FFG

FORUM FINANCE

1994

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2021

JANVIER 2021

SOMMAIRE

SYNTHÈSE 1

REVUE DE NOS THÈMES D'INVESTISSEMENT 2020 2

SITUATION ÉCONOMIQUE ET POLITIQUE EN 2020 3-6

LES MARCHÉS FINANCIERS EN 2020 7-12
- Actions 7-8
- Matières premières 9
- Obligations, devises 10-11
- Fonds alternatifs 11-12

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN 2021 13-15

PERSPECTIVES DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2021 16-18

ALLOCATION D'ACTIFS EN 2021 19-23
- Obligations 19
- Actions 19-20
- Matières premières 20
- Or 20
- Investissements alternatifs 20
- Construction de portefeuille FFG 21
- Gérants de fonds alternatifs/produits structurés 22
- Grille d'allocation d'actifs 23

SYNTHÈSE

L'année 2020 restera comme l'une des plus spectaculaires pour les marchés financiers

L'année écoulée a été vertigineuse pour les investisseurs: les marchés d'actions ont dévissé comme jamais auparavant, avant de monter inexorablement en flèche. Ces marchés ont su à la fois bien résister et se montrer prévoyants, intégrant en un tournemain un fort rebond des bénéfices en 2021. Les valorisations ont ainsi été notablement revues à la hausse et la publication des bénéfices ne laissera que peu de place à des déceptions cette année.

La Réserve fédérale américaine est intervenue sans hésitation en réponse aux sévères dislocations des marchés obligataires, une démarche essentielle pour restaurer la confiance. Outre l'achat de bons du Trésor et d'obligations d'entreprise de qualité « Investment Grade », la Fed s'est engagée, pour la première fois de son histoire, à acquérir des obligations à haut rendement. Une autre tendance s'est dessinée une fois les marchés redevenus stables: la dépréciation du dollar face à la plupart des devises, attendue devoir se poursuivre en 2021.

Les banques centrales n'ont pas lésiné sur les moyens en 2020

Les autorités monétaires et les États ont réagi rapidement et de façon décisive pour soutenir l'économie et limiter les dégâts que la pandémie a causés pour les entreprises et les ménages. Des plans de relance records et des mesures de soutien sans précédent des marchés financiers ont été annoncés. La Réserve fédérale a brusquement ramené son taux d'intérêt de référence à zéro et s'est engagée à étoffer de façon illimitée ses programmes de rachats d'actifs obligataires. De la même manière, la Banque centrale européenne (BCE) a intensifié son programme d'achat d'actifs, qu'elle a récemment rallongé de 500 milliards d'euros, soit un montant total de 1 850 milliards d'euros jusqu'en mars 2022.

L'ampleur des mesures budgétaires déployées dans le monde entier est également inédite. Elles sont estimées à quelque 12 000 milliards de dollars américains, près de 12% du PIB mondial, par le Fonds monétaire international. Contraints de limiter l'activité économique, les États ont cherché à empêcher le chômage massif et à aider entreprises et commerces à survivre aux fermetures provoquées par la pandémie.

Le succès des programmes de vaccination contre la COVID-19 déterminera le rebond de l'économie en 2021

Les perspectives pour 2021 avancent un fort rebond de la croissance du PIB (+ 5,2% selon le FMI), après un recul du PIB mondial estimé à environ 5% en 2020, la pire récession observée en temps de paix. Ces mesures budgétaires jamais vues et l'arrivée des vaccins devraient sensiblement stimuler l'activité économique. Certains secteurs, néanmoins, ne seront vraisemblablement pas en mesure de renouer avec les niveaux d'activité antérieurs à la pandémie. Il revient aux États d'encadrer le déploiement à grande échelle des programmes de vaccination. Ils devront, pour ce faire, regagner la confiance des populations, franchement érodée par la gestion de la crise.

Les conditions de marché actuelles soutiennent les actifs à risque malgré des valorisations élevées

Les tendances positives à l'œuvre sur les marchés financiers devraient se maintenir en 2021. Malgré des valorisations élevées, les actions devraient profiter d'une forte croissance bénéficiaire au cours des trimestres à venir et les portefeuilles sont positionnés de manière adéquate. Nos segments obligataires préférés sont le crédit à haut rendement et la dette des marchés émergents et nous restons sous-exposés au dollar américain. Nous nous montrons méfiants à l'égard du consensus du marché. L'Histoire a, en effet, démontré que le scénario de référence peut souvent dérailler du fait d'évènements inattendus.

REVUE DE NOS THÈMES D'INVESTISSEMENT 2020

La gestion active a largement fait fructifier nos portefeuilles

Compte tenu de l'évènement totalement imprévisible qui a eu lieu l'an dernier, nous ne jugeons pas vraiment utile de revenir en détail sur nos prévisions pour 2020! Pour rappel, le positionnement de nos portefeuilles en début d'année était dynamique puisque nous avions renforcé notre exposition aux actions et aux obligations d'entreprise des marchés émergents. L'aspect qui retient le plus notre attention en analysant la performance de nos placements sur l'année écoulée est la nette surperformance des gérants actifs dans plusieurs stratégies. Les actions japonaises, les petites capitalisations américaines et européennes et les titres «Value» européens sont quelques-uns des segments où nos gérants actifs ont le plus surclassé leur indice de référence. Ces derniers ont su faire des choix judicieux alors même qu'une forte dispersion entre secteurs et sociétés pouvait être observée. Les gérants actifs ont également tiré leur épingle du jeu dans l'univers du crédit. Soucieux des valorisations, certains avaient déjà réduit leur exposition au risque début 2020. Ils ont profité d'une volatilité peu onéreuse pour renforcer les positions de couverture, une tactique ô combien porteuse pendant la correction des marchés.

Les fonds alternatifs ont également ajouté à la performance des portefeuilles et contribué à amortir une partie de la dégringolade des portefeuilles en mars. La sous-exposition au dollar américain des portefeuilles non libellés dans cette monnaie a porté ses fruits, puisqu'elle a limité la contribution négative de la dépréciation du billet vert en 2020.

Bravant la correction du marché, nous avons plus que récupéré les pertes

Début mars, nous avions en partie protégé notre portefeuille actions en initiant de nouvelles options de vente sur l'indice S&P 500. Cette décision a vraiment réduit la volatilité des portefeuilles, sans en modifier ni la structure ni l'exposition. Avec le redressement postérieur des marchés, cette gestion tactique du risque s'est révélée essentielle pour plus que recouvrer les pertes au prix de marché constatées en mars. Ces options de vente ont par la suite été remplacées par un put spread qui a continué à fournir une certaine protection face au risque baissier, mais à moindre coût, grâce à la vente d'options de vente à un prix d'exercice inférieur. Ces opérations de couverture doivent être envisagées comme ayant une visée tactique et nous ne prévoyons pas d'investir dans ces types d'instruments dans des conditions normales de marché.

Les portefeuilles ont bénéficié d'une allocation aux actions diversifiée

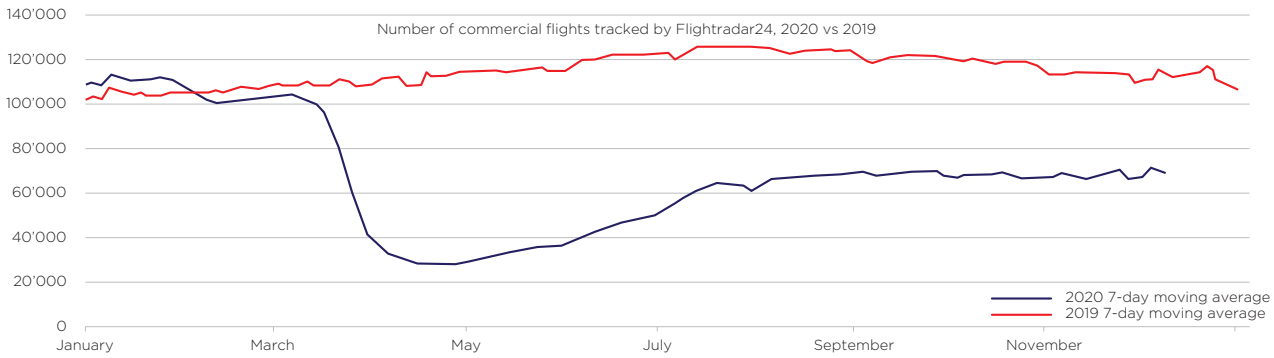
La diversification de nos portefeuilles du point de vue géographique, des styles d'investissement et des capitalisations boursières est un autre facteur qui a tiré la performance en 2020. Les titres de croissance ont surperformé sur une bonne partie de l'année, puis les titres «Value» ont, à leur tour, signé une contribution spectaculaire en novembre. La perspective d'un retour à la normale grâce aux vaccins a fait rebondir les valeurs à la traîne. L'exposition aux actions japonaises s'est également révélée fructueuse en septembre et en octobre, alors que d'autres marchés développés baissaient. Enfin, les petites et moyennes capitalisations ont résolument contribué à la performance pendant toute l'année, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis. Début 2021, notre allocation aux actions reste très diversifiée.

SITUATION ÉCONOMIQUE ET POLITIQUE EN 2020

Un choc inédit pour l'économie mondiale

Le déroulé de l'année 2020 peut se résumer à un évènement imprévisible et inouï pour la plupart de la population mondiale. Bien sûr, d'autres pandémies ont été plus meurtrières et les maladies infectieuses existent depuis la nuit des temps. Mais les dégâts économiques provoqués par la COVID-19 sont d'une tout autre ampleur. Rien à voir avec ce qui avait pu être observé lors de récentes épidémies. Des mesures de confinement, de couvre-feu et de mise en quarantaine et la fermeture des frontières et de la totalité des secteurs ont tout bonnement ravagé l'économie mondiale. L'aspect positif réside en ce que cette contraction a été déclenchée par un facteur exogène à un moment où l'économie mondiale ne semblait pas aux prises avec de gros déséquilibres structurels. La reprise qui s'en vient devrait donc être plus rapide que celles qui ont suivi des récessions par le passé, d'autant que plusieurs vaccins prometteurs ont été annoncés.

