

NOTRE POINT DE VUE



Le vent se lève, brièvement

La croissance économique mondiale s'est avérée supérieure à son potentiel et les indicateurs avancés plaident pour une **nouvelle expansion de l'activité**. Dans la zone euro, la croissance a atteint environ 2%, dépassant largement son potentiel de long terme. Aux Etats-Unis, l'activité pourrait être freinée par l'ouragan Harvey à court terme avant une reprise grâce aux efforts de reconstruction. En Chine, la croissance est supérieure aux attentes à l'approche du congrès du Parti le mois prochain. Toutefois, l'attention se détournera des mesures de relance alimentées par la dette pour se recentrer sur une croissance plus équilibrée ces prochains trimestres.

Malgré ce contexte économique favorable, **l'inflation reste globalement modérée**. Le chômage diminue régulièrement dans les économies développées, atteignant des plus bas cycliques dans de nombreux pays. Pourtant, les pressions salariales restent en général contenues. Même si les prix des métaux industriels ont récemment augmenté, les prix pétroliers devraient se stabiliser ces prochains trimestres, ce qui devrait limiter les pressions sur les prix de production. Dans la zone euro, un euro fort contiendra l'inflation importée. Enfin, le taux d'inflation est désormais inférieur à 5% dans de nombreux pays émergents.

La bonne santé de l'économie mondiale **réduit le besoin de conserver des politiques monétaires ultra-accommodantes**. Cependant, la normalisation des taux devrait rester progressive, car de nombreuses banques centrales n'ont pas atteint ni dépassé leur objectif d'inflation. Aux Etats-Unis, une nouvelle hausse des taux reste possible, mais la Réserve fédérale va réduire ses actifs en limitant le réinvestissement des obligations arrivant à échéance. La Banque centrale européenne pourrait poursuivre son programme d'achat d'actifs l'an prochain à un rythme moins soutenu mais aucune hausse des taux d'intérêt n'est attendue à court terme.

Pour savoir comment cela peut impacter nos positions, tournez la page...

2 à 3 – Nos positions en bref

4 à 7 – Plus de détails

Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel.

Nos positions en bref

ACTIONS

OBLIGATIONS

ALTERNAT.

Nous vous présentons ici les résultats de notre **méthode d'investissement « VaMoS »**. A partir de signaux portant sur les indicateurs économiques, les valorisations, le momentum et le sentiment de marché, nous affinons nos vues concernant les différentes classes d'actifs pour la période à venir. Les signaux présentés ci-dessous reflètent les dernières conclusions de notre **Comité global d'investissement**. Voici comment les interpréter :

Prudence

Neutralité

Préférence

Révisions à la hausse en **vert**
Révisions à la baisse en **rouge**

ACTIONS		VA			MO		S	
		Valorisation	Fondamentaux	Macro.	Momentum	Analyse technique	Sentiment	Risque
	United States							
	Eurozone							
	UK							
	Switzerland							
	Japan							
	Emerging							

OBLIGATIONS	EUR		Global	VA	MO	S	USD		Global	VA	MO	S	GBP		Global	VA	MO	S
		Souveraines						Souveraines						Souveraines				
	Indexées						Indexées						Indexées					
	Entreprises						Entreprises						Entreprises					
	Haut rendement						Haut rendement						Haut rendement					
	Maturités*			Courtes			Maturités*			Courtes			Maturités*			Courtes		

DEVISES	EUR/USD	
	GBP/USD	
	USD/JPY	
	EUR/CHF	
	USD/CNY	
	Emerg. contre \$	

ALTERNATIVES	Hedge funds	
	Or (once)	
	Pétrole	

Source : SG Private Banking, 6 septembre 2017, * Maturités : courtes = 3-5 ans, intermédiaires = 5-7 ans, longues = 7-10 ans

En d'autres termes

ACTIONS*	<i>Etats-Unis</i>	Malgré une forte croissance des bénéfices, la normalisation de la politique monétaire américaine devrait faire baisser les valorisations qui ont atteint des niveaux très élevés.
	<i>Zone euro</i>	L'appréciation de l'euro pèsera sur les bénéfices des entreprises. Toutefois, les actions de la zone euro sont soutenues par une croissance économique robuste et le maintien d'une politique accommodante par la BCE.
	<i>Royaume-Uni</i>	La prudence est de mise à cause de l'issue incertaine des négociations sur le Brexit et d'un tassement de la croissance des bénéfices.
	<i>Suisse</i>	La reprise mondiale et le repli du franc profitent aux sociétés suisses tournées vers l'international.
	<i>Japon</i>	Les actions japonaises sont soutenues par une forte croissance des bénéfices, une meilleure gouvernance des entreprises ainsi que des valorisations attractives.
	<i>Pays émergents</i>	Nous sommes globalement neutres sur les actions émergentes avec une préférence pour les marchés conduisant des réformes structurelles et ceux bénéficiant de la reprise du cycle technologique.
OBLIGATIONS*	<i>Souveraines</i>	Après un accès de faiblesse, les taux longs pourraient repartir à la hausse grâce à une accélération de la croissance et une remontée de l'inflation.
	<i>Maturités**</i>	Nous conseillons de privilégier la partie courte, car la courbe de rendement pourrait se pentifier ou se décaler vers le haut.
	<i>Indexées</i>	Malgré une inflation contenue, nous restons haussiers sur ce segment.
	<i>Entreprises</i>	Nous continuons de préférer les obligations à haut rendement aux dettes « Investment Grade » libellées en euros ainsi que les émetteurs bancaires par rapport aux industriels.
	<i>Haut rendement</i>	Le contexte économique est favorable aux obligations à haut rendement, mais le fort appétit des investisseurs pour ce segment a réduit les primes de risque à des niveaux qui nous incitent à la prudence.
	<i>Dettes émerg. (en \$ et €)</i>	La dette émergente continue d'attirer, en raison des bonnes perspectives de croissance, d'une faible inflation et de taux réels élevés. Toutefois, il faudra se montrer sélectif, car les valorisations sont de plus en plus tendues.
DEVISES	<i>EUR/USD</i>	La récente vigueur de l'euro semble exagérée. Maintenant que le positionnement spéculatif a atteint des extrêmes, nous pourrions observer une légère correction. Toutefois, les perspectives restent positives à plus long terme.
	<i>GBP/USD</i>	Le sterling pourrait légèrement se déprécier à cause d'un ralentissement progressif de l'activité économique et d'incertitudes concernant le Brexit.
	<i>USD/JPY</i>	Le yen s'est progressivement raffermi contre un dollar fébrile. Toutefois, il pourrait rechuter, car la Banque du Japon devrait conserver une politique monétaire ultra-accommodante et le différentiel de taux d'intérêt pourrait s'élargir.
	<i>EUR/CHF</i>	Le franc suisse a cédé du terrain contre un euro qui surperforme. Il pourrait encore reculer, mais le potentiel de baisse sera limité si la banque centrale suisse cesse d'intervenir sur le marché des changes.
	<i>Devises émergentes</i>	Grâce à des entrées de capitaux et un portage attractif, les devises émergentes ont rebondi contre le dollar. Nous pourrions désormais adopter un positionnement plus neutre si l'accès de faiblesse du dollar prend fin.
ALTERNAT.	<i>Hedge funds</i>	La décorrélation entre les actions cette année profite aux fonds Long/Short Equity. Les fonds CTA ont développé une exposition directionnelle à des tendances positives sur le marché des actions, limitant leur attrait en termes de diversification.
	<i>Or (once)</i>	En cette période de tensions avec la Corée du Nord, l'or a bénéficié de son statut de valeur sûre, offrant une bonne diversification aux investisseurs. Toutefois, le potentiel de hausse semble désormais limité.
	<i>Pétrole</i>	Les prix pétroliers devraient se stabiliser, la demande grandissante étant compensée par une offre élastique.

