

FFG

FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2023

JANVIER 2023



## SOMMAIRE

---

SYNTHÈSE	1
REVUE DE NOS THÈMES D'INVESTISSEMENT 2022	2
SITUATION ÉCONOMIQUE ET POLITIQUE EN 2022	3-6
LES MARCHÉS FINANCIERS EN 2022	7-12
Actions	7-8
Matières premières	9
Obligations, devises	10-11
Fonds alternatifs	12
PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN 2023	13-15
PERSPECTIVES DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2023	16-18
ALLOCATION D'ACTIFS EN 2023	19-23
Obligations	19
Actions	19
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 2022 restera comme l'une des plus éprouvantes pour les investisseurs**

L'année écoulée a été rude pour les investisseurs. Certes, le resserrement des politiques monétaires n'a guère surpris, mais il s'est révélé bien plus prononcé et préjudiciable qu'attendu pour de nombreuses classes d'actifs. La fébrilité des marchés s'explique principalement par ce resserrement effréné en réponse aux pressions inflationnistes et par la guerre en Ukraine. Autre écueil : la politique zéro COVID de la Chine qui a entraîné l'économie du pays bien en deçà des estimations. Difficile de trouver un refuge dans un climat d'aversion au risque. En atteste la très mauvaise performance des bons du Trésor américain, pourtant considérés comme l'un des actifs les plus sûrs. La volatilité sur les marchés à revenu fixe a atteint des niveaux dignes d'une crise et elle est demeurée très élevée sur une grande partie de l'année. Cette tension s'est propagée aux autres classes d'actifs. Or, en raison de la corrélation importante entre les actions et les obligations, la diversification n'est pas parvenue à offrir une bonne protection face aux pertes des portefeuilles.

### **Le rythme effarant du durcissement de la politique monétaire de la Réserve fédérale**

L'année 2022 restera dans les annales comme celle de la fin de l'ère de politiques monétaires extrêmement accommodantes. Depuis la grande crise financière, les principales banques centrales avaient abaissé leurs taux d'intérêt à zéro, voire avaient maintenu des taux négatifs. Les investisseurs escomptaient bel et bien une hausse des taux d'intérêt et une réduction du bilan des autorités monétaires en 2022. Toujours est-il qu'ils n'étaient pas préparés à ce qu'il allait réellement advenir. En seulement quelques mois, la Réserve fédérale est passée d'une politique très accommodante à une politique restrictive. Les taux ont été relevés rapidement, d'abord de 0,25% en mars, puis de 0,75% quatre fois consécutives lors des réunions du FOMC tenues entre juin et novembre. La banque centrale américaine a donc relevé ses taux de 4,25% au total en 2022, pour atteindre une fourchette de 4,25% à 4,50%.

D'autres grandes banques centrales ont suivi une trajectoire similaire, quoique pas au même rythme. Les décisions et annonces les plus récentes concernant les taux d'intérêt des principales autorités monétaires confirment leur position intransigeante et leur détermination à juguler l'inflation.

### **L'attention des investisseurs restera concentrée sur l'inflation et l'actualité géopolitique**

La croissance du PIB devrait marquer le pas en 2023 et le risque que l'économie mondiale entre en récession est élevé. Les prévisions de croissance concernant les États-Unis et l'Europe sont très faibles, quand elles ne sont pas négatives. Le rythme de la décélération de l'inflation et la trajectoire des hausses des taux d'intérêt seront des déterminants majeurs. La tâche des banques centrales à l'échelle mondiale est extrêmement ardue et les risques d'une erreur politique néfaste sont plus importants qu'à l'accoutumée. Les perspectives économiques pourraient néanmoins être soutenues par une réouverture adroite de l'économie chinoise. Des menaces importantes pèsent sur la scène géopolitique. Les sources de tensions à l'échelle mondiale sont nombreuses, mais l'on ne peut exclure la possibilité de bonnes nouvelles inattendues (sans pour autant retenir notre souffle).

