour les consommateurs à l'échelle mondiale et l'entrée en récession de nombreux pays.

Au final, nul ne sait réellement comment ce candidat présidentiel, le plus insolite de l'histoire des États-Unis parmi les candidats des grands partis, mènerait sa politique. Mais il ne fait aucun doute que la plateforme économique qu'il a adoptée jusqu'ici serait extrêmement néfaste pour les États-Unis et le reste du monde. ■

LE PRINCIPE DE L'INCERTITUDE

Dans un climat d'investissement caractérisé par une volatilité accrue, de faibles performances et une myriade de risques, l'incertitude est la seule certitude.



Les marchés préfèrent les bonnes nouvelles aux mauvaises, comme l'a montré la réaction immédiate au vote en faveur du Brexit, mais il n'y a rien qu'ils détestent plus que l'incertitude.

Cette année au second semestre, le monde est confronté à une telle ambivalence, par exemple en ce qui concerne les conséquences à long terme du référendum britannique, l'issue des élections américaines, l'orientation des prix du pétrole et de l'inflation et la poursuite potentielle de la dévaluation du yuan chinois.

En conséquence, il est possible qu'à terme les investissements publics s'interrompent, que les entreprises privées continuent à thésauriser et que les consommateurs continuent de privilégier l'épargne ou le remboursement de leurs dettes. Tous ces facteurs auraient un impact négatif, que ce soit sur les perspectives macroéconomiques mondiales (léger), sur la rentabilité des entreprises (non négligeable) et sur la confiance des investisseurs (potentiellement significatif).

Dans ce climat caractérisé par des niveaux élevés de volatilité et de faibles performances, il nous semble important de mettre l'accent sur la diversification des portefeuilles, ce qui sous-entend probablement de procéder à des ajustements fréquents à court terme.

S'il est actuellement difficile de trouver de la valeur parmi les instruments à taux fixe (environ 40 % des obligations d'État se négocient aujourd'hui avec des rendements négatifs), les marchés obligataires pourraient se normaliser, tout au moins un peu, si les pressions inflationnistes se renforçaient.

Nous privilégions les obligations offrant de meilleures performances potentielles mais présentant également davantage de risques, dont les obligations d'entreprises, les obligations d'État américaines à haut rendement et périphériques, la dette des marchés émergents et, compte tenu des perspectives en matière d'inflation, les obligations américaines indexées sur l'inflation.

Dans l'ensemble, nous continuons de sous-pondérer les instruments à taux fixe.

En ce qui concerne les actions et les actifs plus risqués, nous adoptons une position neutre. Bien que les niveaux de valorisation actuels ne soient pas particulièrement attrayants, ils ne sont pas non plus excessifs. Les primes de risque sont légèrement supérieures aux niveaux historiques, mais elles devraient être en deçà dans la mesure où les rendements obligataires restent faibles voire négatifs et où les marchés proposent peu d'alternatives attrayantes.

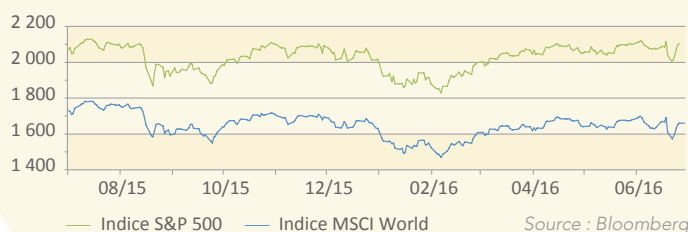
Si ces facteurs sont susceptibles de favoriser les actions, la hausse potentielle paraît limitée, surtout compte tenu de l'incertitude qui règne actuellement sur les marchés.

En 2017, nous anticipons une hausse de la croissance des bénéfices et des estimations en matière de bénéfices en raison de la hausse des prix des matières premières, celle-ci se traduisant par un redressement des entreprises du secteur de l'énergie et des matériaux. Parallèlement, dans la mesure où l'inflation et les salaires commencent à augmenter, les dépenses et la capacité de fixation des prix des entreprises pourraient s'améliorer.