L'activité économique mise à l'arrêt



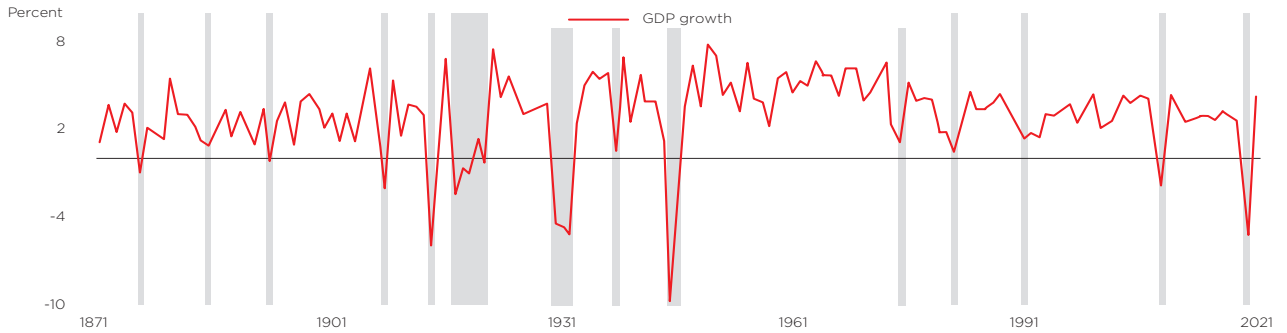
Source: Flightradar24

Nous pourrions avoir retenu toute une série de graphiques pour illustrer l'impact économique majeur des restrictions de grande ampleur imposées par les États dans le monde entier pour endiguer la pandémie. Le transport aérien, national et international, a été l'un des secteurs les plus touchés à cause de la fermeture des frontières et des mesures de mise en quarantaine appliquées aux voyageurs. Ce graphique fait ressortir une chute du nombre de vols commerciaux de plus de 75% en avril par rapport à 2019. La reprise postérieure n'aura ramené ce chiffre qu'à un peu plus de 60% par rapport aux niveaux de l'année précédente. La deuxième vague tant redoutée a contraint de nombreux États, en Europe surtout, à déployer des mesures allégées de confinement, avec pour effet une nouvelle contraction de l'économie au dernier trimestre 2020.

Une très forte contraction de l'économie liée à la pandémie de COVID-19

Il y a un an, les économistes envisageaient une légère augmentation du PIB en 2020. Il en va tout autrement un an plus tard. Le PIB mondial est estimé avoir chuté d'environ 5%, ce qui représente la pire récession depuis la Deuxième Guerre mondiale.

Croissance du PIB mondial de 1871 à 2021



Source: The World Bank

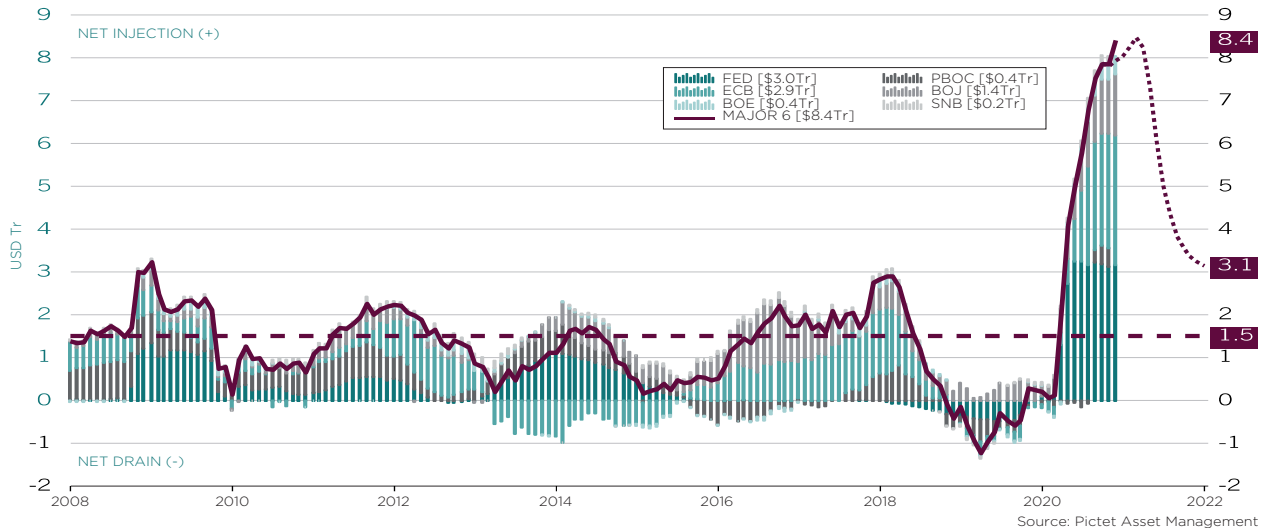
Ce graphique indique que la contraction de l'économie observée en 2020 est l'une des pires récessions sur plus de 150 ans. Des contractions d'une même ampleur ont eu lieu uniquement pendant les deux Guerres mondiales et la Grande Dépression des années 1930. Le FMI table actuellement sur une croissance du PIB de 5,2% en 2021.

Un effort coordonné et de grande ampleur des banques centrales et des États

Contrairement à ce qui s'était produit pendant la grande crise financière de 2007-2008, banques centrales et États ont réagi instantanément et avec détermination pour soutenir l'économie et limiter l'impact de la pandémie pour les entreprises, les commerces et les ménages. Des plans de relance records et des mesures sans précédent de soutien aux marchés financiers ont été annoncés. La Réserve fédérale a ramené à zéro son taux d'intérêt de référence, préalablement de 1,5%, à l'occasion de deux abaissements d'urgence. Elle s'est par ailleurs engagée à rallonger de façon illimitée ses programmes de rachats d'actifs obligataires. Après une réponse à la crise tout d'abord hésitante, la BCE a également intensifié son programme d'achats d'actifs pour le porter à 1 100 milliards d'euros. Lors de sa réunion de décembre dernier, l'autorité monétaire européenne a annoncé une hausse de son Programme d'achats d'urgence pandémique (PEPP) de 500 milliards d'euros, soit un total de 1 850 milliards d'euros jusqu'à mars 2022. Elle a en outre indiqué une amélioration des conditions de financement pour les établissements de crédit.

L'ampleur des mesures budgétaires déployées dans le monde entier est également inédite. Elles représentent quelques 12 000 milliards de dollars américains, près de 12% du PIB mondial, auxquels viennent ou viendront s'ajouter de nouveaux programmes. Contraints de limiter l'activité économique, les États ont cherché à tendre des bouées de sauvetage aux ménages, commerces et entreprises afin d'empêcher un chômage massif et d'aider ces derniers à survivre. Les interventions budgétaires pour pallier la crise déclenchée par la COVID-19 représentent en moyenne près de 10% du PIB dans les économies avancées, environ 3% pour les marchés émergents et les pays à revenu intermédiaire et 1,6% pour les pays en développement à faible revenu.

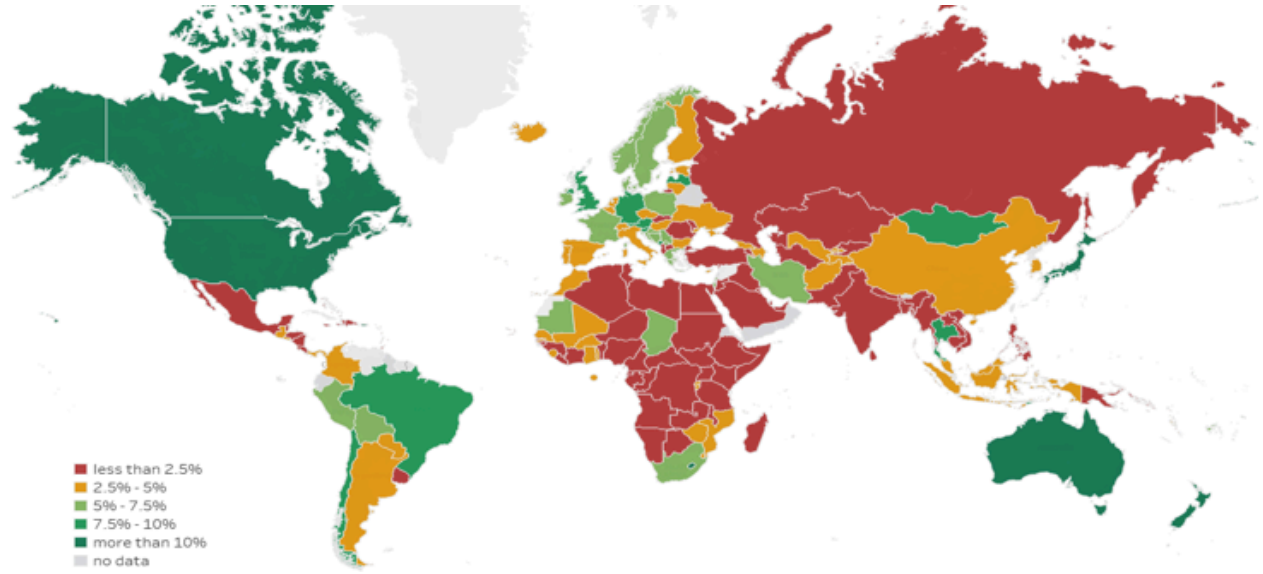
Bilan des six grandes banques centrales (sur 12 mois, milliards USD, estimation 2021)



Source: Pictet Asset Management

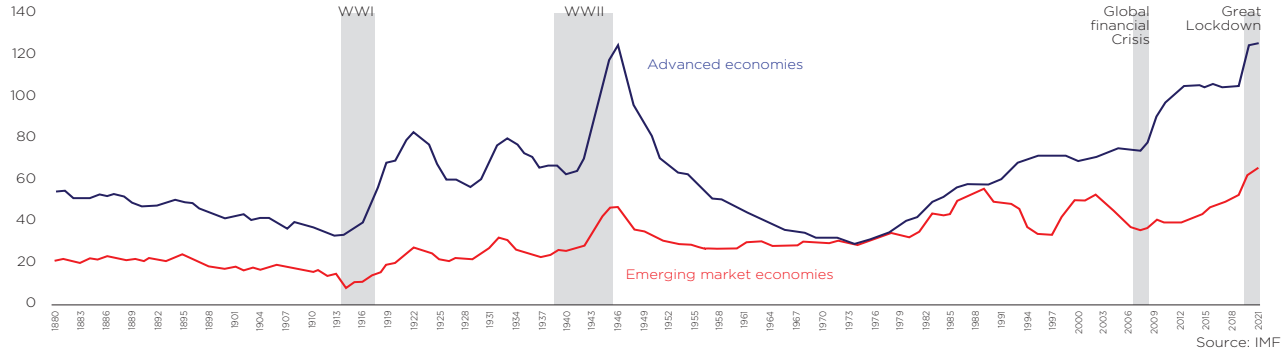
Le graphique ci-dessus montre le niveau d'intervention, sur une période glissante de 12 mois, des six grandes banques centrales depuis 2008. En 2020, la taille de ces six bilans a littéralement explosé, en hausse de 8 400 milliards de dollars, un montant astronomique si on le compare aux années précédentes. Sans surprise, la Réserve fédérale et la BCE ont été les plus gros acquéreurs d'actifs financiers, aussi bien dette souveraine que, désormais, obligations d'entreprise.