Source : SG Private Banking, 6 septembre 2017, Devise forte = dollar & euro, *Vues relatives exprimées en devises locales, ** Duration : courte = 3-5 ans, intermédiaire = 5-7 ans, longue = 7-10 ans

Focus économique

Stagnation séculaire ou déflation de la dette ?

Dix ans après l'apparition des premières failles, les origines de la crise financière mondiale restent vivement débattues. Le surendettement, des réglementations trop souples, des politiques monétaires ultra-accommodantes ont toutes contribué à provoquer la catastrophe financière qui a mis l'économie mondiale à terre. Toutefois, certains pays se sont remis de la crise plus rapidement que d'autres.

Certains pays ont rebondi plus vite que d'autres

- Les Etats-Unis ont surperformé la zone euro depuis la crise, le PIB et les bénéfices des entreprises repassant au-dessus des niveaux de 2007, alors qu'ils restent à la traîne dans la plupart des pays européens. Les réponses de politique économique ont été plus rapides et plus efficaces en Amérique qu'en Europe.
- De nombreux marchés émergents ont bien résisté à la tempête financière grâce à des systèmes financiers peu sophistiqués, à une limitation des flux de capitaux et à une croissance solide.
- Cependant, maintenant que la flambée des prix des matières premières est terminée, les perspectives ne semblent plus aussi favorables pour certains pays et l'on peut penser qu'une nette amélioration de la gouvernance des entreprises dans les secteurs public et privé sera nécessaire pour entretenir l'expansion économique.
- L'Asie offre de meilleures perspectives que les autres économies émergentes en termes d'investissement, d'éducation et de politique. Une situation démographique favorable sera considérée comme un atout dans un monde vieillissant, conférant ainsi à l'Afrique un avantage sur d'autres régions émergentes.

Mais s'agit-il de stagnation séculaire ou de déflation de la dette ?

- Certains experts estiment que l'économie mondiale est entrée dans une période de stagnation séculaire, marquée par une croissance médiocre, une inflation durablement faible et des taux bas sur le long terme. D'autres imputent la déflation de la dette à la lenteur de la reprise et au temps nécessaire pour rétablir le comportement naturel des marchés et assainir des bilans gravement endommagés. C'est là toute la différence : s'agit-il d'un retour à la normale ou d'une phase transitoire ?
- L'endettement des secteurs public et privé a encore gonflé depuis la crise, augmentant la charge de la dette pour les générations futures. La faiblesse des taux directeurs a rendu cette dette gérable dans les économies avancées, mais les risques s'intensifient ailleurs, notamment en Chine. Le resserrement de la politique monétaire aux Etats-Unis mettra désormais l'Europe (mais aussi les économies émergentes) à l'épreuve. L'évolution des taux américains a des répercussions bien au-delà des frontières du pays.
- Les banques centrales peinent également à faire remonter l'inflation. Même si les taux de chômage sont revenus à des plus bas historiques aux Etats-Unis, en Allemagne et au Japon, l'inflation reste modeste. Cela signifie-t-il pour autant que l'inflation restera structurellement faible ou s'agit-il seulement d'un effet différé ? Dans le premier cas, les banquiers centraux devront renouveler leur boîte à outils. Dans le second, l'inflation finira par repartir à la hausse et il nous faut rester patients.
- Plus inquiétant, la croissance de la productivité a été faible dans la plupart des économies avancées. Il s'agit d'une préoccupation politique essentielle, la situation démographique et la productivité étant les deux principaux moteurs de la croissance à long terme. Avec la détérioration de la situation démographique, seule une amélioration des perspectives de productivité pourrait donner un coup d'accélérateur bienvenu à la croissance.
- Mais en réalité, nous pourrions être au début d'un nouveau cycle d'innovations, mettant en scène le « cloud » (informatique dématérialisée), la connectivité et la robotisation. Il est encore trop tôt pour affirmer que nous sommes confrontés à une stagnation séculaire ou aux prémices d'un nouveau cycle de productivité, mais tout espoir n'est pas perdu.