L'immobilier nous semble prometteur sauf en Europe. Globalement, les taux d'occupation sont peu élevés, l'achèvement des nouvelles constructions est limité, et on observe une hausse des loyers et de la valeur des biens. L'or continue lui aussi d'être attrayant, non seulement en tant que valeur refuge mais aussi en tant que protection contre les dévaluations monétaires.

Enfin, nous privilégions également les stratégies actions à rendement absolu, dans lesquelles l'adoption de positions courtes sur les actions surévaluées et de positions longues sur les actions attrayantes pourrait apporter des performances supplémentaires. ■

MOUVEMENT DE MARCHÉ
Indices S&P 500 et MSCI World



LA CHEVAUCHÉE SAUVAGE DEVRAIT CONTINUER

Les marchés boursiers internationaux continueront de fluctuer durant le reste de l'année et les divergences régionales devraient demeurer importantes.



Comme prévu, les marchés d'actions internationaux ont affiché des niveaux de volatilité élevés durant la première moitié de l'année. L'indice MSCI World a accusé un repli à deux chiffres mi-février, atteignant son plus bas niveau depuis 2013, puis il est remonté en territoire légèrement positif avant de repasser en territoire légèrement négatif suite à la surprise créée par le résultat du référendum britannique.

D'importantes divergences ont également été observées à l'échelle régionale. Si l'indice S&P 500 a enregistré une légère hausse par exemple, le Stoxx 600 européen a affiché un repli significatif.

Les marchés boursiers japonais n'ont pas non plus été épargnés, tandis que les marchés émergents (à l'exception notable de la Chine) ont pour la plupart légèrement progressé, bénéficiant de la montée récente des prix des matières premières. Les marchés d'Amérique latine, de Russie et certains marchés asiatiques devraient continuer de bénéficier de cette tendance.

Au premier semestre, les marchés d'actions ont souffert de l'effondrement des estimations en matière de bénéfices pour 2016.

En conséquence, les estimations concernant les bénéfices par action des entreprises tant européennes qu'américaines se sont effondrées, passant de +7 % en janvier à pratiquement zéro en juin.

Cela étant, le marché américain devrait bénéficier de divers facteurs comme la moyenne de 45 dollars le

baril à laquelle le cours du pétrole semble s'établir, entraînant une augmentation anticipée des marges du S&P 500 de 40 points de base au second semestre. En revanche, la hausse des salaires américains et des exportations, pénalisées par la vigueur du dollar, pèsera sur les tendances en matière de bénéfices.

Nous pensons que les estimations consensuelles des analystes, qui tablent sur une croissance des bénéfices à deux chiffres pour l'Europe et les États-Unis, sont trop optimistes, étant donné que les marges américaines devraient faire face à des pressions supplémentaires

les banques centrales et de la quête désespérée de rendement, une pondération neutre à l'égard des actions nous semble pertinente. De fait, nous pensons que les marchés boursiers continueront de fluctuer durant le reste de l'année, avec un risque de baisse si les partis populistes gagnaient en vigueur.

Le vote en faveur du Brexit a suscité une grande incertitude, aggravée par les anticipations concernant l'évolution des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine, la gestion par la Banque centrale européenne de son programme

“ LES ANALYSTES QUI TABLENT SUR UNE CROISSANCE DES BÉNÉFICES À DEUX CHIFFRES POUR L'EUROPE ET LES USA SONT TROP OPTIMISTES ”

et que le Brexit pourrait avoir des conséquences négatives sur les tendances actuelles de croissance européenne.

Parallèlement, les indicateurs de valorisation offrent une image contrastée.

Bien que les ratios cours/bénéfices se rapprochent de leurs moyennes historiques, les ratios cours/valeur comptable semblent plus attrayants, notamment en Europe – ce qui constitue l'une des raisons de privilégier les actions européennes à pondération neutre à leurs homologues américaines légèrement sous-pondérées.