Dépenses supplémentaires et gel des recettes fiscales en réponse à la pandémie de COVID-19 (% du PIB)



Les mesures budgétaires en faveur des entreprises et des ménages ont grandement varié d'un pays à l'autre. Le graphique du FMI ci-dessus montre que les économies avancées et les grands marchés émergents cumulent l'essentiel des mesures budgétaires déployées dans le monde. Il y a trois raisons à cela. Tout d'abord, ils ont été touchés les premiers et plus fortement par la crise sanitaire. Deuxièmement, les banques centrales y ont apporté un plus grand soutien monétaire. Troisième raison, leur trésor pouvait financer de plus gros déficits à des taux d'intérêt inférieurs.

Dette publique (en % du PIB)



Source: IMF

La question de la hausse rapide des niveaux de la dette publique n'est pas près de disparaître de sitôt, notamment après la réponse budgétaire apportée en 2020 à la crise COVID-19. L'ampleur des interventions et la contraction de l'économie vont propulser la dette publique des économies avancées à 126% du PIB en 2020, une hausse franche par rapport à 2019, où ce chiffre s'élevait à 105%.

La victoire de Joe Biden annonce une remise à zéro de la politique américaine

Sur le plan politique, l'élection très attendue de novembre aux États-Unis a été l'évènement marquant en 2020. Malgré les nombreux détours juridiques usés par le gouvernement de Donald Trump pour renverser les résultats de l'élection présidentielle, la victoire de Joe Biden ne fait aucun doute. La marge de manœuvre du président élu pour mettre en place d'importantes réformes n'est pas assurée, surtout si les républicains doivent conserver leur majorité au Sénat. Il devrait néanmoins redonner aux États-Unis le rôle qui a traditionnellement été le leur sur la scène internationale. Le démocrate veillera à réparer des relations froissées et à faire revenir son pays dans les alliances mondiales. Grâce à ce revirement dans la politique étrangère du pays, les relations commerciales seront moins en porte-à-faux, les tensions géopolitiques s'estomperont et la lutte contre le changement climatique sera à l'ordre du jour.

CONCLUSIONS

Principale conclusion que nous pouvons tirer du panorama économique et politique en 2020: l'économie mondiale a été confrontée à un «cygne noir» (black swan), qui a causé des dégâts considérables. Par chance, les dirigeants ont réagi avec détermination et ont tout au moins empêché des conséquences encore plus graves pour les ménages, les commerces et les entreprises. Les répercussions à plus long terme de la crise enclenchée par la COVID-19 restent difficiles à évaluer, notamment pour certains pans de l'économie.

Les questions du rééquilibrage des comptes budgétaires et de la réduction de la dette publique seront des enjeux de taille à l'avenir, en particulier car un retrait trop rapide des mesures de relance budgétaire pourrait faire dérailler la reprise attendue. Les politiques des banques centrales resteront déterminantes. Elles s'efforceront encore de plafonner les niveaux des taux d'intérêt à long terme, notamment pour garantir que le coût du service d'une dette désormais nettement supérieure ne se transforme pas, pour de nombreux pays, en une spirale hors de contrôle.

LES MARCHÉS FINANCIERS EN 2020

L'année 2020 restera parmi l'une des plus spectaculaires pour les marchés financiers. Ils se sont effondrés fin février après ce qui avait été pourtant un bon début d'année. Toutes les classes d'actifs ont été concernées par un mouvement de liquidations, qui a eu l'effet d'une déferlante. Même les actifs les plus sûrs, comme les bons du Trésor et l'or, n'ont pas résisté. Les mesures promptes et décisives prises par la Réserve fédérale ont été essentielles pour ramener la stabilité sur les marchés de la dette souveraine en mars. D'autres segments du marché obligataire ont mis plus de temps à se rétablir, tout comme le marché primaire à rouvrir. La plupart des marchés d'actions, pour leur part, ont touché un point bas le 23 mars. La remontée postérieure des marchés financiers a été aussi impressionnante que la correction enregistrée au premier trimestre et de nombreux indices ont clôturé 2020 dans le vert.

Performances 2020

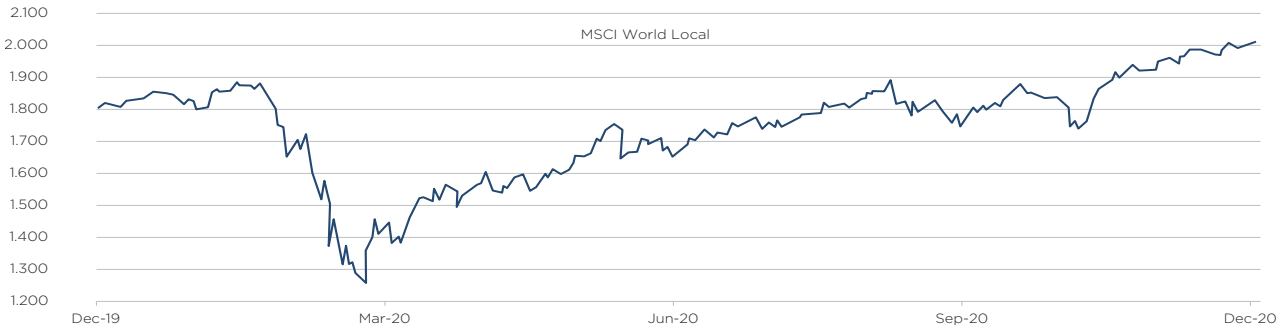
	Fin 2019	Fin 2020	Performance
ACTIONS			
S&P 500	3 230,8	3 756,1	+ 16,3%
Euro Stoxx 50	3 745,2	3 552,6	- 5,1%
MSCI EM	1 114,7	1 291,3	+ 15,8%
OBLIGATAIRE			
UST 10 ans	1,92%	0,92%	-100 pb
Bund 10 ans	- 0,19%	- 0,57%	- 38 pb
UE BBB	0,97%	0,44%	-53 pb
DEVISES			
EUR/USD	1,121	1,222	+ 9,0%
USD/CHF	0,967	0,885	- 8,5%
GBP/USD	1,326	1,367	+ 3,1%
USD/JPY	108,6	103,3	- 4,9%
EUR/CHF	1,086	1,081	- 0,5%
MATIÈRES PREMIÈRES			
Indice CRB	185,8	167,8	- 9,7%
Pétrole, WTI	61,1 $	48,5 $	- 20,6%
Or	1 517 $	1 898 $	+ 25,1%

ACTIONS

En 2020, l'ensemble des restrictions imposées par les États dans le monde ont eu des répercussions franchement négatives pour de nombreuses sociétés. La réduction des bénéfices associée à une forte remontée des cours des actions depuis mars a encore propulsé les valorisations des indices à la hausse. Le ratio cours/bénéfices prospectif des actions mondiales a progressé, passant de 18x fin 2019 à près de 20x un an plus tard.

Les actions américaines sont désormais valorisées près de 23x leurs bénéfices estimés sur les douze prochains mois. Les rendements obligataires inférieurs, la surliquidité et les attentes d'un net redressement des bénéfices en 2021 ont été d'autres facteurs de soutien au rebond des actions. L'environnement de marché pendant l'essentiel de 2020 a été plus porteur pour les titres de «Croissance», même si l'annonce de vaccins prometteurs a donné un élan certain aux titres «Value» en novembre.

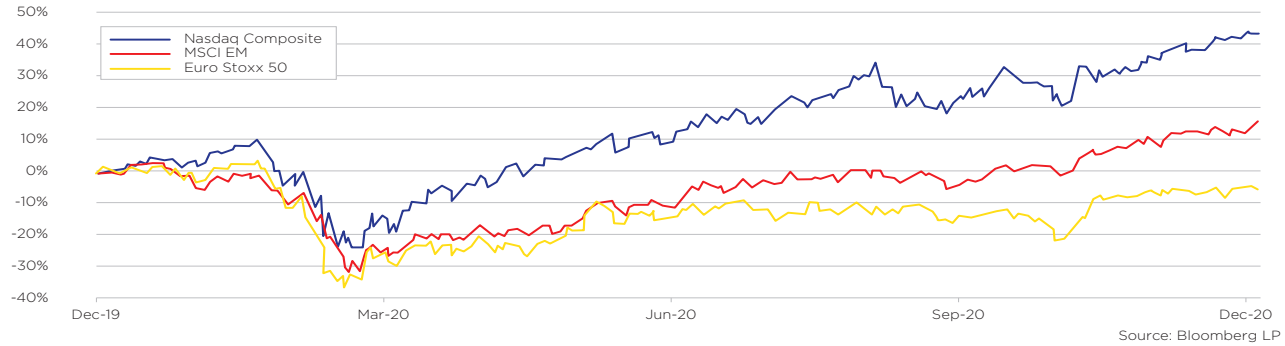
Indice MSCI World Local



Source: Bloomberg LP

Les marchés d'actions mondiaux ont bien démarré l'année 2020 grâce à de bonnes perspectives de croissance du PIB et à l'espoir d'une amélioration du cadre des échanges commerciaux. Cette tendance a été rapidement gommée à mesure que le coronavirus se propageait. Les investisseurs ont, en effet, vite saisi qu'il ne resterait pas confiné à l'Asie. Les marchés d'actions ont brutalement plongé. Ainsi l'indice MSCI World Local a dégringolé de 33% sur un mois. Cette correction du marché a été amplifiée par la normalisation d'un niveau élevé d'endettement. Les marchés d'actions ont ensuite rebondi à un rythme jamais vu après un marché baissier. Cette remontée s'est expliquée par les mesures drastiques annoncées par banques centrales et États et largement supérieures en volume à celles déployées pendant la crise financière de 2007-2008. Les marchés d'actions américains ont surperformé grâce à l'énorme contribution d'un petit nombre de méga-capitalisations dans la technologie et les communications. Le marché d'actions chinois a été un autre grand gagnant. Les mesures drastiques déployées dans le pays se sont révélées efficaces pour contrôler la pandémie et permettre une réouverture de l'économie.