Obligations



Une croissance robuste et une réduction des achats d'actifs devraient tirer les rendements des obligations souveraines vers le haut

Les taux longs pourraient bientôt toucher le fond puis repartir à la hausse. Les primes de terme et les anticipations d'inflation pourraient profiter de la réduction du bilan de la Fed, de la diminution des achats d'actifs de la BCE, du resserrement du marché du travail et de la hausse des prix des matières premières. Au sein des portefeuilles obligataires, les investisseurs devraient préférer les titres indexés sur l'inflation et les dettes à taux variable aux obligations à coupon fixe, le crédit aux obligations souveraines et enfin les obligations à haut rendement libellées en euro aux obligations « investment grade ». L'amélioration des fondamentaux économiques nous incite à rester exposés aux marchés émergents.

Taux

Crédit

« Privilégier les échéances courtes, les obligations à haut rendement et les dettes à taux variable pour se protéger d'une possible hausse des taux longs. »

« Des fonds propres accrus soutiennent les valeurs financières, tandis que la reprise mondiale profitera à la dette émergente. »

- **Réserve fédérale : réduction du bilan.** La Fed commencera à réduire ses achats d'actifs, atténuant son soutien aux marchés obligataires. Initialement limités, les effets devraient graduellement augmenter. Les maturités moyennes et longues seront les plus exposées à un ajustement. Le marché ne croit pas en une hausse des taux en décembre, mais d'éventuelles pressions inflationnistes pourraient le faire changer d'avis.

- **BCE : rationalisation des achats d'actifs.** Grâce à la BCE, la reprise s'est installée dans la zone euro. En septembre-octobre, la banque centrale devrait annoncer la poursuite de ses achats jusqu'en 2018, mais à un rythme graduellement plus réduit. Les rendements de référence sont faibles et les risques de taux sont significatifs, les rendements actuels étant bien inférieurs à l'inflation. Nous pouvons nous attendre à des pics de volatilité en cas de correction brutale des marchés obligataires.

- **Banque d'Angleterre : le statu quo.** Les craintes en matière d'inflation se sont apaisées, la dépréciation de la livre perdant de son effet. L'économie ralentit sous l'effet d'une croissance négative des salaires réels et d'incertitudes grandissantes quant au Brexit. Les risques d'inflation devraient s'atténuer malgré la possibilité d'une rechute du sterling. La Banque d'Angleterre pourrait maintenir son statu quo pendant quelque temps. Les taux longs n'échapperont pas à la remontée généralisée des rendements, mais une croissance et une inflation modérées devraient limiter le potentiel de hausse.

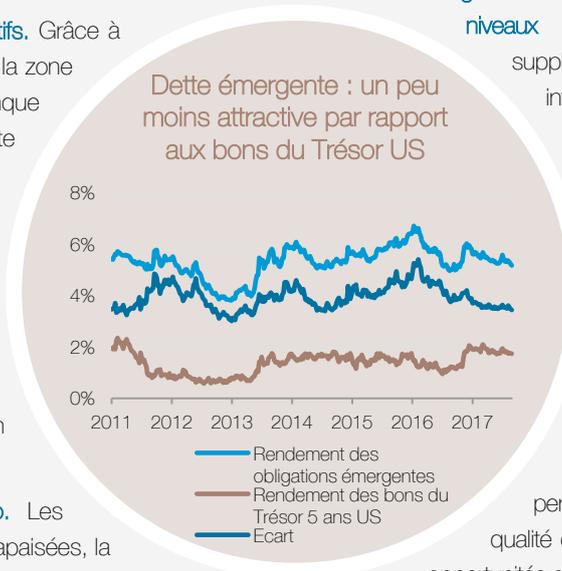
- Une croissance stable, une inflation faible et des politiques monétaires accommodantes viendront **soutenir les marchés du crédit**, une envolée des défauts de paiement étant improbable.

- Cette situation prévaut toutefois depuis quelque temps et les marchés en sont parfaitement conscients. Par conséquent, **la quête de rendement a poussé les spreads de crédit (l'écart de taux entre les obligations d'Etat et les obligations d'entreprise) à des niveaux extrêmement étroits.** Les revenus supplémentaires ne compensent donc plus

intégralement le risque supplémentaire inhérent à ces titres.

- Le marché du crédit présente encore un certain attrait. C'est notamment le cas du **secteur financier**. Depuis l'éclatement de la crise des *subprimes* il y a dix ans, les autorités réglementaires ont incité les banques à réduire leur endettement et leur dépendance au trading ainsi qu'à améliorer leurs ratios de fonds propres, permettant ainsi une nette amélioration de la qualité de crédit. Nous continuons à identifier des opportunités dans l'univers de la dette subordonnée.

- Les **marchés émergents** constituent une autre source d'opportunités. L'inflation est faible, les déséquilibres économiques se résorbent, les banques centrales peuvent réduire les taux directeurs et l'affaiblissement du dollar contribue à assouplir que les conditions de financement. Le rendement offert reste attrayant, justifiant de maintenir une exposition à ce segment.



Sources : SGPB, Bloomberg (01/09/2017). Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

Actions



Vers un ralentissement de la croissance des bénéfices

La progression de 13,1% des actions mondiales depuis début 2017 résulte d'une accélération de la croissance des bénéfices, tandis que les valorisations sont restées à des niveaux élevés dans un contexte de taux faibles. Grâce à la reprise économique mondiale, les profits des entreprises devraient rester robustes ces prochains mois. Leur croissance devrait toutefois ralentir maintenant que le pic des indicateurs avancés du cycle semble atteint. Par ailleurs, les valorisations supérieures à la moyenne devraient pâtir d'une normalisation progressive des politiques monétaires américaine et européenne. Dans l'ensemble, nous tablons sur des rendements moins positifs à court terme sur les actions.

Nous continuons de préférer la zone euro et le Japon

Les récentes fluctuations des devises ont modifié les perspectives de bénéfices.

- **Zone euro : la croissance des bénéfices reste solide, mais la vigueur de l'euro commence à peser.** Les prévisions de bénéfices ont été revues à la baisse cet été, les analystes craignant que la récente vigueur de la monnaie unique ne pèse sur les revenus des multinationales réalisant une part significative de leur chiffre d'affaires à l'étranger. Toutefois, la reprise économique, la croissance modérée des salaires et des conditions de financement toujours bonnes ces prochains mois devraient contribuer à créer un environnement favorable aux entreprises. Dans l'ensemble, la croissance des bénéfices devrait ralentir de 11,4% cette année à 8,6% en 2018.