Compte tenu des politiques expansionnistes menées actuellement par

d'assouplissement quantitatif et l'issue imprévisible des élections américaines.

Compte tenu de l'ampleur du sentiment d'incertitude à l'échelle mondiale, nous anticipons une poursuite du mouvement de volatilité sur les marchés, alimentée dans une certaine mesure par le phénomène de thésaurisation des investisseurs, les volumes de liquidités détenus par les gérants de fonds internationaux se situant désormais à des niveaux inégalés depuis 2001. Une partie de cet argent formera des flux d'investissement entrants ou sortants suivant le degré de risque, ce qui ne fera que renforcer le caractère sauvage de cette chevauchée. ■

PETIT MAIS COSTAUD

Sur le long terme, les petites et moyennes capitalisations ont prouvé leur capacité à générer des rendements supérieurs. Quels facteurs expliquent une telle surperformance historique ?



En matière d'investissement, la taille n'est pas toujours synonyme de succès. De fait, sur le long terme et hormis durant les périodes de ralentissement économique, les titres de petite et moyenne capitalisation (PMC) surperforment systématiquement les grandes capitalisations.

À titre d'exemple, entre le 31 décembre 2000 et le 30 juin 2016, l'indice MSCI Europe Small Cap a enregistré une performance totale de 216 % alors que durant la même période, l'indice MSCI Europe n'a progressé que de 125 %.

Quels sont les facteurs qui expliquent une telle surperformance historique ?

Compte tenu de leur taille, ces sociétés sont en mesure de réagir rapidement à l'évolution des tendances du marché. Généralement fondées par une seule personne ou par un petit groupe d'individus partageant la même idée de lancement d'un nouveau produit ou service, les PMC sont également axées de par leur nature sur l'innovation et prospèrent grâce à leur esprit d'entreprise et leur dynamisme.

Dans la mesure où ces sociétés peinent souvent à lever des capitaux, les fondateurs sont généralement les premiers investisseurs, misant leur propre argent et par conséquent s'engageant fortement dans la gestion de l'entreprise.

Face à l'impossibilité de se lancer sur des segments de marché dominés par des géants qui bénéficient d'importantes économies d'échelle, les PMC ont tendance à se concentrer sur des marchés de niches dans lesquels les opportunités structurelles sont source de croissance durable.

Dans la mesure où la base de départ est plus petite que celle des grandes entreprises, les PMC peuvent se développer plus rapidement. Grâce à leur structure de coûts allégée et plus souple, soutenue par des prises de décision efficaces, elles gèrent généralement mieux leurs profits.



LES PMC SE CONCENTRENT SUR DES MARCHÉS DE NICHES DANS LESQUELS LES OPPORTUNITÉS SONT SOURCE DE CROISSANCE



En pourcentage, les PMC réinvestissent davantage que les grandes capitalisations dans leur croissance future, notamment parce que les versements de dividendes sont en général limités. Elles ont également tendance à afficher de plus faibles ratios d'endettement sur capitaux propres, ce qui reflète la prudence dont elles font souvent preuve en matière d'emprunt.

Du fait de l'absence de couverture significative de la part des analystes, il peut être difficile pour les PMC

d'attirer des investissements extérieurs, ce qui entraîne des inefficacités de marché.

On peut donc raisonnablement supposer que le cours de l'action d'un grand nombre de PMC européennes (il en existe plus d'un millier) ne reflète pas leur juste valeur. Et c'est là que réside un potentiel inexploité.

Dans le contexte actuel de reprise économique, les PMC devraient ainsi continuer à surperformer, aidées également par un environnement de taux d'intérêt bas qui a réduit le coût d'emprunt et accéléré le mouvement de fusions/

acquisitions, faisant des PMC des cibles de rachat particulièrement attrayantes.