### **Nous maintenons une allocation d'actifs prudente compte tenu du climat d'incertitude**

Le durcissement des politiques monétaires a effacé certaines distorsions et certains excès observés les années précédentes sur les marchés. Les fondamentaux devraient avoir plus d'importance alors que l'ère des taux d'intérêt bas touche à sa fin. Les valorisations de la plupart des classes d'actifs se sont redressées, mais les incertitudes demeurent sur de nombreux sujets. Malgré leur détérioration l'an dernier, les actions rencontrent toujours des difficultés. C'est ce qui explique, en grande partie, le maintien de notre surpondération en faveur des stratégies alternatives et le renforcement récent de notre exposition aux actifs à revenu fixe compte tenu d'un meilleur profil risque/rendement.

## REVUE DE NOS THÈMES D'INVESTISSEMENT 2022

---

### **Des événements imprévisibles ont fait voler en éclats notre scénario de référence**

Lorsque nous revenons sur nos prévisions pour les marchés de capitaux en 2022, même en ayant usé de prudence, nous nous sommes clairement montrés encore excessivement optimistes quant aux performances des marchés financiers. Nous n'avions pas anticipé la guerre en Ukraine et, de toute évidence, cet événement retentissant a ajouté une prime de risque dans la plupart des classes d'actifs. Une gestion stricte de la pandémie en Chine a été un autre frein, sur une durée plus longue que prévu. Elle a d'ailleurs contribué aux perturbations actuelles des chaînes d'approvisionnement et joué sur les pressions inflationnistes. Notre hypothèse d'une poursuite de la dégradation des valorisations des actions était correcte. Néanmoins, nous pensions que ces dernières feraient mieux, à la faveur de résultats solides et de rachats d'actions. Les résultats ont bien résisté en effet, mais la politique monétaire très restrictive de la Réserve fédérale s'est révélée un bien grand obstacle. Or, nous n'avions pas escompté un tel revirement de la banque centrale américaine. Nous avions envisagé un dollar américain bien orienté, mais pas une appréciation aussi rapide. Du point de vue de la sélection des fonds, l'année a été en demi-teinte. Certaines stratégies ont porté leurs fruits et généré un alpha important ; d'autres ont lourdement pesé. En fin de compte, des performances très inégales ont été observées. Les stratégies de suivi de tendance et axées actions Long/Short, « Long/Short credit », valeurs défensives et titres «Value» européens ont le plus contribué à la performance. En revanche, celles axées petites capitalisations, titres de croissance, obligations à duration longue et actions chinoises ont été les plus pénalisantes.

Notre décision consistant à renforcer l'allocation aux fonds alternatifs, dès 2021, a porté ses fruits aussi bien pour la performance que pour la volatilité des portefeuilles. Nous avons continué à accroître l'exposition aux fonds alternatifs en 2022 et cette décision a été judicieuse. L'exposition à

l'or a aussi porté ses fruits, du point de vue à la fois de la préservation du capital et de la diversification du portefeuille.

### **Notre prudence à l'égard des actifs obligataires était encore trop teintée d'optimisme**

Notre allocation obligataire a été sous-pondérée pendant une longue période, avec une réduction de 9% en 2021 pour renforcer l'allocation aux fonds alternatifs. Début 2022, nous n'étions pas friands de dette souveraine, mais plus confiants concernant le crédit en raison d'une recherche de rendements positifs, de facteurs techniques favorables et de fondamentaux d'entreprises solides. Ces facteurs ont été écartés puisque les spreads de crédit se sont nettement élargis et les taux d'intérêt sans risque ont considérablement augmenté. Les marchés se sont toutefois relativement stabilisés depuis l'été et la classe d'actifs revient en grâce auprès des investisseurs. Ainsi le crédit de qualité « investment grade » est réputé être le segment le plus attractif du marché.

### **La forte corrélation des actifs a rendu la diversification du portefeuille inopérante**

Il existe tout un débat autour de la structure traditionnelle des portefeuilles, c'est-à-dire dans laquelle associer des obligations aux actions devrait normalement fournir une certaine protection lors de périodes de tension sur les marchés. Cette structure a été clairement remise en question en 2022. Non seulement les obligations ont accusé un net repli dans tous les segments de marché, mais leurs performances étaient souvent aussi mauvaises que celles des actions, d'où un niveau de corrélation supérieur à la moyenne. La trésorerie, les actifs alternatifs, l'or et les devises ont contribué à dissiper certaines de ces inquiétudes relatives à la diversification du portefeuille. Nous pensons néanmoins que les classes d'actifs traditionnelles seront à nouveau moins corrélées l'année à venir. Cela devrait vraisemblablement être le cas alors que les politiques de taux d'intérêt zéro arrivent à leur terme.