Indices Nasdaq Composite, MSCI Emerging Markets et Euro Stoxx 50

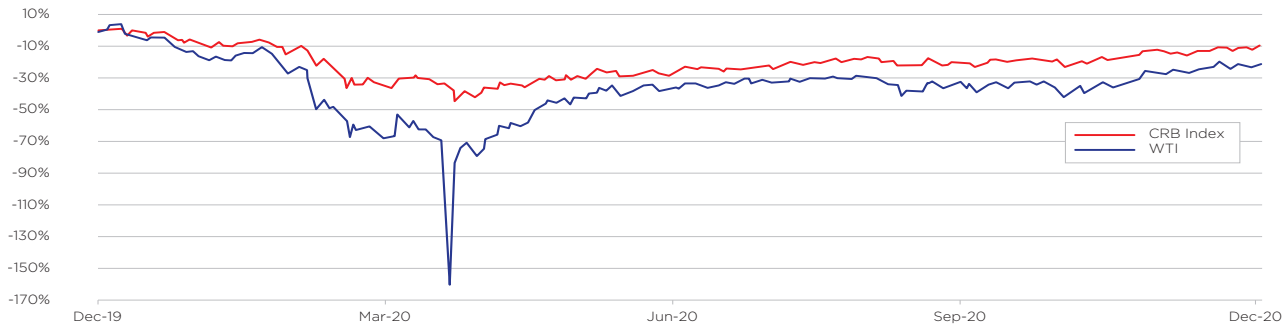


Source: Bloomberg LP

Comme le montre le graphique ci-dessus, l'indice Nasdaq Composite a été l'indice vedette de l'année 2020 grâce aux fortes contributions des valeurs dites «stay-at-home», entreprises qui ont bénéficié des personnes restant chez eux. Les tendances déjà à l'œuvre avant la flambée de COVID-19, comme le commerce en ligne et la transformation numérique de l'économie, se sont sensiblement accélérées depuis. En revanche, les indices européens sont restés à la traîne. Ils sont, en effet, moins exposés à ces thèmes, mais le sont davantage aux secteurs cycliques durement éprouvés. Les marchés émergents ont été bien orientés, notamment car certains marchés asiatiques comme la Chine, la Corée du Sud ou encore Taïwan ont bien résisté.

MATIÈRES PREMIÈRES

Indice CRB et pétrole WTI



Source: Bloomberg LP

L'indice Refinitiv/Core Commodity Index a terminé l'année 2020 dans le rouge, essentiellement à cause de l'impact de la baisse des prix dans le secteur de l'énergie (39 % de l'indice). L'indice s'est comporté comme les indices actions lorsque les prix des matières premières se sont effondrés en mars, avant de rebondir dès la fin de ce mois. Les métaux précieux se sont bien tenus, tout comme les métaux industriels et le bois d'œuvre, en prévision d'une reprise cyclique. Le manque d'allant du dollar a également contribué à la vigueur récente de cette classe d'actifs.

Les pays producteurs de pétrole ont été particulièrement malmenés en 2020. Avec des pans entiers de l'économie à l'arrêt, la demande de produits pétroliers s'est effondrée. Le pétrole WTI s'échangeait 80% moins cher en avril qu'en janvier. Les contrats à terme standardisés échéance mai 2020 se sont même négociés à des prix négatifs (jusqu'à -38 dollars américains), les traders ne parvenant pas à accepter les livraisons physiques du fait de capacités de stockage insuffisantes. Les prix ont remonté depuis et ont récemment bénéficié de l'annonce de vaccins, mais restent bien en deçà de leurs niveaux de début 2020.

Or

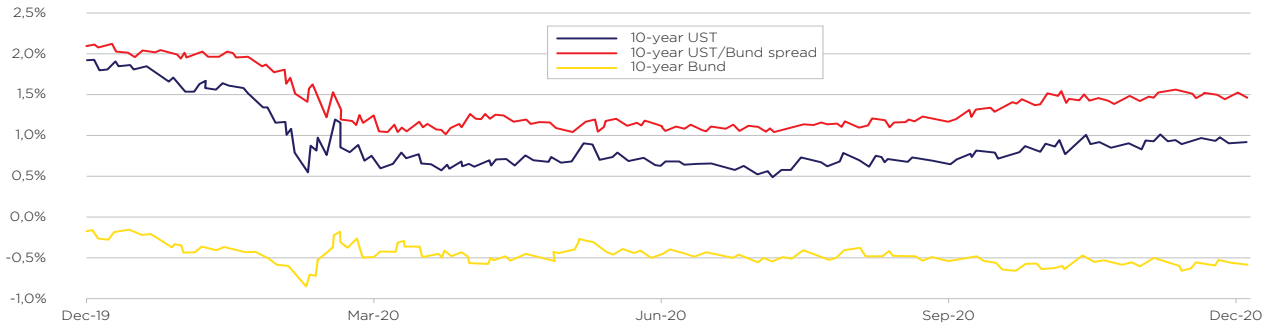
Source: Bloomberg LP

Après un gain de 19% en 2019, signalons la bonne tenue du métal jaune en 2020, même si sa trajectoire n'a pas été linéaire. Pendant la correction du marché en mars, le prix de l'once d'or a chuté de plus de 200 dollars, pour s'établir à 1 470 dollars. Il a ensuite puissamment rebondi. Le métal précieux a ainsi atteint un point haut de 2 064 dollars début août, les investisseurs réagissant à l'augmentation de la taille du bilan des banques centrales, à la baisse des rendements obligataires et à la dépréciation du dollar. Des prises de bénéfices et une réduction de la demande d'actifs refuges ont depuis «plombé» l'or, qui se situait à 1 898 dollars l'once fin 2020.

OBLIGATIONS

Les rendements des emprunts d'État se sont inscrits en baisse dès le début 2020. Les marchés de la dette souveraine ont en effet bien plus joué la prudence que les marchés d'actions. Ce repli s'est brutalement accéléré entre la mi-février et le 9 mars, les investisseurs se ruant sur les actifs défensifs. Ainsi les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont reculé, passant de 1,65% à un point bas historique de 0,32%; les Bunds allemands de même échéance ont également fléchi, abandonnant le niveau de -0,36% pour atteindre également un point bas historique à -0,87%. Le chaos a ensuite régné sur les marchés. Les marchés des emprunts d'État eux-mêmes se sont vus totalement déréglés et les rendements obligataires se sont envolés. L'intervention de grande envergure de la Réserve fédérale a ramené un peu de calme. Les rendements se sont stabilisés à des niveaux proches de 0,60% pour les bons du Trésor américain à 10 ans et de -0,50% pour les Bunds allemands de même échéance. Les marchés des obligations d'entreprise et de dette émergente ont été sous pression plus longtemps. Néanmoins, la réouverture du marché primaire a été rapidement suivie d'un montant record de nouvelles émissions, les sociétés cherchant à consolider leur bilan.

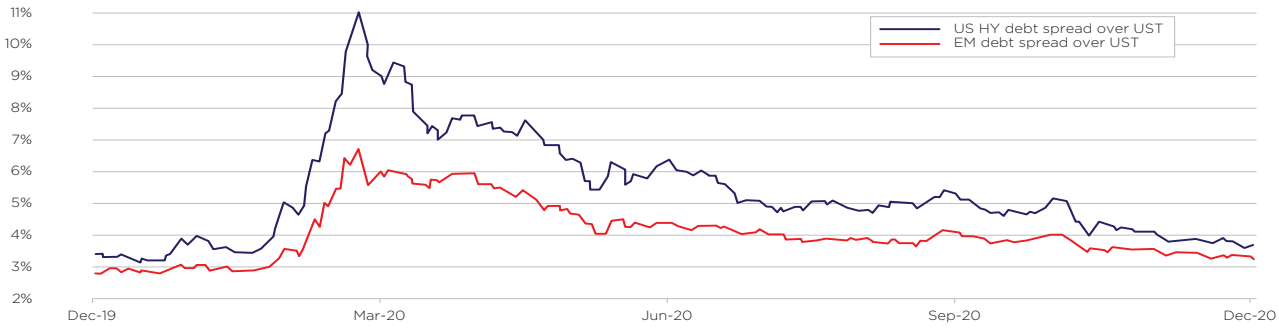
Rendements des emprunts d'État américain et allemand à 10 ans et spread



Source: Bloomberg LP

Ce graphique montre le comportement très fortement corrélé des Treasuries et des Bunds jusqu'à la dernière partie de l'année. Alors que la Réserve fédérale a ramené ses taux directeurs de 1,5 % à zéro lors de deux réunions d'urgence, le spread 10 ans entre les emprunts d'État américain et d'État allemand s'est sensiblement resserré jusqu'en avril. Après une période stable de cinq mois, ils ont suivi une trajectoire différente: les rendements des Treasuries ont progressivement augmenté, tandis que les rendements des Bunds sont restés plafonnés.