Investir dans des PMC n'est toutefois pas sans risque. Elles n'ont souvent qu'un historique limité et font l'objet d'une couverture minimale de la part des analystes.

Cela étant, sur le long terme, les titres de petite et moyenne capitalisation ont clairement démontré leur capacité à produire de meilleures performances. ■

OBLIGATIONS : LA CHUTE CONTINUE

Alors que le fléchissement des rendements se poursuit, les obligations à courte durée se classent parmi les plus attrayantes dans l'univers des instruments à taux fixe.

La fin du phénomène de chute des rendements obligataires à l'échelle mondiale semble loin d'être en vue, pratiquement toutes les obligations suisses, la plupart des obligations d'État japonaises et 70 % des obligations d'État allemandes affichant des rendements négatifs.

En voici les raisons : un niveau d'inflation faible, voire nul, couplé à un assouplissement quantitatif mené par la Banque centrale européenne et la Banque du Japon, dont l'objectif est de maintenir les taux d'intérêt au plus bas afin de stimuler l'activité de crédit aux entreprises et aux ménages.

Ce mélange explosif se traduit par une offre excédentaire classique : une montagne d'obligations figure désormais au bilan des banques centrales, qui continuent de faire fonctionner la planche à billets pour financer ces achats.

Avec tout cet argent frais, rien ne garantit que l'inflation se maintiendra aux faibles niveaux actuels, même si les marchés ont déjà intégré une perspective de baisse de l'inflation à terme.

Mais cela pourrait se retourner contre eux dans la mesure où les prix du pétrole et d'autres matières premières évoluent sur une tendance haussière. On constate notamment que depuis le niveau plancher atteint en janvier, le cours du Brent brut a quasiment doublé.

Même si les prix actuels restent inchangés, la composante énergétique

du panier des prix qui déterminent le taux d'inflation devrait commencer à s'orienter à la hausse à partir du mois d'août, sous l'impact de ce qu'on appelle « l'effet de base ».

En conséquence, si le Brent se maintient au-dessus de 45 dollars le baril, le taux d'inflation globale progressera pour atteindre 2,3 % aux États-Unis et 1,1 % dans la zone euro. Il s'agit là d'augmentations significatives par rapport aux niveaux actuels, et ce sans même prendre en compte cet effet de base appliqué aux matières premières agricoles.

Bien que rien ne certifie que les prix des matières premières se maintiendront à ces niveaux ou qu'ils augmenteront, il serait prudent que les investisseurs obligataires haussiers prennent conscience de ces signes d'avertissement.

Pour les motifs qui précèdent, nous continuons de privilégier les obligations à courte durée, qui sont moins sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt. En effet, même si les taux à court terme restent faibles, les taux d'intérêt à plus long terme pourraient augmenter, accentuant ainsi la courbe de rendement.

Parallèlement, compte tenu de la faiblesse des taux réels et des secousses géopolitiques, les investisseurs se tournent de plus en plus vers l'or pour ses qualités de valeur refuge et dans le cadre d'une stratégie de diversification plus large.

Néanmoins, d'un point de vue historique, le métal jaune est actuellement sous-pondéré dans les portefeuilles moyens, malgré une progression régulière du cours depuis le début de l'année. ■

TERRITOIRE NÉGATIF

Rendements des obligations d'État allemandes à 10 ans



Source : Bloomberg

L'ATOUT DES ENTREPRISES FAMILIALES

Les entreprises familiales offrent en moyenne de meilleurs rendements que leurs pairs et des possibilités d'investissement à long terme



Qu'est-ce que Walmart, BMW et Maersk ont en commun (hormis le fait qu'elles font partie des plus grandes sociétés au monde) ? Ce sont toutes des entreprises familiales puisqu'un pourcentage important du capital est détenu, respectivement, par les familles Walton, Quandt et Moller.