## SITUATION ÉCONOMIQUE ET POLITIQUE EN 2022

### La guerre en Ukraine et la politique de la Chine face à la COVID ont aggravé les difficultés économiques actuelles

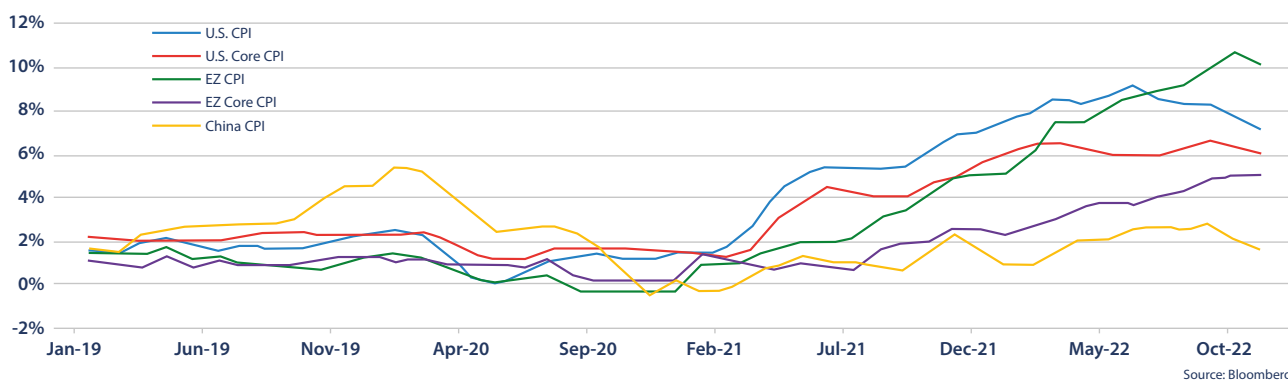
L'économie mondiale a ralenti bien au-delà des prévisions en 2022. La reprise fragile enregistrée en 2021 a été suivie l'an dernier par une actualité sinistre, avec la concrétisation de risques baissiers. L'invasion de l'Ukraine par la Russie a déclenché une crise humanitaire, et contribué à un net ralentissement de la croissance du fait de la recrudescence des pressions inflationnistes sur les denrées alimentaires et le carburant. L'évènement a également avivé les perturbations du côté de l'offre et des échanges commerciaux engendrés par la pandémie et provoqué une crise énergétique en Europe. Par ailleurs, les politiques monétaires très restrictives des grandes banques centrales ont abouti à un durcissement des conditions financières bien plus prononcé que prévu pour les économies développées. Enfin, un ralentissement pire qu'annoncé en Chine, lié à la politique de tolérance zéro face à la COVID, s'est traduit par des prévisions de croissance bien trop optimistes concernant le pays et la région voisine. Dans ce contexte, les grandes institutions ont régulièrement revu à la baisse leurs prévisions de croissance de l'économie mondiale en 2022. Souhaitant refléter la détérioration rapide des perspectives concernant l'activité économique, le Fonds

monétaire international (FMI) et la Banque mondiale ont ainsi réduit de 1,2% leurs prévisions de janvier, qui passent respectivement de 4,4% à 3,2% et de 4,1% à 2,9%.

### Les pressions inflationnistes sont plus tenaces qu'escompté

Comme en 2021, l'inflation a été le sujet brûlant pour les marchés financiers l'année écoulée. La conviction première des grandes banques centrales quant à une inflation passagère s'est révélée largement inexacte. Les pressions inflationnistes ont continué à progresser rapidement pour atteindre des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis les années 1980. Le renchérissement des matières premières et des coûts de transport, les perturbations de l'approvisionnement alors que la demande de biens manufacturés a explosé ou encore l'augmentation des salaires sont autant de facteurs qui ont contribué à propulser l'inflation à des niveaux très élevés. Les pressions ont récemment commencé à s'atténuer grâce à des effets de base positifs, une réduction des prix des matières premières, un fléchissement important des frais de transport et une demande de biens plus faible liée au choc négatif sur les revenus disponibles. La question cruciale n'est pas tant de savoir si l'inflation va continuer à décélérer, mais à quel niveau elle pourrait se stabiliser.