Spreads dette émergente-haut rendement américain



Source: Bloomberg LP

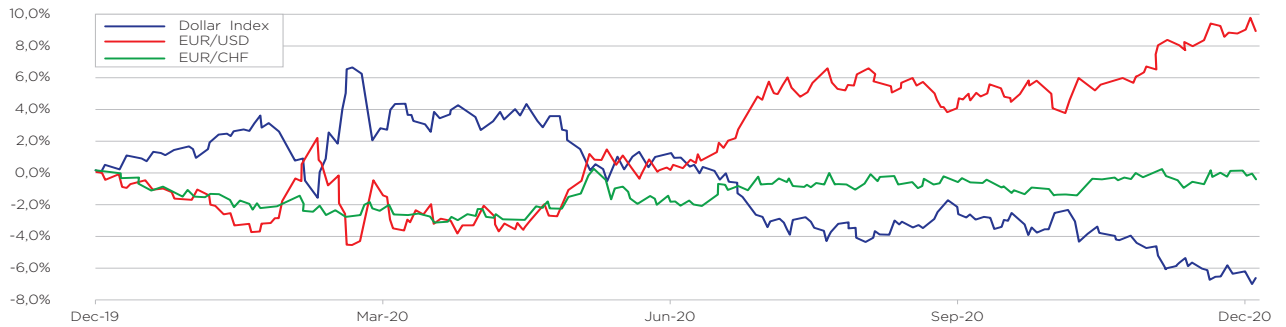
Les spreads du haut rendement et de la dette émergente se sont substantiellement élargis en mars, avant de diminuer progressivement depuis. Ils sont restés légèrement supérieurs à leurs niveaux préalables à la flambée de COVID-19. Toutefois, ces deux classes d'actifs devraient continuer à tirer profit des interventions des banques centrales et de l'intérêt continu des investisseurs pour les placements rémunérateurs. Les rendements des titres obligataires à haut rendement américain sont désormais à des niveaux historiquement bas, en termes absolus.

Performance de l'univers obligataire en 2020 (USD)

Indice World Government Bond	+ 5,7%
Obligations d'entreprises américaines AAA	+ 9,0%
Obligations d'entreprises américaines BBB/BB	+ 11,4%
Dette souveraine émergente mondiale	+ 5,4%
Haut rendement américain	+ 6,3%

DEVISES

À l'instar d'autres classes d'actifs, les marchés des changes ont été volatils en 2020. La dépréciation du dollar américain est la principale tendance qui s'est dégagée après le relâchement des pressions sur le marché. La Réserve fédérale américaine a pourvu de nombreuses banques centrales étrangères en swaps de liquidité en dollar afin de répondre à une ruée sur le billet vert en mars. Le dollar n'a cessé ensuite de se replier. Les grandes monnaies les mieux orientées ont été la couronne suédoise, le franc suisse, la couronne danoise et l'euro. La livre sterling a été très volatile, sa parité chutant de 1,33 dollar à 1,15 dollar, avant de terminer l'année sur une hausse de 3,1% à 1,37. Les monnaies des pays exportateurs de pétrole ont été durement touchées par un effondrement des cours du pétrole en début d'année. La lire turque et le peso argentin, pour leur part, ont confirmé leur statut de monnaies perpétuellement faibles. Du côté des marchés émergents, la robustesse des monnaies asiatiques a tranché avec la faiblesse des monnaies latino-américaines. Le renminbi chinois, le dollar de Taïwan et le won sud-coréen ont chacun bénéficié de l'efficacité des politiques d'endiguement du coronavirus dans leur pays respectif et de commandes à l'exportation soutenues.



Source: Bloomberg LP

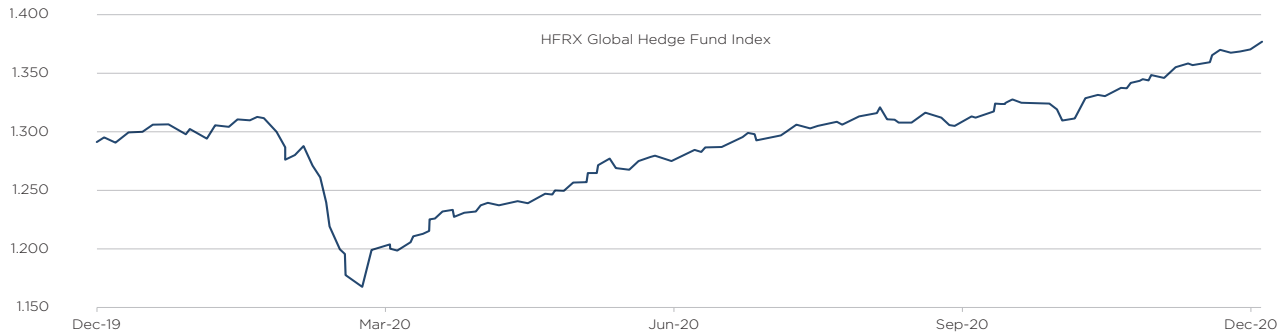
Ce graphique montre que l'indice du dollar a évolué dans une large fourchette en 2020 et s'est déprécié de 6,7%. La Commission européenne, le Parlement européen et les dirigeants des pays de l'UE ont approuvé un plan de relance de 750 milliards d'euros en mai pour aider la région à traverser la crise. L'euro s'est apprécié de 13% face au dollar américain dans la foulée. Comme attendu, le franc suisse s'est apprécié face à l'euro au premier trimestre, en pleines turbulences. La parité EUR/CHF a rattrapé depuis l'essentiel des pertes enregistrées, pour terminer l'année sur une légère perte de change.

FONDS ALTERNATIFS

Comme les marchés d'actions, les fonds alternatifs ont été malmenés au premier trimestre 2020, même si le repli observé en mars pour cette classe d'actifs a été globalement inférieur. Leur performance (indice mondial) a été dans le vert au troisième trimestre 2020, tirée par les stratégies actions orientées à l'achat, macro discrétionnaire et activiste. Les belles occasions n'ont pas manqué. La politique accommodante des banques centrales a fourni un filet de sécurité pour les marchés des obligations d'entreprise et renforcé les prévisions d'inflation. L'or et les matières premières ont monté. L'arbitrage fusions et acquisitions a été soutenu par un niveau de liquidité élevé, tandis que la volatilité était supérieure à sa moyenne à plus long terme. D'après Preqin, les investisseurs recherchant des stratégies macro et obligataires (dont « Long/Short credit ») seront plus nombreux que l'an dernier, mais les fonds de fonds alternatifs n'en retireront pas d'intérêts supplémentaires pour ainsi dire.

D'après Hedge Fund Research, les investisseurs ont alloué de nouveaux capitaux à cette industrie au troisième trimestre 2020. Il s'agit des premières entrées nettes trimestrielles depuis le premier trimestre 2018. Les entrées nettes de capitaux en faveur des fonds alternatifs ont représenté 13 milliards de dollars américains, stratégies macro et valeur relative en tête. Le capital total de cette industrie s'élève ainsi à 3 310 milliards de dollars américains. Ces entrées nettes ont surtout concerné les grands fonds, qui ont encaissé à eux seuls 11 milliards de dollars américains.

Indice HFRX Global Hedge Fund Index



Source: Bloomberg LP

Performances des stratégies de fonds alternatifs en 2020 (*à fin novembre)

HFRX Global Hedge Fund Index	+ 6,6%
HFRX RV FI Convertible Arbitrage Index	+ 15,6%
HFRX Multi-Emerging Markets Index	+ 6,9%*
HFRX RV FI Corporate Index	+ 2,9%*
HFRX Equity Hedge Index	+ 4,2%
HFRX Macro Multi-Strategy Index	+ 4,3%*
HFRX Event Driven Index	+ 8,7%
HFRX Equity Hedge Short Bias Index	- 33,8%*
HFRX Macro Systematic Diversified CTA Index	+ 1,7%

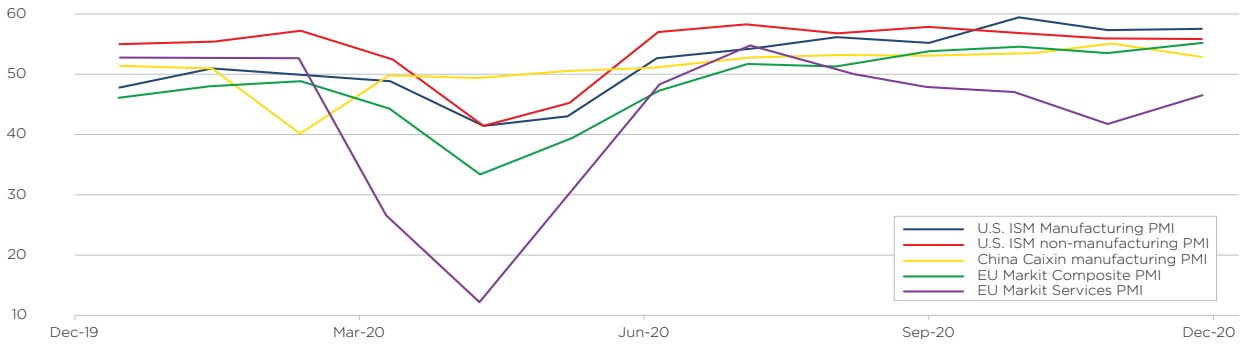
PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN 2021

Une reprise soutenue est attendue en 2021

Un net rebond de l'économie mondiale est attendu en 2021 après la mise à l'arrêt provoquée par la pandémie en 2020. Les mesures de relance monétaire et budgétaire et les campagnes de vaccination en seront les principaux facteurs de soutien. Les politiques budgétaires expansionnistes devront être reconduites au cours des prochaines années, avec le concours constant des banques centrales. En Europe, le fonds de relance sera un appui décisif pour les pays et les secteurs en difficulté. Aux États-Unis, le Congrès vient tout juste de voter un deuxième plan de relance en réponse à la pandémie à hauteur de 900 milliards de dollars. Les déficits budgétaires vont rester élevés dans un avenir prévisible et les ratios de dette-PIB devraient largement dépasser 100% dans tous les pays développés. L'endettement sera néanmoins supportable, dans la mesure où les banques centrales vont veiller sur les taux d'intérêt. Le coût du service de la dette ne sera donc pas un problème tant que la confiance des investisseurs sera au rendez-vous. Et puis, la politique monétaire financera également une partie de la dette par le biais des achats d'emprunts d'État. Les perspectives économiques pour l'année qui s'ouvre semblent donc encourageantes, d'autant que le panorama politique s'annonce plus stable en Europe et aux États-Unis. La question du Brexit a finalement été tranchée et l'accord de dernière minute signé entre l'Union européenne et le Royaume-Uni ne peut être que favorable à l'économie du vieux continent en 2021.