En revanche, contrairement à ces trois multinationales, la plupart des entreprises dites familiales (que ce soit sur la base du pourcentage de capital détenu, de la représentation au Conseil d'administration ou de l'autorité de l'équipe dirigeante) sont de petites entreprises.

Ainsi, à l'échelle mondiale, moins de 30 % des entreprises familiales le sont encore après la troisième génération.

Bien entendu, dans leur grande majorité, les entreprises familiales ne sont pas cotées en bourse. Parmi celles qui le sont, presque toutes ont une petite ou moyenne taille de capitalisation boursière.

Pour les investisseurs soucieux de cibler les entreprises familiales, cela soulève une double problématique. Tout d'abord, les entreprises sous contrôle familial ne sont pas toujours identifiables puisqu'aucun indice ne les regroupe. Ensuite, la couverture des analystes concernant le segment global des petites et moyennes capitalisations est parfois partielle.

Néanmoins, certaines caractéristiques sont communes aux PME fa-

miliales. En général, elles bénéficient d'une connaissance particulièrement solide de leurs marchés (qui est souvent un marché de spécialité, une « niche »), d'une volonté de réussite sans égale et d'une vision à long terme.

On constate également que les entreprises familiales ont une approche plus disciplinée en matière d'allocation du capital, que leurs normes de gouvernance sont plus strictes, qu'elles sont plus réticentes à prendre des risques ce qui peut expliquer que leurs performances sont plus stables voire meilleures.

En outre, il est important de noter la convergence des objectifs et l'alignement des intérêts qui existent entre les actionnaires familiaux, souvent les dirigeants, et les actionnaires minoritaires

Le fait que les entreprises familiales cotées sont pour la plupart des petites et moyennes capitalisations leur offre un deuxième avantage concurrentiel : l'histoire montre que, sur le long terme, les titres de petites et moyennes capitalisations surperforment systématiquement les grandes capitalisations.

De plus, les PME familiales européennes présentent actuellement un attrait particulier, en partie parce que leur exposition géographique tend à être davantage domestique qu'internationale, avec une exposition plus importante au marché européen relativement plus stable que ceux émergents plus volatils.

Dans la mesure où l'attrait de ces sociétés réside dans leur profil de qualité garantissant une création de valeur pérenne, elles doivent plutôt être

“ À L'ÉCHELLE MONDIALE, MOINS DE 30 % DES ENTREPRISES FAMILIALES LE SONT ENCORE APRÈS LA TROISIÈME GÉNÉRATION ”

d'entreprises familiales cotées. Toutes ces parties recherchent avant tout la performance sur le long terme.

Tous ces facteurs plaident en faveur de ce que les Anglo-Saxons appellent « *the family business premium* », autrement dit la prime des entreprises familiales par rapport aux entreprises lambda.

considérées comme des possibilités d'investissement à long terme.

Il est cohérent que ces perspectives soient envisagées avec un horizon à long terme puisque ces entreprises se préoccupent généralement moins du trimestre en cours que du prochain quart de siècle, moment où la génération suivante prendra le relais. ■

LA DYNAMIQUE DES TAUX DE CHANGE

Alors que les politiques monétaires divergent fortement de chaque côté de l'Atlantique, le taux croisé EUR/USD devrait rester relativement stable. Tour d'horizon des facteurs économiques influençant chaque devise.



Au cours des 16 derniers mois, le taux croisé EUR/USD s'est avéré relativement stable, évoluant dans une fourchette de 1,05 à 1,15.

A quoi faut-il s'attendre en termes d'évolution de la monnaie unique par rapport au billet vert ?

La réponse commence par l'examen de notions élémentaires d'économie.

Aujourd'hui, les États-Unis affichent un déficit courant de 2,7 %, tandis que l'excédent de la zone euro continue de s'accroître et atteint désormais plus de 3 %.