### L'inflation a amorcé une décélération



Le graphique montre que l'inflation a continué à progresser à un rythme rapide aux États-Unis et dans la zone euro au premier semestre. Ensuite, l'inflation a commencé à fléchir aux États-Unis à partir de l'été, mais la situation s'est aggravée en

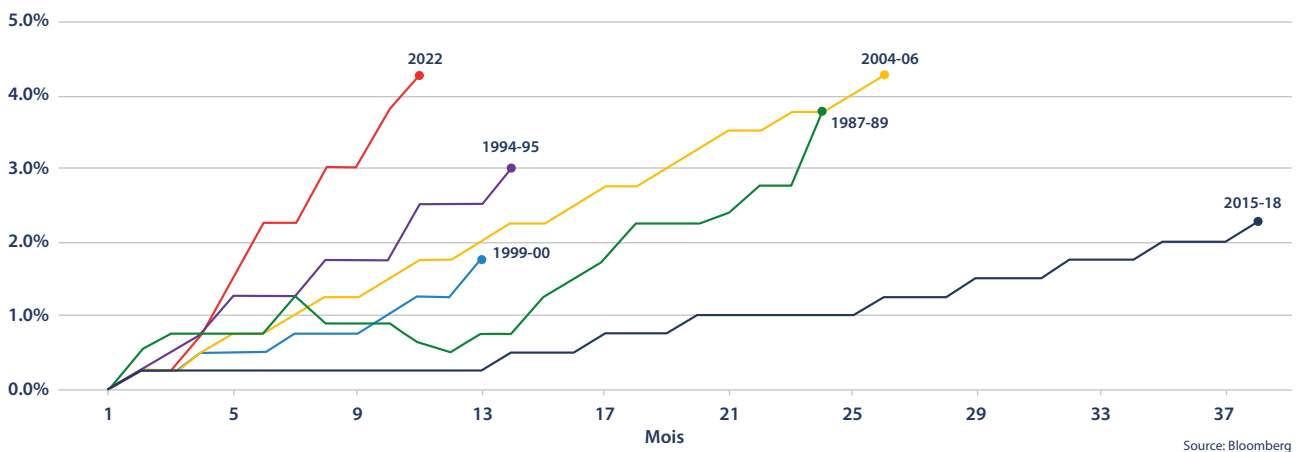
zone euro en raison de l'impact plus défavorable de la guerre en Ukraine sur les prix de l'énergie et des denrées alimentaires et d'une monnaie plus faible.

### Le rythme sans précédent du resserrement monétaire de la Réserve fédérale

L'année 2022 restera dans les annales comme celle de la fin de l'ère de politiques monétaires extrêmement accommodantes. Depuis la grande crise financière, les principales banques centrales avaient abaissé leurs taux d'intérêt à zéro, voire avaient maintenu des taux négatifs. Il est vrai que la Réserve fédérale avait essayé de normaliser ses taux à compter de 2015, pour ensuite les abaisser à nouveau en 2019 alors que l'économie américaine ralentissait. Elle avait ensuite abaissé ses taux à zéro lors de deux réunions tenues en urgence alors que la pandémie de COVID était déclarée au premier trimestre 2020. Après deux années pendant lesquelles les taux étaient restés inchangés, les investisseurs s'attendaient à un resserrement des conditions monétaires en 2022, à la fois sous la forme de hausses des taux d'intérêt et de réduction des

bilans des banques centrales. Toujours est-il qu'ils n'étaient pas préparés à ce qu'il allait réellement advenir. Après avoir admis que ses prévisions d'inflation étaient totalement erronées, la Fed a pris un virage restrictif radical qui a déclenché une correction massive sur tous les segments des marchés obligataires. La banque centrale américaine a relevé ses taux de 4,25% en 2022, pour atteindre une fourchette de 4,25% à 4,50%. D'autres banques centrales ont suivi une trajectoire similaire, quoique pas au même rythme. Les décisions et annonces les plus récentes concernant les taux d'intérêt des principales autorités monétaires sont venues confirmer leur position intransigeante et ont contraint les marchés à revoir leurs attentes en conséquence.