La Banque mondiale et le FMI estiment que le PIB mondial progressera de plus de 5 % en 2021. D'un point de vue géographique, le consensus prévoit une croissance du PIB de 3,9% aux États-Unis, de 8,2% en Chine et 4,6% en zone euro. Ces prévisions seront bien sûr fonction du succès des programmes de vaccination qui ont démarré pendant les tout derniers jours de 2020. Le déploiement à grande échelle de certains vaccins s'accompagne de défis logistiques majeurs. Par ailleurs, plusieurs études ont montré qu'un faible niveau de confiance à l'égard des vaccins pouvait être une entrave pour obtenir rapidement l'immunité collective.

Indicateurs macroéconomiques avancés : indices des directeurs d'achats



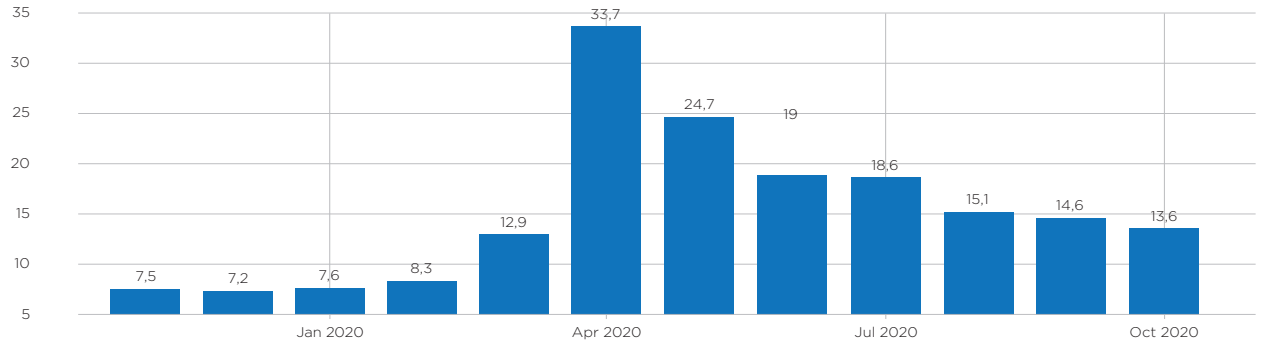
Source: Bloomberg LP

Le graphique précédent montre bien le plongeon historique des indices PMI au deuxième trimestre. Il fait aussi état d'une reprise robuste de l'activité manufacturière en Chine et de la bonne tenue de l'indice non manufacturier américain qui a résisté. La zone euro a été la plus durement touchée, comme en témoigne l'effondrement de l'indice PMI des services à un niveau jamais atteint. Les nouvelles restrictions ont ramené l'indice en deçà du seuil de 50 à nouveau au quatrième trimestre, ce qui souligne une nouvelle contraction de l'activité dans le secteur tertiaire.

Une demande singulièrement refoulée en raison d'une épargne excessive des ménages

L'économie ne pourra vraiment se redresser tant que les restrictions liées à la COVID-19 n'auront pas été levées et tant qu'une large partie de la population n'aura pas été vaccinée. L'on peut raisonnablement supposer que lorsque ce sera le cas, tout un chacun renouera avec sa vie d'avant. S'en suivra logiquement une hausse sans précédent des dépenses de consommation, avec des retombées surtout pour les services. Il sera bien évidemment impossible d'envisager en 2021 toutes les dépenses en services manquées l'an dernier, mais les consommateurs souhaiteront sans doute rattraper le temps perdu à compter du printemps.

Taux d'épargne des ménages aux États-Unis



Source: tradingeconomics.com I U.S. Bureau of Economic Analysis

Ce graphique témoigne de l'impact qu'ont eu l'arrêt de l'activité dans de nombreux secteurs des services et les versements spéciaux uniques sur le taux d'épargne des ménages américains au printemps dernier. D'après Pantheon Macroeconomics, les ménages américains ont grossi leur épargne de 1 700 milliards de dollars depuis février et les dépôts pourraient atteindre 2 000 milliards de dollars au printemps prochain. L'épargne des ménages a également gonflé en Europe, en raison à la fois des dispositifs de chômage partiel avec soutien aux revenus et de l'interruption de nombreux services avec gel des dépenses de consommation. Cette épargne amassée pourrait stimuler le PIB de la zone euro d'au moins 3% en 2021, d'après la même source.

L'Asie sort relativement gagnante de cette crise

La région Asie-Pacifique a été touchée la première par la pandémie de COVID-19 et, logiquement, nombre de ses économies ont été les premières également à s'en relever. L'Asie s'en sort plutôt bien par rapport à d'autres régions, sans doute du fait de l'expérience accumulée lors de pandémies antérieures. Une riposte sanitaire sans délai, alors que les taux d'infection étaient encore très bas, a permis d'aplatir la courbe du virus. Les autorités ont encore globalement mieux géré les mesures de l'après-confinement. La relance budgétaire s'est aussi révélée essentielle pour amenuiser le coût économique de la pandémie et soutenir la reprise. Le fort rebond de la Chine a stimulé les autres économies asiatiques et l'Asie semble mieux parée désormais sur le plan économique et face au virus. L'élection de Joe Biden devrait minorer les risques en matière de droits de douane et de politique commerciale, un aspect de taille pour l'Asie et tout autant pour l'activité mondiale. De nouvelles mesures de relance de la part de Washington bénéficieraient aux économies exportatrices comme la Chine, le Japon, la Corée ou Taïwan. Le FMI prévoit une croissance de l'activité de 6,9% en Asie en 2021, après une contraction estimée à -2,2% l'an dernier.

La pandémie de COVID-19 marque un moment décisif pour la politique budgétaire en zone euro

Dans la zone euro, 2020 restera dans les mémoires comme l'année où la politique budgétaire commune a pris un virage, avec la mutualisation de la dette de la région, même si cette mesure ne doit être que temporaire. Les chefs d'État et de gouvernement européens se sont très tôt entendus sur le fait que les coûts de la relance en réponse à la pandémie ne représenteraient pas une violation des règles budgétaires. Cette décision a été suivie par l'adoption du fonds de relance – mélange de subventions et de prêts – qui donnera à la Commission européenne la prérogative inédite d'emprunter des centaines de milliards sur les marchés pour les distribuer sous la forme de mesures de relance budgétaire en faveur des États membres. Ils pourront ainsi entamer leur transition vers une économie numérique et la transition écologique pour le climat. Certains commentateurs de l'histoire récente de l'UE ont qualifié le moment d'«hamiltonien», faisant là référence à la figure d'Alexander Hamilton. Ce visionnaire avait préconisé une dette fédéralisée commune pour les états nouvellement créés aux États-Unis. Quoiqu'il en soit, ces mesures ont atténué les risques politiques et économiques qui pesaient sur la zone euro et déclenché un important resserrement des spreads des obligations des États périphériques.

Conclusions

Le consensus prévoit un fort rebond de l'économie en 2021, depuis un faible niveau. Une franche remontée des dépenses de consommation, en raison d'une demande refoulée, et les mesures de relance budgétaires à l'œuvre devraient porter cette reprise. De nombreuses questions au sujet de la pandémie restent, néanmoins, sans réponse et les risques d'aléas qui feraient dérailler le calendrier de la reprise ne doivent pas être écartés trop vite.

La part de l'Asie dans le PIB mondial s'accroît toujours plus et une économie chinoise vigoureuse continuera à entraîner les pays voisins dans son élan. Grâce à une riposte sanitaire mieux encadrée, les pays asiatiques ont pu retrouver plus rapidement leurs niveaux d'activité d'avant la crise, limitant ainsi l'impact de la pandémie de COVID-19 sur leur économie. La région devrait aussi largement profiter de relations internationales moins indisciplinées avec l'élection de Joe Biden à la présidence des États-Unis.

La dissipation de plusieurs risques politiques, dont les élections américaines et le Brexit, et une plus grande unité dans la zone euro devraient être favorables à l'économie mondiale. Il est peu probable que les tensions entre les États-Unis et la Chine disparaissent du jour au lendemain, mais on peut s'attendre à un apaisement des relations entre les États-Unis et l'Europe. Joe Biden devrait renouer avec une approche multilatérale plus structurée, auquel cas la politique américaine redeviendra plus prévisible que sous le mandat de Donald Trump.

PERSPECTIVES DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2021

Un optimisme élevé des marchés

Nous sommes confiants dans les perspectives de rentabilité positive pour nos portefeuilles en 2021, mais l'optimisme débordant des marchés ne peut que susciter notre méfiance. Notre scénario de référence anticipe une croissance bénéficiaire soutenue à mesure que l'économie mondiale se redressera et les dépenses de consommation reprendront, mais depuis les niveaux bas de 2020. Les investisseurs semblent obstinément pleins d'espoir. Pourtant, les données dont disposent les gérants de fonds montrent que les niveaux de trésorerie sont désormais inférieurs à ce qu'ils étaient avant la pandémie. Les mêmes investisseurs sont surexposés aux actions alors que les valorisations sont très exigeantes. Voilà qui laisse peu de place pour les déceptions.

Les marchés restent tributaires des politiques des grandes banques centrales

Comme cela avait déjà été le cas en 2019, les politiques monétaires des grandes banques centrales ont été les principaux catalyseurs de la remontée des actifs financiers depuis mars 2020. Il est à noter que les politiques budgétaires ont cette fois également joué un rôle essentiel. Cette dépendance des marchés vis-à-vis des interventions des autorités monétaires n'est pas près de disparaître de sitôt. La toute dernière décision de la BCE dans le sens d'une augmentation du montant de ses achats d'actifs ne fait d'ailleurs que confirmer cette tendance. Les marchés tablent sur l'interventionnisme des banques centrales pour empêcher de nouvelles hausses de l'extrémité longue des courbes de rendement, ce que ne manquent pas de refléter les valorisations de toutes les classes d'actifs. La politique monétaire se montre de plus en plus conciliante avec les politiques budgétaires, ce qui ne devrait guère changer au cours des prochaines années. Un quelconque retrait des mesures en place est hautement improbable à ce stade. Néanmoins, les marchés pourraient tout à fait sous-estimer le risque d'erreur politique.