Pour atteindre la parité dans leur balance des paiements, les États-Unis doivent envisager des régions comme la zone euro pour investir une partie de leurs excédents de liquidités dans des obligations américaines et d'autres valeurs mobilières ou les biens et services. Bien qu'une telle tendance soit susceptible de survenir, tout dépendra du niveau des paiements d'intérêts supplémentaires que les titres libellés en dollars seront en mesure de fournir.

Compte tenu du resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine et de la poursuite de la politique d'assouplissement quantitatif menée par la Banque centrale européenne (BCE), les investisseurs sont en mesure de produire des rendements plus élevés à partir des actifs libellés en dollars, soutenant ainsi l'appréciation du billet vert, du moins en théorie.

Toutefois, un dollar fort se traduit également par des exportations américaines plus chères, ce qui contribue aux pressions déflationnistes et amplifie le déficit courant du pays, ce que la Fed tient précisément à éviter.

Parallèlement, de l'autre côté de l'Atlantique, l'inflation reste presque stable, bien que la BCE s'obstine à viser un taux légèrement en deçà de 2 %. Face à de telles pressions déflationnistes, les hausses de taux ne sont manifestement pas à l'ordre du jour de Francfort.

Au contraire, la BCE continuera à faire fonctionner la planche à billets et à injecter de grandes quantités de liquidités au sein des marchés financiers dans le but de faire fléchir la monnaie unique et d'accroître la compétitivité des exportations libellées en euros.

Faut-il par conséquent anticiper un raffermissement du dollar face à l'euro ?

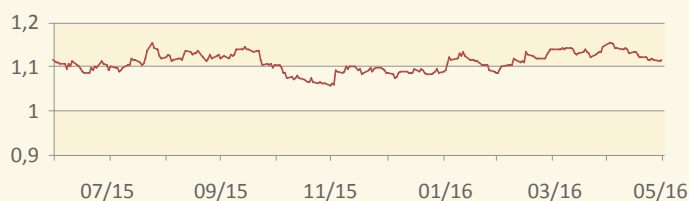
Toutes choses étant égales par ailleurs, l'important excédent de la balance courante européenne poussera le cours croisé EUR/USD à la hausse. Cependant, la BCE ne tient pas particulièrement à ce que cela se produise dans la mesure où un raffermissement de la monnaie implique un resserrement monétaire.

Parallèlement, le jeu qui consiste à deviner la date et l'ampleur de la prochaine hausse des taux de la Fed est devenu un passe-temps international. Nous n'anticipons pas plus qu'une hausse de taux supplémentaire cette année ; par conséquent, le dollar ne devrait pas souffrir selon nous par rapport à l'euro.

Bien que les facteurs sous-jacents ayant une incidence sur les deux monnaies soient complexes, nous pensons au final que, sauf surprises structurelles majeures, le cours croisé EUR/USD se maintiendra dans la fourchette de 1-1,15 cette année.