### L'évolution du taux des Fed funds depuis l'amorce du relèvement (points de %)

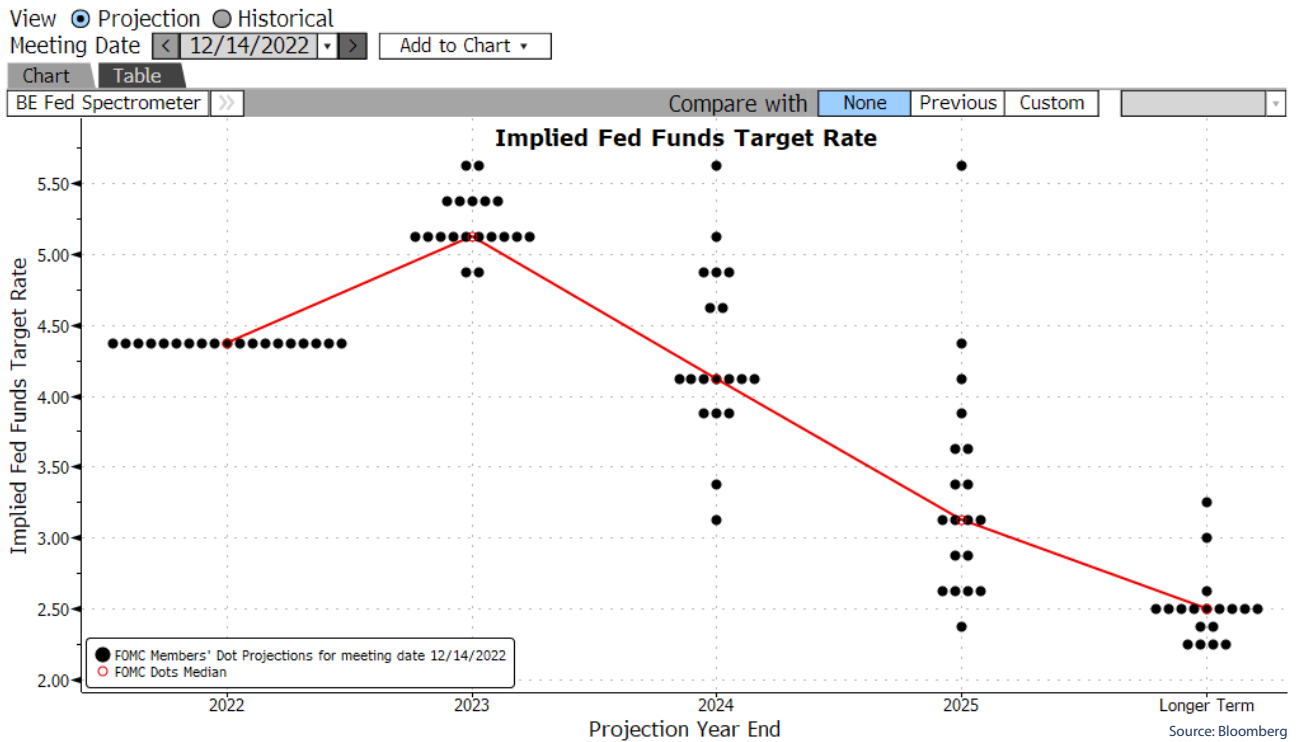


Le graphique montre que le rythme du resserrement de la politique de la Réserve fédérale en 2022 a été bien plus rapide que lors de périodes précédentes de durcissement monétaire. En quelques mois seulement, la Fed a nettement resserré sa politique très accommodante. Les taux ont été relevés rapidement, d'abord de 0,25 % en mars, puis de 0,75 % quatre fois consécutives lors des réunions du FOMC tenues entre juin et novembre. L'objectif de la banque centrale était non

seulement de lutter contre l'inflation, mais aussi de retrouver de la crédibilité aux yeux des marchés. C'est qu'elle avait dû admettre avoir commis une erreur monumentale en sous-estimant les risques d'inflation. Les investisseurs s'étaient tellement habitués à des taux d'intérêt extrêmement bas, voire négatifs, qu'ils avaient tout bonnement oublié que ceux-ci pouvaient augmenter aussi rapidement. La correction sur des marchés obligataires a été sans précédent.