- **Suisse : la faiblesse du franc profitera aux multinationales.** Un regain de confiance des chefs d'entreprise, une politique monétaire ultra-accommodante et un franc baissier permettront aux multinationales suisses d'enregistrer une croissance solide des bénéfices par actions (BPA).

- **Japon : croissance robuste des bénéfices, valorisations raisonnables.** Les actions japonaises profitent d'une amélioration de la rentabilité, d'une forte croissance des bénéfices (grâce à une demande plus robuste tant au niveau national que mondial) ainsi que de valorisations attractives. La consolidation de l'USD/JPY attendue ces six prochains mois (voir page 7) devrait contenir les risques baissiers, le marché actions nippon affichant généralement une corrélation négative avec le yen.

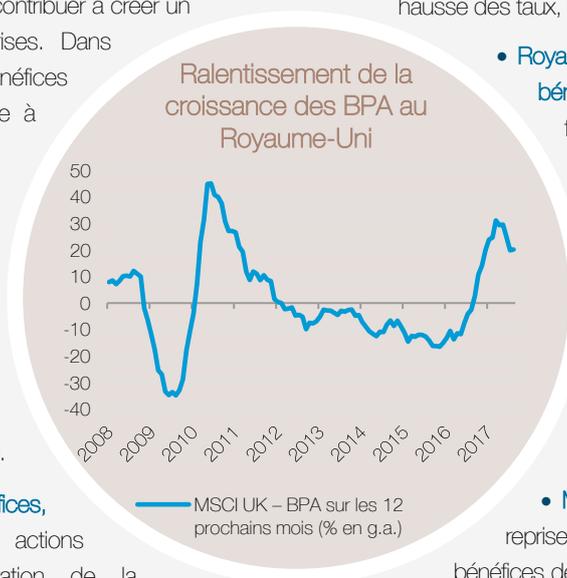
Nous restons prudents vis-à-vis des actions américaines et britanniques, mais neutres sur les actions émergentes

Aux Etats-Unis, les valorisations des actions tendent à baisser quand les rendements obligataires augmentent, limitant leur potentiel de hausse

- **Etats-Unis : potentiel de hausse limité.** Un dollar faible et une forte demande intérieure devraient permettre aux entreprises d'afficher une croissance des bénéfices à deux chiffres en 2017. Les conditions de financement devraient toutefois se détériorer ces prochains mois, pesant sur les sociétés fortement endettées. En effet, la Fed devrait augmenter ses taux et réduire son bilan. En outre, les valorisations pourraient devenir moins tendues grâce à la hausse des taux, limitant ainsi le potentiel de hausse.

- **Royaume-Uni : la croissance plus lente des bénéfices incite à la prudence.** Après une forte accélération mi-2016, la croissance des BPA a commencé à ralentir, les effets positifs d'une chute de la livre et d'une hausse du pétrole s'estompant. Si la hausse des prix des métaux de base a dopé les bénéfices dans le secteur des matériaux, il en faudra plus pour soutenir le reste du marché, au vu des craintes entourant le Brexit. Dans l'ensemble, nous restons prudents.

- **Marchés émergents : rester neutre.** La reprise mondiale permettra à la croissance des bénéfices de se rapprocher de 20% en 2017 dans les pays émergents. La faiblesse du dollar et des valorisations attractives (comparé au monde développé) seront également favorables. En revanche, les hausses des taux US et le tassement de la croissance chinoise pourraient peser ces prochains trimestres. C'est pourquoi nous préférons encore les pays entreprenant des réformes structurelles ainsi que ceux sensibles au cycle technologique.



Sources : SGPB, Bloomberg (01/09/2017). Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

Devises

Le rebond du dollar est derrière nous

Compte tenu des difficultés de la Maison Blanche à adopter des réformes, des mesures de relance budgétaire semblent de plus en plus improbables. Le dollar a encore cédé du terrain face aux devises des marchés développés et émergents, et semble désormais survenu. Même s'il pourrait rebondir en cas de redressement des taux d'intérêt américains, ses plus hauts sont derrière nous.

L'euro devrait marquer une pause après sa récente remontée

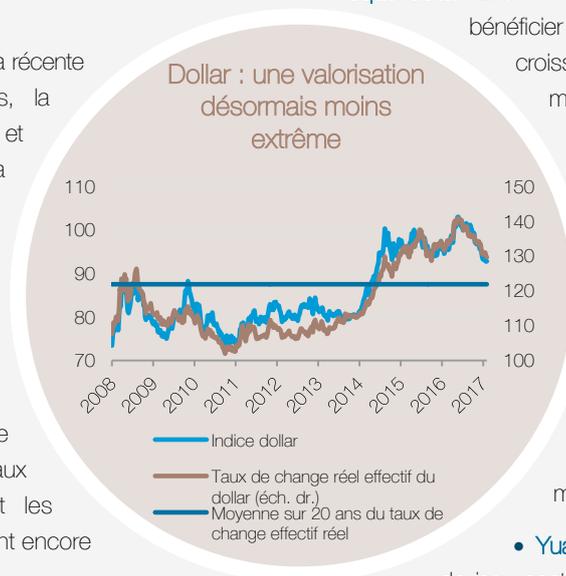
« L'euro devrait effacer une partie de ses gains, la Fed commençant à réduire son bilan. »

- **Euro : en pleine consolidation.** La monnaie unique a partiellement corrigé à la baisse après avoir dépassé 1,20. Cette récente appréciation découle d'un changement de perception du risque politique américain et de larges achats d'euros par les spéculateurs. Le dollar est désormais en situation de survente et pourrait se redresser, la réduction des achats d'actifs de la Fed entraînant une hausse des taux américains. A plus long terme, l'euro devrait profiter de la reprise économique actuelle, du renforcement du cadre institutionnel et de son attrait relatif.
- **Dollar : positionnement neutre.** Malgré la récente amélioration des indicateurs avancés, la croissance américaine reste modérée et seule une hausse de l'inflation poussera la Fed à relever ses taux. Des taux réels encore négatifs pourraient également freiner la progression du billet vert.
- **Sterling : risques baissiers.** L'évolution de la livre continuera de dépendre des négociations sur le Brexit et de l'inflation. L'écart de taux grandissant avec les Etats-Unis et les incertitudes entourant le Brexit devraient encore peser sur la devise.
- **Franc suisse : vers un léger repli.** Le franc reste largement surévalué et la banque centrale continuera de plaider en faveur de son affaiblissement. Le franc pourrait se déprécier à nouveau, car il devient désormais moins nécessaire de détenir des valeurs refuges. Toutefois, le potentiel de baisse devrait être limité, car la banque centrale aura moins besoin d'intervenir sur le marché des changes.