Comme on dit, « Plus ça change, plus c'est la même chose. » ■

RESTER STABLE
Taux croisé EUR/US



Source : Bloomberg

PREMIER RÉSEAU EUROPÉEN DE BANQUES PRIVÉES

BROWN SHIPLEY

Founders Court, Lothbury
Londres EC2R 7HE
Royaume-Uni
www.brownshipley.com



Av. Herrmann Debroux 46
B-1160 Bruxelles
Belgique
www.pldw.be



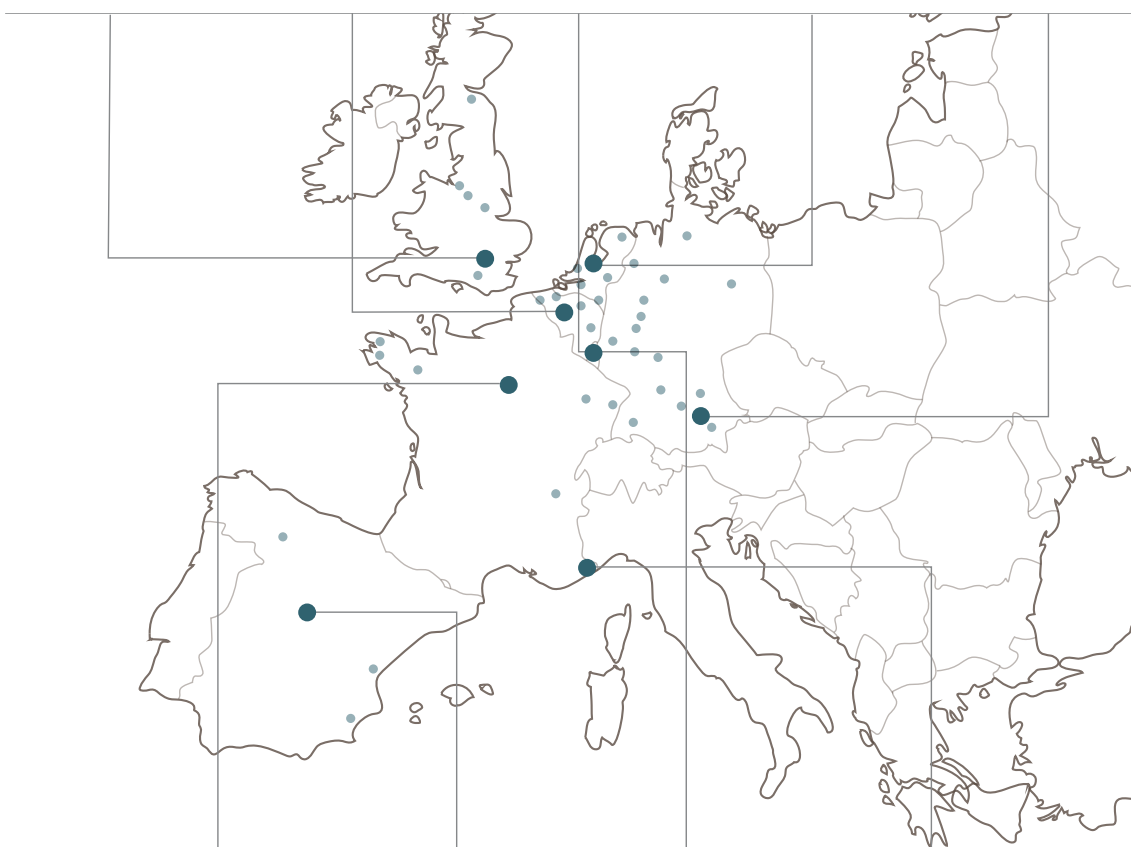
43, boulevard Royal
L-2955 Luxembourg
Luxembourg
www.kbl.lu



Keizersgracht 617
1017 DS Amsterdam
Pays-Bas
www.gilissen.nl



Pacellistrasse 16
D-80333 Munich
Allemagne
www.merckfinck.de



KBL RICHELIEU

22, boulevard Malesherbes
F-75008 Paris
France
www.kblrichelieu.com



57, Calle Serrano
E-28006 Madrid
Espagne
www.kbl-bank.es



2, boulevard E. Servais
L-2355 Luxembourg
Luxembourg
www.puilaetco.lu



8, avenue de Grande-Bretagne
MC-98005 Monaco
Monaco
www.kblmonaco.com

Ce livret a été compilé par KBL European Private Bankers. Son contenu et les points de vue énoncés – basés sur des informations provenant de sources que nous estimons fiables – sont ceux du Group Asset Allocation Committee (GAAC) de KBL epb en date du 1^{er} juillet 2016 et sont susceptibles d'être modifiés. Ce document est d'ordre général et ne constitue en aucun cas un conseil juridique, comptable, fiscal ou en investissement. Tous les investisseurs devraient garder à l'esprit que la performance passée ne constitue pas un indicateur fiable de la performance future et que la valeur d'un investissement peut augmenter ou diminuer.

Copyright © KBL European Private Bankers 2016. Tous droits réservés