PERSPECTIVES OBLIGATIONS

Les obligations souveraines manquent toujours autant d'attrait

Les taux d'intérêt à long terme ne semblent pas particulièrement intéressants si l'on tient compte de leurs valorisations élevées et des risques de pressions haussières en cas de redressement comme prévu de l'économie. Les banques centrales vont de toute évidence maintenir des politiques monétaires très accommodantes et tenter de limiter la hausse des coûts du service de la dette des nombreux pays dont les ratios dette-PIB se sont envolés en un an. La dette souveraine la mieux notée demeure, pour l'essentiel, un placement incontournable, tout au moins à des fins de construction de portefeuille, mais le rapport risque/rendement de cette classe d'actifs n'est en rien attractif.

Les obligations d'entreprise devraient bénéficier de plusieurs facteurs

Les obligations d'entreprise sont, d'après nous, bien orientées et c'est d'autant plus manifeste pour le segment à haut rendement. Ce dernier pourrait d'ailleurs tirer parti de la quête de rendement, du soutien apporté par les politiques accommodantes des grandes banques centrales et d'un équilibre favorable entre la demande et l'offre. Les spreads se sont nettement resserrés depuis mars, mais ils pourraient encore se contracter au-delà des niveaux d'avant la crise COVID-19. Ce faisant, ils contribueraient aux rendements qui seront déterminés en grande partie par les opérations de portage.

Les investisseurs devraient privilégier la dette des marchés émergents

La dette émergente est, d'après nous, l'un des segments obligataires les plus intéressants. La demande devrait d'ailleurs continuer à progresser du fait de rendements positifs, du potentiel d'appréciation des monnaies et de l'activité exportatrice des pays émetteurs, notamment la Chine.

PERSPECTIVES ACTIONS

La croissance bénéficiaire devrait faire encore monter les actions

Le principal facteur de soutien du cours des actions en 2021 devrait venir d'une forte augmentation des bénéfices. Leur croissance est ainsi estimée à près de 25% (22% pour les États-Unis et 34% en Europe). Si l'on tient compte des dividendes et de la baisse attendue des valorisations, le rendement des actions devrait être proche de 10%. Des plans de relance monétaire et budgétaire de grande envergure continueront à soutenir les cours. Les actions des marchés émergents, notamment des pays exportateurs de matières premières, devraient tirer profit de flux étrangers et de la reprise économique. Les actions japonaises resteront favorisées par des liens commerciaux étroits avec la Chine, tandis que les petites capitalisations sont généralement bien orientées lors d'une reprise cyclique.

Les valorisations attendues en baisse

Comparativement à d'autres périodes, les valorisations des actions sont très élevées. Les marchés ont déjà intégré une remontée des bénéfices en 2021, en prévision d'un certain retour à la normale de l'économie mondiale. Néanmoins, les valorisations ne sont plus les principaux moteurs du marché depuis un certain temps déjà et elles ne permettent pas d'ailleurs de bien l'anticiper. Nous préférons donc rester légèrement surexposés aux actions, d'autant que la croissance bénéficiaire pourrait s'accompagner d'une dégradation des valorisations pour les ramener à des niveaux proches de leurs moyennes à long terme.

Peu de place pour les déceptions

Le consensus prépondérant du marché et la confiance dans un soutien monétaire et budgétaire indéfectible sont les principaux risques qui pèsent sur les actions. En 2020, les bénéfices ont été bien moins pénalisés par la crise déclenchée par la pandémie de COVID-19 que les analystes ne l'avaient redouté. Les attentes relatives aux bénéfices de 2021 risquent donc d'être trop optimistes. La normalisation de la surexposition actuelle du marché aux actions pourrait provoquer une correction inattendue. L'actualité récente montre qu'il reste bien du chemin à parcourir avant que la pandémie puisse être considérée comme étant sous contrôle. Il reste à espérer qu'aucun autre «cygne noir» ne se manifeste en 2021 alors que les investisseurs se veulent pour la plupart optimistes.

INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

Les fonds alternatifs ont un rôle important à jouer

Les fonds alternatifs dans lesquels nous étions investis l'an dernier n'ont pas tous été à la hauteur de nos attentes. Cela étant, nous avons tout de même pu tirer profit de la diversification offerte par plusieurs stratégies. Nous maintenons ainsi les stratégies Global Macro et Commodity Trading Advisor (CTA) dans nos portefeuilles et nous avons récemment renforcé notre allocation aux fonds alternatifs en ajoutant un fonds de crédit Long/Short.

Produits structurés

Il est ardu de trouver des placements qui offrent de réels avantages pour les portefeuilles du point de vue de la diversification. Nous allons donc continuer à investir dans une gamme de produits structurés. Nous chercherons à tirer parti des occasions qui se présentent, d'autant que nous surveillons constamment les conditions de marché afin d'optimiser le point d'entrée pour les différents types de structures.

PERSPECTIVES OR

L'or devrait avoir un rôle stratégique

Le cours de l'or est fortement remonté entre mars et début août, avant de céder une partie de ses gains en réponse à la baisse de la demande des investisseurs pour les actifs défensifs. Quand bien même cette phase de consolidation aurait pu se prolonger, le métal jaune n'en reste pas moins un actif stratégique. Alors que les taux d'intérêt réels sont négatifs et que les banques centrales augmentent la taille de leur bilan, l'or devrait bénéficier de son statut d'actif physique dont l'offre est limitée.

Une conjoncture plus favorable à l'or

Les perspectives des cours de l'or à court terme n'ôtent rien à son statut de placement refuge et de couverture contre les risques extrêmes. Le métal jaune devrait bénéficier, entre autres facteurs, des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt réels et d'une possible nouvelle dépréciation du dollar. Sans compter que les actifs obligataires les plus sûrs offrent des possibilités limitées.

PERSPECTIVES DEVISES

Le dollar susceptible de perdre encore du terrain

Le dollar américain, en repli depuis le printemps dernier, devrait continuer à s'affaiblir en 2021, quoique moins rapidement. Le déficit de la balance des opérations courantes des États-Unis est colossal et le pays a besoin d'entrées massives de capitaux étrangers pour le financer. Il s'ajoute par ailleurs à un déficit budgétaire élevé. En outre, la reprise attendue de l'économie mondiale devrait s'accompagner d'un afflux grandissant de capitaux vers les pays bien orientés. Le taux de change du dollar devrait donc encore diminuer. Toutefois, ce scénario n'est pas exempt de risques. En premier lieu, un consensus qui s'entête dans son idée d'une dépréciation du dollar, que traduit déjà un positionnement extrême du marché. Ensuite, une possible hausse des taux d'intérêt à long terme américains plus prononcée et plus tôt qu'ailleurs, ce qui pourrait soutenir la monnaie américaine.

L'euro pourrait s'apprécier davantage face au dollar

Notre scénario de référence prévoit que l'euro continue à s'apprécier face au dollar américain. Si l'on s'en tient aux valorisations uniquement, la monnaie unique européenne reste vraiment sous-évaluée pour ce qui a trait à la parité du pouvoir d'achat. La zone euro semble également mieux s'en sortir sur le plan politique après l'adoption du fonds de relance de 750 milliards d'euros. Les risques liés aux finances publiques de chacun des pays de la zone ont diminué, comme l'a montré le resserrement des spreads des obligations périphériques. L'euro pourrait encore être soutenu par des entrées de capitaux étrangers sur les marchés d'actions européens, plus exposés aux secteurs cycliques que le marché d'actions américain par exemple.

Les monnaies des marchés émergents sont bien placées

Les monnaies émergentes offrent un potentiel de revalorisation en prévision d'un scénario mondial de croissance et d'inflation et de liquidités massives en dollars. Les actifs des marchés émergents sont attractifs en termes relatifs et les entrées de capitaux étrangers devraient affermir les taux de change de leurs monnaies. La demande de matières premières devrait aussi soutenir les monnaies des pays qui en sont producteurs.

ALLOCATION D'ACTIFS EN 2021

TRÉSORERIE (3%)

Nous sommes sous-exposés à la trésorerie

L'allocation à la trésorerie, auparavant neutre, a été récemment réduite. Nous en avons destiné une partie à un fonds investi dans des actifs physiques et dans un fonds à haut rendement américain Long/Short. Ces opérations traduisent un réel intérêt pour ces classes d'actifs, de même que notre souhait de diversifier davantage nos portefeuilles par le biais de stratégies moins corrélées. Nous avons par ailleurs récemment renforcé les actions britanniques et chinoises.

OBLIGATIONS (34%)

Notre allocation aux obligations est neutre

Nous avons allégé notre allocation obligataire depuis la fin de l'été. Elle est redevenue neutre pour refléter le moindre potentiel dont sont assorties certaines positions sous-jacentes compte tenu de rendements en règle générale bas, du resserrement des spreads et du risque de duration. Notre exposition aux titres de créance est foncièrement dynamique et comprend du crédit à haut rendement des marchés développés et émergents, des obligations convertibles et des prêts garantis de premier rang européens. Nous restons nettement sous-exposés aux obligations de qualité « Investment Grade », réparties entre des obligations d'entreprise, des obligations souveraines et des fonds obligataires sans contrainte, dont les positions pour ces derniers avaient été réduites en octobre. Le risque de duration global de l'allocation obligataire est faible.

Un environnement positif pour les obligations d'entreprise et la dette des marchés émergents

Même si leurs rendements sont historiquement bas, les obligations d'entreprise à haut rendement devraient continuer à bénéficier de la demande pour les titres obligataires assortis de rendements positifs, d'une part, et des politiques très accommodantes des grandes banques centrales, d'autre part. Les spreads se sont nettement resserrés depuis les turbulences qui ont secoué les marchés en mars. Notre scénario de référence estime toutefois qu'ils peuvent encore se contracter.
La dette d'entreprise des marchés émergents est un autre segment obligataire que nous privilégions. Nous avons renforcé notre exposition à un fonds d'obligations d'entreprise émergentes à haut rendement. Deux des fonds d'obligations d'entreprise dans lesquels nous sommes investis ont particulièrement brillé en 2020. Ils ont moins fléchi que des placements comparables en mars, mais se sont aussi plus vite redressés grâce à leur capacité à rapidement repositionner leurs portefeuilles.