Acheter en solde, en étant sélectif

« Le yen est appelé à se déprécier, les devises émergentes résisteront »

- **Yen : orienté à la baisse.** Le yen a bénéficié de son statut de valeur sûre, du dynamisme de l'économie japonaise et de la faiblesse généralisée du dollar. Cependant, la banque centrale s'est engagée à relancer l'inflation et la perspective d'un creusement de l'écart de taux avec les Etats-Unis devrait maintenir le yen sous pression.
- **Devises émergentes : plus résistantes grâce à l'atténuation du risque dollar.** Les devises émergentes devraient continuer de bénéficier d'un dollar faible, d'un regain de croissance, de la hausse des prix des matières premières, de la quête de rendement et de la vigueur des indicateurs chinois. Toutefois, dans certains pays, le recul de l'inflation pourrait déclencher des baisses de taux. Cela aurait alors pour effet de réduire l'écart face aux Etats-Unis et de limiter l'attrait de la dette émergente, la Fed resserrant encore sa politique monétaire. Il reste essentiel de se montrer sélectif sur les marchés de change émergents.
- **Yuan : risques haussiers à court terme.** La devise continue de bénéficier d'une croissance robuste et d'une politique monétaire restrictive. L'expansion économique s'est traduite par des entrées de capitaux sur les marchés actions. Le yuan pourrait encore gagner du terrain, l'expansion du commerce mondial étant de bon augure pour la Chine et ses partenaires commerciaux. Nous restons positifs sur le yuan face au dollar avant le Congrès du Parti du Peuple qui se tiendra à la mi-octobre.



Produits alternatifs



Potentiel de hausse limité pour l'or et le pétrole

Des tensions géopolitiques et une tempête destructrice ont fait grimper le cours de l'or et les prix des carburants. Nous tablons toutefois sur une normalisation ces prochaines semaines.

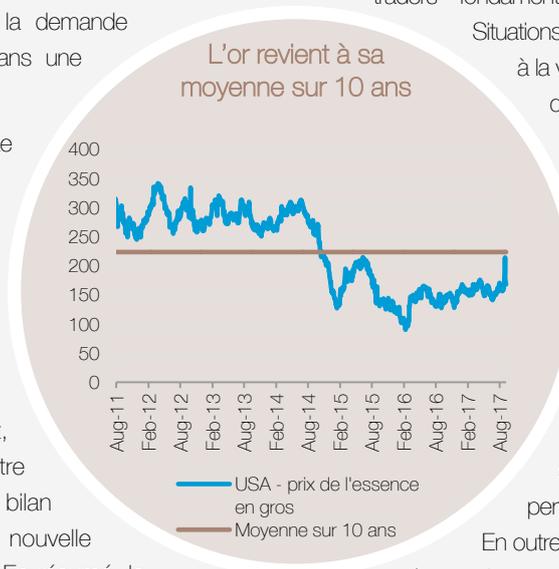
Grâce à des corrélations plus faibles entre les actions et les secteurs, les hedge funds gérés activement ont bien performé depuis le début de l'année, malgré l'impact des flux vers les ETF passifs ces dernières années.

Matières premières

Les prix du pétrole devraient se normaliser une fois l'ouragan passé.

- **Pétrole : peu d'espoir.** L'ouragan Harvey a ravagé le Golfe du Mexique (qui abrite 18% de la production américaine de pétrole brut et plus de 45% des capacités de raffinage pétrolier). La flambée consécutive des prix des carburants pourrait se corriger ces prochaines semaines. En effet, le Département américain de l'énergie compense les fermetures de site en débloquant ses réserves stratégiques. Dans le même temps, la demande de pétrole devrait continuer d'augmenter progressivement grâce à une croissance mondiale supérieure à son potentiel. Dans l'ensemble, un lent rééquilibrage entre l'offre et la demande devrait maintenir les prix pétroliers dans une fourchette de 50-55 \$.

- **Or : potentiel de hausse limité.** Le dernier essai nucléaire en Corée du Nord a fait grimper le cours de l'or à un plus haut depuis 11 mois face au dollar, soit une hausse de 10% depuis le plus bas de juillet. A court terme, l'or pourrait tirer profit des tensions géopolitiques et de l'affaiblissement du dollar. Cependant, le potentiel de hausse pourrait être limité par la réduction prochaine du bilan de la Fed et par l'éventualité d'une nouvelle hausse des taux US avant fin 2017. En résumé, la récente remontée semble passagère et nous visons encore 1225\$ l'once d'or dans six mois.



Hedge funds

La corrélation moindre entre les actions américaines profite aux fonds sélectifs focalisés sur les fondamentaux US

- **Fonds « Long/Short Equity ».** L'année passée a été marquée par une forte baisse des corrélations entre les actions (de 60% à 18% pour l'indice S&P500, soit un plus bas depuis 2004). Ce recul a permis aux fonds Long/Short d'enregistrer de solides performances depuis début 2017. Nous continuons de privilégier les fonds sélectifs focalisés sur les fondamentaux aux Etats-Unis ainsi que les gérants Long Bias et Variable Bias en Europe et au Japon.

- **Fonds « Event Driven ».** La chute des corrélations profite aussi aux traders fondamentaux œuvrant dans les fonds Special Situations, les actions étant désormais plus sensibles à la valeur intrinsèques qu'aux tendances. Tandis que la plupart des acquisitions sont couronnées de succès, les écarts entre l'acquéreur et sa cible restent serrés. Le potentiel de performance s'est dégradé pour les fonds « Merger Arbitrage », les opérations ayant désormais moins de chance d'échouer.