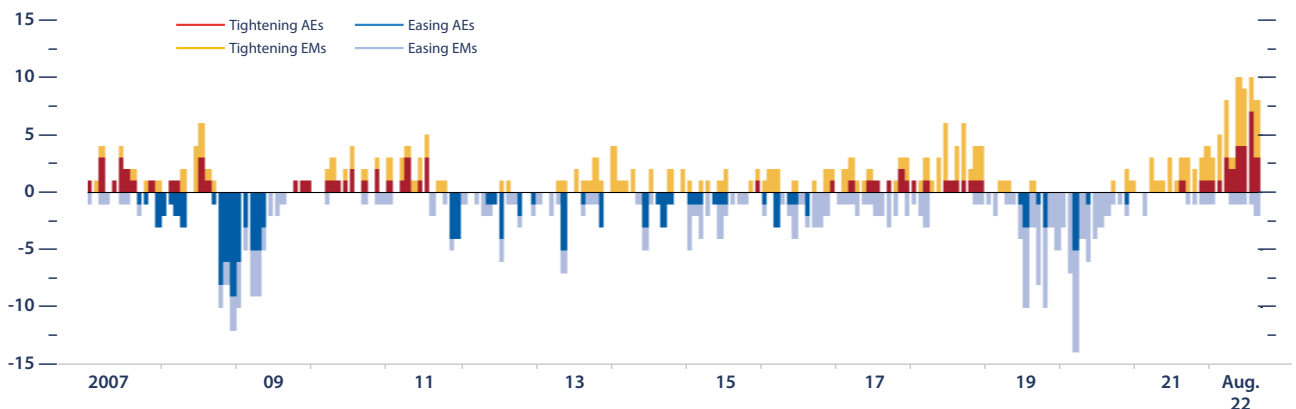
La Réserve fédérale prévoit un taux des Fed funds plus élevé sur une plus longue période



D'après le graphique dit «en nuage de points» de la Fed utilisé pour modéliser la trajectoire prévue des taux d'intérêt, ses dirigeants partent sur trois relèvements des taux directeurs des Fed funds en 2023, qui s'établiront dans une fourchette de 5% à 5,25%, sur la base de projections médianes. Ces projections montrent également que les dirigeants de la Fed n'anticipent pas d'abaissement de taux dès 2023, alors que les

marchés escomptent deux baisses de 0,25%. Pour revenir sur l'ampleur du revirement de la politique de la Fed l'an dernier, signalons que ses dirigeants avaient projeté en décembre 2021 seulement trois hausses de taux de 0,25% pour 2022, ceux-ci s'établissant dans une fourchette de 0,75% à 1%. Or, la fourchette se situe actuellement entre 4,25% et 4,50% !

Nombre de banques centrales du G20 ayant durci ou assoupli leur politique



Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.  
 Note: AEs = advanced economies; EMs = emerging market economies.

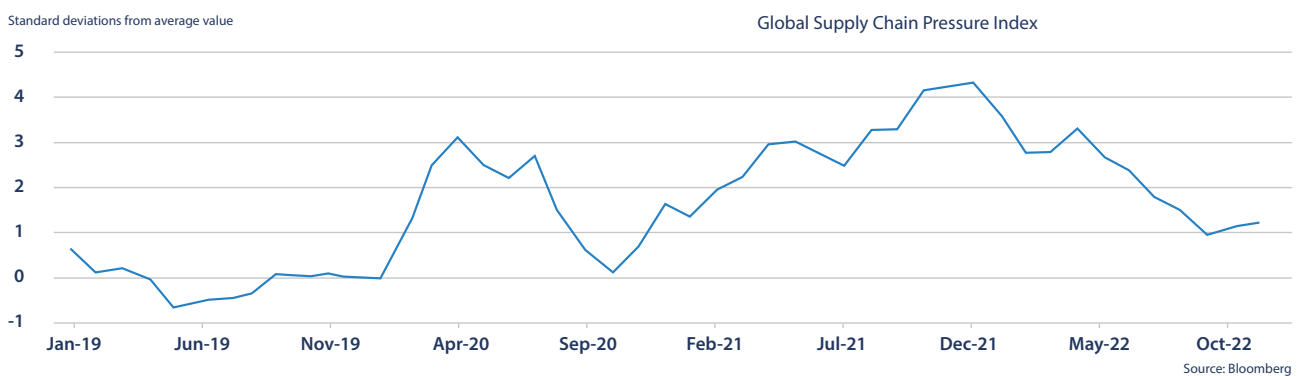
Le graphique souligne le changement radical du cycle de politique monétaire des économies du G20 en 2022 et le fait qu'il est de plus en plus synchronisé à l'échelle mondiale. Alors que la plupart des banques centrales ont durci leur politique,