ACTIONS (53%)

Nous sommes légèrement surexposés aux actions

Les portefeuilles sont légèrement surexposés aux actions afin de tirer profit de la dynamique positive à l'œuvre sur ces marchés. Les valorisations de cette classe d'actifs sont élevées, encore plus que l'an dernier, mais cela s'explique en partie par une forte croissance bénéficiaire attendue en 2021. Nous conservons une allocation diversifiée pour nos portefeuilles du point de vue géographique, des styles d'investissement et des capitalisations boursières. Nous avons pu observer, non sans une certaine satisfaction, que de nombreux gérants actifs dans lesquels nous sommes investis ont généré un alpha substantiel. Ce sont ceux-là mêmes qui avaient tiré profit de la forte dispersion sur les marchés l'an dernier. Nous avons renforcé notre exposition aux actions asiatiques tout au long de 2020 et nous restons confiants dans les perspectives des actions de la région.

Nous privilégions les petites capitalisations, les marchés émergents et les actions européennes

Dans les conditions de marché actuelles, nous anticipons une bonne tenue des petites capitalisations et des titres «Value». Ces types d'actions ont tendance à surperformer lors de rebonds cycliques et il ne devrait pas en être autrement dans le cas qui nous intéresse. Les actions européennes devraient bénéficier du cycle de marché attendu du fait de leur exposition à des secteurs plus cycliques. Il en va de même pour les petites capitalisations, habituellement plus tournées vers le marché intérieur. Les petites capitalisations européennes et américaines devraient donc bénéficier de la reprise économique et des importantes politiques de relance budgétaire. Les actions émergentes sont une autre classe d'actifs qui devrait grandement contribuer à la performance du portefeuille en 2021. Les flux de capitaux étrangers s'accélèreront vraisemblablement, surtout si le dollar est amené encore à se déprécier. Un redressement des activités exportatrices jouerait également en leur faveur. Nous avons accru notre exposition aux placements thématiques en actions en 2020 et nous prévoyons de réitérer cette approche.

MATIÈRES PREMIÈRES (0 %)

Notre allocation aux matières premières est neutre

Nous ne sommes pas directement investis dans les matières premières.

OR (3%)

Notre allocation à l'or est neutre

Nous avons profité de l'effondrement des cours de l'or en mars pour ajouter une position de 3% aux portefeuilles. Taux d'intérêt réels négatifs, interventions massives des banques centrales, faiblesse du dollar et détention nécessaire d'actifs défensifs en portefeuilles caractérisent une conjoncture qui devrait rester favorable au métal jaune. D'autant plus que les obligations sont moins susceptibles d'offrir une protection face aux replis des actions.

INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS (7%)

L'allocation en fonds alternatifs est neutre

Notre allocation en fonds alternatifs est neutre. Nous avons vendu en 2020 la stratégie Risk Premia. Sa performance était médiocre et les actifs du fonds en contraction. Depuis que nous avons cédé cette position, elle n'est pas parvenue à se redresser. La performance des autres fonds alternatifs a été bien plus satisfaisante. La stratégie Global Macro a bien résisté, se maintenant dans le vert tout au long de l'année. La stratégie de suivi de tendance a ajouté à la performance en pleine correction des marchés grâce à sa position acheteuse sur les taux. Nous avons récemment ajouté un fond de crédit Long/Short axé sur le haut rendement américain. Le gérant a eu d'excellents résultats depuis 2018 et a très bien su protéger le fonds pendant les turbulences de mars.

Les produits structurés bénéficient d'une plus forte volatilité

Notre allocation aux produits structurés continue à privilégier les occasions vraiment attractives. Nous avons veillé à nous positionner sur des niveaux de volatilité supérieurs à la moyenne et à cibler des produits rémunérateurs avec un risque limité. Nous avons également recherché des solutions qui offraient une certaine protection pour les expositions aux actions.

CONSTRUCTION DE PORTEFEUILLE FFG

La construction d'un portefeuille d'investissement et la sélection de ses composantes individuelles sont le résultat d'un processus d'investissement clairement défini. Celui-ci débute par l'établissement du profil de risque du client, de la devise de base et de la stratégie d'investissement choisie. Il se poursuit par la détermination du positionnement tactique du portefeuille à l'intérieur des fourchettes définies pour chaque classe d'actifs, dans le cadre de l'allocation stratégique.

Le choix de la devise de base revêt une importance particulière, car il affecte la manière dont la stratégie d'investissement sera mise en œuvre; tout d'abord, par la détermination du niveau le plus approprié de la couverture des risques de change (le cas échéant) et, ensuite, par la sélection des investissements sous-jacents les mieux adaptés.

La détermination de l'allocation aux différentes classes d'actifs est le principal moteur de la performance du portefeuille. Elle est la clé de voûte de toutes les autres décisions d'investissement. Votre gérant de Forum Finance Group a pour mission la construction de portefeuilles. Pour ce faire, il analyse les informations pertinentes disponibles et sélectionne des produits d'investissement dans un univers préalablement déterminé et approuvé.

Chaque investissement individuel jouera un rôle spécifique. La sélection d'un produit repose à la fois sur ses qualités propres et sur sa complémentarité avec les autres positions du portefeuille. Il est indispensable de bien analyser chaque produit pour anticiper au maximum son comportement en fonction des différents scénarios de marché et pour mieux évaluer sa raison d'être vis-à-vis des autres actifs.

Il est donc recommandé de ne pas comparer la performance d'un investissement spécifique par rapport à ses concurrents directs sans tenir compte de l'ensemble des autres actifs du portefeuille. D'une manière générale, le « budget » risque du portefeuille sera consacré aux actifs de type directionnels comme les actions, les matières premières et les emprunts à haut rendement. La part des portefeuilles devant servir à préserver le capital sera investie dans des actifs moins corrélés aux tendances du marché, comme les fonds de fonds alternatifs, les obligations « Investment Grade » et certains produits structurés.

FONDS ALTERNATIFS

Les gérants de Forum Finance Group investissent dans le domaine de la gestion dite alternative à travers des fonds de fonds alternatifs et, pour les clients ayant approuvé cette classe d'actifs dans leurs mandats, des fonds « single managers ».

Les fonds de fonds alternatifs offrent de la diversification et une faible volatilité, tandis que les fonds « single managers » se concentrent sur des stratégies spécialisées, avec un accent mis sur la gestion du risque. Nous considérons ces fonds « single managers » comme étant une véritable alternative aux actifs traditionnels et le meilleur moyen d'accéder à des gérants exceptionnels permettant d'améliorer le profil risque/rendement du portefeuille.

Alors que les fonds de fonds alternatifs continueront d'être classés comme une classe d'actifs distincte, la plupart des fonds « single managers » entreront dans les classes d'actifs traditionnels, le cas échéant. Pour cette raison, l'exposition actions comprendra non seulement les positions en direct, les fonds mutuels actions mais aussi les fonds aux stratégies de type « Long/Short » ou « Event-Driven ».

PRODUITS STRUCTURÉS

Selon nous, les produits structurés présentent une alternative aux investissements traditionnels que sont les actions, les obligations et les matières premières. La structure de ces produits peut varier considérablement. Le choix d'une structure spécifique ne sera pas uniquement fonction des conditions de marché et des perspectives des différents sous-jacents sélectionnés, mais également fonction de la capacité du produit à réduire le niveau de risque du portefeuille.

Les produits structurés sont classés à l'intérieur des classes d'actifs les plus pertinentes à un moment donné. Ceci nous permet de mieux évaluer le risque global de chaque classe d'actifs que si ces produits étaient classés à part. Les produits structurés sont, par nature, des produits hybrides et, suivant l'évolution de leurs différentes composantes, il peut devenir nécessaire d'en reclasser à l'intérieur d'une autre classe d'actifs.

GRILLE D'ALLOCATION D'ACTIFS 2021

La grille suivante s'applique à nos portefeuilles diversifiés :

	ALLOCATION	JANVIER 2021
DÉPÔTS À COURT TERME	**0 – 20%**	**3%**
TITRES DE CRÉANCE*	**15 – 55%**	**34%**
Obligations de qualité « Investment Grade »	5 – 45%	8%
Obligations des marchés émergents et à haut rendement	0 – 20%	13%
Obligations spécialisées	0 – 15%	13%
ACTIONS*	**20 – 60%**	**53%**
Marchés développés	15 – 50%	43%
Marchés émergents	5 – 30%	10%
MATIÈRES PREMIÈRES	**0 – 15%**	**3%**
Or physique	0 – 5%	3%
Autres matières premières	0 – 10%	0%
INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS	**0 – 25%**	**7%**
Fonds alternatifs	0 – 15%	7%
Autres	0 – 10%	0%
		100%

* Incluent les fonds alternatifs et les produits structurés exposés aux actions

CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ
The Forum Finance Group S.A. (FFG) est au bénéfice d'une licence de gestionnaire en placements collectifs délivrée par la FINMA et est enregistré auprès de la SEC en tant que conseiller en investissement. Malgré la grande attention que The Forum Finance Group S.A. porte à la justesse des informations diffusées dans ce document, FFG ne peut en aucune façon endosser une quelconque responsabilité quant à l'exactitude, à l'actualité, à la fiabilité et à l'intégralité de ces informations. En aucun cas, notamment en cas de négligence, FFG ne pourra être tenu pour responsable de pertes ou de dommages de quelque nature que ce soit, qu'il s'agisse, entre autres, de dommage direct, indirect ou consécutif, lié à l'accès à ce document et à sa consultation.
L'ensemble du document de FFG est couvert par le droit d'auteur (tous droits réservés). Vous ne pouvez ni reproduire (en tout ou en partie) ni transmettre (électroniquement ou de quelque autre manière) ni modifier, ni utiliser ce document à des fins publiques ou commerciales, ni créer des liens avec celui-ci, sans l'autorisation écrite préalable de FFG. Veuillez-vous référer à notre site Internet www.ffgg.com pour une décharge complète.

FORUM FINANCE

1994

The Forum Finance Group SA

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

FFGG.COM

PRPRINT.com