- **Fonds taux/crédit.** L'écart de rendement entre les obligations d'Etat et les dettes d'entreprise est très étroit (cf. section « crédit »), limitant le potentiel de performance des fonds « Long/Short Credit ».

En outre, compte tenu de la vigueur des indicateurs économiques et du faible risque de défaut, il semble trop tôt pour s'intéresser aux fonds « Distressed Debt ».

- **Fonds Global Macro & CTA.** Les marchés boursiers continuent de bénéficier d'une dynamique robuste (voir nos signaux VaMoS en page 2), et les fonds CTA affichent une forte exposition directionnelle, en faisant ainsi un moins bon outil de diversification. Parmi les fonds Global Macro, nous continuons de privilégier les stratégies « multi-actifs » émergentes en raison des opportunités attrayantes qu'elles offrent.

Sources : SGPB, Bloomberg (01/09/2017). Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

Avertissements importants

Société Générale Private Banking (« SGPB ») est la ligne métier du Groupe Société Générale S.A. opérant à travers son siège au sein de Société Générale S.A. et son réseau (départements ou entités juridiques distinctes (succursales ou filiales)) localisé sur les territoires mentionnés ci-après, agissant sous la marque « Société Générale Private Banking », et distributeurs du présent document.

Objet du document

Ce document est établi par des experts de Groupe Société Générale S.A. et plus particulièrement de la ligne métier Société Générale Private Banking, afin de vous permettre de bénéficier d'une information sur un certain nombre de données financières et économiques. Les noms et fonctions des personnes ayant préparé ce document sont indiqués dans les premières pages du document.

La présente recommandation générale d'investissement à caractère promotionnel n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières, et le prestataire de services d'investissement n'est pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

La lecture de ce document requiert que vous disposiez des compétences et de l'expertise nécessaires pour comprendre les marchés financiers et pour maîtriser l'information financière et économique qu'elle contient. Si tel n'est pas le cas, nous vous remercions de bien vouloir prendre contact avec votre conseiller privé, afin que vous ne soyez plus destinataire de ce document. A défaut d'une telle démarche, nous considérerons que vous disposez de toutes les compétences nécessaires à la compréhension du document.

Nous vous précisons que le contenu de ce document correspond à une simple information destinée à vous aider dans vos décisions d'investissement ou de désinvestissement, et qu'il ne constitue pas une recommandation personnalisée. Vous conservez la responsabilité de la gestion de vos actifs, et la liberté de vos décisions d'investissement.

En outre, le document peut le cas échéant mentionner des classes d'actifs qui peuvent ne pas être autorisées/commercialisables dans certains pays, et/ou qui peuvent être réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. En conséquence, dans l'hypothèse où vous souhaiteriez procéder à un investissement, selon le cas et la législation applicable, votre conseiller au sein de l'entité Société Générale Private Banking dont vous êtes client, vérifiera si cet investissement est envisageable sur votre territoire et s'il correspond à votre profil d'investisseur.

Dans l'éventualité où vous ne souhaiteriez plus recevoir ce document, nous vous remercions d'en informer par écrit votre conseiller afin qu'il prenne les mesures nécessaires.

Conflit d'intérêts

Ce document contient les avis des experts de SGPB. Les opérateurs de marché de Société Générale peuvent effectuer des transactions, ou ont effectué des transactions, sur la base des avis et études de ces experts. De plus, les experts SGPB sont rémunérés, en partie, en fonction de la qualité et de la précision de leurs études, des commentaires des clients, des revenus de l'entité SG qui les emploie, et de facteurs concurrentiels.

En règle générale, les sociétés du groupe Société Générale peuvent être teneur de marché, effectuer des transactions concernant les titres auxquels il est fait référence dans ce document, et peuvent fournir des services bancaires aux sociétés mentionnées dans ce document, ainsi qu'à leurs filiales. Les sociétés du groupe Société Générale, peuvent, de temps à autre, réaliser des transactions, générer des profits, détenir des titres ou agir comme conseiller, courtier ou banquier en lien avec ces titres, ou des dérivés de ces titres, ou en lien avec les classes d'actifs mentionnées dans ce document.

Les sociétés du groupe Société Générale peuvent être représentées au conseil de surveillance ou d'administration de ces sociétés.

Les employés du groupe Société Générale, ou les personnes ou entités qui leur sont liées, peuvent, de temps à autre, détenir une position dans un titre ou une classe d'actifs mentionné(e) dans ce document.

Société Générale peut acquérir ou liquider, de temps à autre, des positions dans les titres, ou actifs sous-jacent (y compris leurs dérivés) mentionnés dans ce document, ou dans tout autre actif le cas échéant, et par conséquent tout rendement pour un investisseur potentiel peut en être directement ou indirectement affecté.

Les sociétés du groupe Société Générale n'ont aucune obligation de divulguer ou de prendre en compte ce document dans le cadre de conseil ou de transactions avec un client ou au nom d'un client.

Par ailleurs, Société Générale peut émettre d'autres études qui ne sont pas alignées, ou dont les conclusions diffèrent des informations présentées dans ce document, et n'a aucune obligation de s'assurer que de telles autres études sont portées à la connaissance de tout récipiendaire du présent document.

Le groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, les entités Société Générale Private Banking ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts. Pour plus de détails, les clients de SGPB peuvent se reporter à la politique de gestion des conflits d'intérêts qui leur a été remise par l'entité SGPB dont ils sont clients.

Avertissement d'ordre général

Le présent document de nature informative, sujet à modification, est communiqué à titre purement indicatif et n'a pas de valeur contractuelle.

Le contenu de ce document n'est pas destiné à fournir un conseil en investissement ni un quelconque autre service d'investissement, et ne constitue, de la part d'aucune entité de Société Générale Private Banking, ni une offre, ni une recommandation personnalisée, ni un conseil, en vue d'un investissement dans les classes d'actifs mentionnées. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil juridique, fiscal ou comptable.

Certaines classes d'actifs citées peuvent présenter divers risques, impliquer une perte potentielle de la totalité du montant investi voire une perte potentielle illimitée, et n'être en conséquence réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs, et/ou adaptées qu'à des investisseurs avertis et compétents pour ces classes d'actifs. En conséquence, avant de prendre une décision d'investissement, selon le cas et la législation applicable, l'investisseur potentiel sera interrogé par son conseiller privé au sein de l'entité Société Générale Private Banking dont il est client, afin de déterminer s'il est compétent pour procéder à l'investissement envisagé, et si cet investissement est compatible avec son profil et ses objectifs d'investissement. Le client est également tenu, avant tout investissement, de prendre contact avec ses conseillers externes habituels afin d'obtenir toutes les informations financières, juridiques et fiscales qui lui permettront d'apprécier les caractéristiques et les risques de l'investissement envisagé ainsi que la pertinence de la mise en œuvre des stratégies dont il est question dans le présent document, ainsi que son traitement fiscal, au regard de sa situation personnelle.

Tout investissement requiert au préalable de ce dernier la prise de connaissance, la compréhension et la signature de la documentation contractuelle et informative y afférente notamment sur les risques. L'investisseur potentiel ne doit pas baser sa décision d'investissement et/ou donner une instruction d'investissement uniquement sur la base de ce document. Tout investissement peut avoir des conséquences fiscales et aucune entité Société Générale Private Banking ne fournit de conseil fiscal. L'investisseur potentiel devrait également s'appuyer sur des conseils fiscaux indépendants (si nécessaire).

L'investissement dans certaines classes d'actifs citées peut ne pas être autorisé dans certains pays ou peut être réservé qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. Il est de la responsabilité de toute personne en possession de ce document de s'informer et de respecter les dispositions légales et réglementaires de la juridiction concernée. Ce document n'est en aucune manière destiné à être diffusé à une personne ou dans une juridiction pour laquelle une telle diffusion serait restreinte ou illégale. Il ne peut notamment être diffusé aux Etats-Unis, et ne peut être distribué, directement ou indirectement, sur le marché des Etats-Unis ou auprès d'une US Person.

Le prix et la valeur des investissements ainsi que les revenus qui en dérivent peuvent fluctuer, à la hausse comme à la baisse. Les variations de l'inflation, de taux d'intérêts et de taux de change peuvent avoir des effets négatifs sur la valeur, le prix et le revenu des investissements libellés dans une devise différente de celle du client. Les éventuelles simulations et exemples contenus dans ce document sont fournis à titre indicatif et à des fins d'illustration uniquement. La présente information peut être modifiée en fonction des fluctuations des marchés, et les informations et avis mentionnés dans ce document peuvent être amenés à évoluer. Aucune entité Société Générale Private Banking ne s'engage à actualiser ni à modifier le présent document, et n'assumera aucune responsabilité à cet égard. Le présent document a pour seul but d'informer les investisseurs, qui prendront leurs décisions d'investissement sans se fier uniquement à ce document. Aucune entité Société Générale Private Banking ne saurait être tenue pour responsable en cas de perte directe ou indirecte liée à un quelconque usage de ce document ou de son contenu. Aucune entité Société Générale Private Banking n'offre de garantie, expresse ou tacite, quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations ou quant à la rentabilité ou la performance de toute classe d'actifs, pays, marché.

Les données historiques utilisées et les informations et avis cités, proviennent ou sont notamment basées sur des sources externes que les entités Société Générale Private Banking considèrent fiables mais qu'elles n'ont pas vérifiées de manière indépendante. Les entités Société Générale Private Banking n'assumeront aucune responsabilité quant à l'exactitude, la pertinence et l'exhaustivité de ces données. Les informations sur les performances passées éventuellement reproduites ne garantissent en aucun cas les performances futures et peuvent ne pas se reproduire. La valeur d'un investissement n'est pas garantie et la valorisation d'investissements peut fluctuer. Les prévisions concernant les performances futures sont basées sur des hypothèses qui peuvent ne pas se concrétiser.

Le présent document est confidentiel, destiné exclusivement à la personne à laquelle il est remis, et ne peut ni être communiqué ni porté à la connaissance de tiers (à l'exception des conseils externes et à condition qu'ils en respectent eux-mêmes la confidentialité), ni reproduit totalement ou partiellement, sans accord préalable et écrit de l'entité Société Générale Private Banking concernée.

Avertissements spécifiques par juridiction

France : Sauf indication contraire expresse, le présent document est publié et distribué par Société Générale, banque française autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, sise 61, rue Tailbout, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (BCE), et enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07 022 493 orias.fr. Société Générale est une société anonyme française au capital de 1.009.380.011,25 EUR au 31 mars 2016, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <http://www.privatebanking.societegenerale.fr/>.

Les Bahamas : Le présent document a été distribué aux Bahamas par Société Générale Private Banking (Bahamas) Ltd, dûment autorisée et régie par la « Securities Commission of the Bahamas », à ses clients privés, et n'a pas vocation à être distribué à des personnes ou entités désignées comme des citoyens bahamiens ou des résidents des Bahamas en vertu de la réglementation des changes en vigueur (« Exchange Control Regulations, 1956 ») aux Bahamas. Ce document n'est pas et n'a pas vocation, en aucune circonstance, à être interprété comme un acte de distribution de tout produit financier aux Bahamas. Ni la « Securities Commission of the Bahamas » ni aucune autorité similaire aux Bahamas, n'a revu ce document ni l'intérêt des produits financiers décrits, et aucune garantie n'est fournie à ce sujet.

Belgique : Le présent document a été distribué en Belgique par Société Générale Private Banking SA, établissement de crédit belge de droit belge, contrôlé et supervisé par la Banque nationale de Belgique (BNB) et l'Autorité des Services et Marchés Financiers (FSMA) et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (BCE). Société Générale Private Banking SA est enregistrée auprès de la FSMA en tant que courtier d'assurances sous le numéro 61033A. Société Générale Private Banking SA a son siège social situé Kortrijksesteenweg 302, 9000 Gand, et est enregistrée au RPM de Gand sous le numéro TVA BE 0415.835.337. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.be.

Dubaï : Le présent document a été distribué par Société Générale, DIFC Branch. Les produits ou services financiers ne sont disponibles que pour les clients ayant signé une convention client avec SG DIFC et répondant à la qualification de clients professionnels, avec des actifs liquides de plus d'un million de dollars, et qui ont une expérience et une compréhension suffisantes pour agir sur les marchés financiers concernés conformément aux règles de la Dubai Financial Services Authority (DFSA). Société Générale, DIFC Branch, est dûment autorisée et régulée par la DFSA aux fins de fournir des services de conseil et d'arrangement. Société Générale, DIFC Branch, n'offre pas certains des produits et/ou services (tels que la gestion sous mandat, la gestion conseil ou le service Prime Market Access), mais les clients de la succursale peuvent le cas échéant accéder à ces produits et/ou services auprès de leur entité Société Générale Private Banking teneur de compte. La DFSA n'a ni revu ni approuvé le présent document. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.ae.

Luxembourg : Le présent document a été distribué au Luxembourg par Société Générale Bank and Trust (« SGBT »), société anonyme enregistrée auprès du registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 6061 et établissement de crédit autorisé et régi par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »), sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (BCE), et dont le siège social est sis 11 avenue Emile Reuter – L 2420 Luxembourg. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.sgbt.lu. Aucune décision d'investissement quelle qu'elle soit ne pourrait résulter de la seule lecture de ce document. SGBT n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude ou autre caractéristique des informations contenues dans ce document. SGBT n'accepte aucune responsabilité quant aux actions menées par le destinataire de ce document sur la seule base de ce dernier, et SGBT ne se présente pas comme fournissant des conseils, notamment en ce qui concerne les services d'investissement. Les opinions, points de vue et prévisions exprimés dans le présent document (y compris dans ses annexes) reflètent les opinions personnelles de l'auteur/des auteurs et ne reflètent pas les opinions d'autres personnes ou de SGBT, sauf indication contraire.

Ce document a été élaboré par Société Générale. La CSSF n'a procédé à aucune analyse, vérification ou aucun contrôle sur le contenu du présent document.

Monaco : Le présent document a été distribué à Monaco par Société Générale Private Banking (Monaco) S.A.M., sise 13, 15 Bd des Moulins, 98000 Monaco, Principauté de Monaco, régie par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et la Commission de Contrôle des Activités Financières. Les produits financiers commercialisés à Monaco peuvent être réservés à des investisseurs qualifiés conformément aux dispositions de la loi n° 1.339 du 07/09/2007 et de l'Ordonnance Souveraine n°1.285 du 10/09/2007. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.mc.

Suisse : Le présent document a été distribué en Suisse par Société Générale Private Banking (Suisse) SA (« SGPBS »), dont le siège se trouve à la rue du Rhône 8, CP 5022, CH-1211 Genève 11. SGPBS est une banque autorisée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.ch.

Ce document (i) ne fournit pas d'opinion ou de recommandation sur une société ou un titre particulier; ou (ii) a été préparé hors de Suisse pour le « Private Banking ». Par conséquent, les Directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) sur l'indépendance de l'analyse financière ne s'appliquent pas à ce document.

Ce document n'a pas été préparé par SGPBS. SGPBS n'a pas vérifié ni analysé de manière indépendante l'information contenue dans ce document. SGPBS ne supporte aucune responsabilité relative à l'actualité ou autre des informations contenues dans ce document. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document reflètent les vues personnelles de leur auteur et n'engagent pas la responsabilité de SGPBS.

Ce document ne constitue pas un prospectus au sens des articles 652a et 1156 du Code suisse des obligations.

Royaume Uni : Le présent document a été distribué au Royaume Uni par SG Hambros Bank Limited, dont le siège social est situé 8 St. James's Square, Londres SW1Y 4JU («SGPB Hambros»). SGPB Hambros est autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. La disponibilité des produits et services décrits dans ce document au Royaume-Uni peut être restreinte par la loi. De plus amples détails sont disponibles sur demande.

Jersey : Le présent document a été distribué à Jersey par SG Hambros Bank (Channel Islands) Limited («SGH CI Limited»), dont le siège social est situé PO Box 78, SG Hambros House, 18 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8PR. Ce document n'a pas été autorisé ou revu par la Jersey Financial Services Commission («JFSC»). SGH CI Limited est autorisé par la JFSC pour la réalisation d'activités d'investissement.

Guernessey : Le présent document a été distribué sur ou depuis le Baillage de Guernessey par SG Hambros Bank (Channel Islands) Limited – Guernessey Branch, dont la principale adresse à Guernessey est PO Box 6, Hambros House, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernessey, GY1 3AE. SG Hambros Bank (Channel Islands) Limited – Guernessey Branch est autorisée par la loi Banking Supervision (Bailiwick of Guernessey) Law, 1994, et par la loi Protection of Investors (Bailiwick of Guernessey) Law, 1987.

Gibraltar : Le présent document a été distribué à Gibraltar par SG Hambros Bank (Gibraltar) Limited, dont le siège social est situé Hambros House, 32 Line Wall Road, Gibraltar («SG Hambros Gibraltar»). SG Hambros Gibraltar est autorisée et réglementée par la Gibraltar Financial Services Commission pour ses activités bancaires, d'investissement et d'intermédiation en assurance. La disponibilité des produits et services décrits dans ce document peut être restreinte par la loi à Gibraltar. De plus amples détails sont disponibles sur demande.

Société Générale Private Banking Hambros fait partie de la ligne métier dédiée à la gestion privée du groupe Société Générale, à savoir «Société Générale Private Banking ». Société Générale banque française autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, sise 61, rue Tailbout, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (BCE). Elle est aussi autorisée par la Prudential Regulation Authority et supervisée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. De plus amples informations sur www.privatebanking.societegenerale.com/hambros

<http://www.privatebanking.societegenerale.com>

© Copyright Groupe Société Générale 2016. Tous droits réservés. L'utilisation, la reproduction, la redistribution et la divulgation non autorisées de tout ou partie du présent document sont interdites sans le consentement préalable de Société Générale. Les symboles clés, Société Générale, Société Générale Private Banking sont des marques déposées de Société Générale. Tous droits réservés.