il est intéressant de constater que plusieurs banques centrales des marchés émergents sont parvenues à abaisser leurs taux l'an dernier. Elles avaient agi plus tôt pour contenir les pressions inflationnistes.

## Les pressions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales ont reflué

Les pressions auxquelles sont soumis les circuits d'approvisionnement mondiaux se sont relâchées sur une grande partie de l'année écoulée. Elles restent tout de même nettement supérieures à celles observées avant le début de la pandémie de COVID. Ces niveaux avaient baissé début 2022 par rapport à leur point haut de décembre 2021, avant de se renforcer à nouveau jusqu'en avril. Les mesures de confinement pour limiter la COVID en Chine et la guerre en

Ukraine ont allongé les délais de livraison. L'amélioration qui a suivi s'explique foncièrement par un net recul des frais de transport et de fret aérien, des délais de livraison écourtés et des niveaux inférieurs de congestion des ports du monde entier. Cette tendance reflète également un essoufflement de la demande de biens, avec un recul des volumes de conteneurs importés du fait des répercussions d'une inflation élevée sur le pouvoir d'achat.



Le graphique montre que l'indice Global Supply Chain Pressure de la banque de la Réserve fédérale de New York s'est désormais tassé de plus de 75% par rapport à son point haut de décembre dernier, sans toutefois encore renouer avec ses niveaux d'avant

la COVID. L'indice tient compte des données relatives aux coûts des transports et des indicateurs de l'industrie manufacturière pour fournir une jauge des conditions sur les circuits d'approvisionnement mondiaux.

## CONCLUSIONS

La reprise de l'économie mondiale en 2022 a été bien en deçà des prévisions. Voilà la principale conclusion que nous pouvons tirer du panorama économique et politique de l'année écoulée. Aggravées par l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les pressions inflationnistes à l'œuvre ont été plus tenaces que prévu. De même, la Chine n'est pas parvenue à remettre son économie sur les rails et la plupart des banques centrales ont déployé des politiques monétaires nettement plus offensives qu'attendu. Se sont ensuivies une crise du coût de la vie et une montée des inquiétudes quant

aux approvisionnements en énergie en Europe. Les tensions géopolitiques se sont encore accrues. Or, l'absence de relations diplomatiques poussées alors qu'elles font cruellement défaut pèse lourdement sur les échanges commerciaux et les investissements. Pour les bonnes nouvelles, les pressions inflationnistes ont commencé à refluer, les marchés du travail ont bien résisté et les perturbations sur les chaînes d'approvisionnement se sont en grande partie résorbées.

## LES MARCHÉS FINANCIERS EN 2022

Les investisseurs ne repenseront pas à 2022 avec une tendresse particulière, tant l'année aura été rude pour les marchés de capitaux. Les pressions inflationnistes, la guerre en Ukraine et le resserrement effréné des politiques monétaires sont autant de facteurs qui ont plombé les marchés. Difficile de trouver un refuge dans un climat d'aversion au risque. En atteste la très mauvaise performance des bons du Trésor américain, pourtant largement

considérés comme l'un des actifs les plus sûrs. La volatilité sur les marchés à revenu fixe a atteint des niveaux dignes d'une crise et elle est restée très élevée sur une grande partie de l'année. Cette tension s'est propagée aux autres classes d'actifs et, en raison de la corrélation importante entre les actions et les obligations, la diversification n'est pas parvenue à offrir une bonne protection face aux pertes du portefeuille.

### PERFORMANCES 2022

	Fin 2021	Fin 2022	Performance 2022
<b>ACTIONS</b>			
S&P 500	4 766,2	3 839,5	- 19,4%
Euro Stoxx 50	4 298,4	3 793,6	- 11,7%
MSCI EM	1'232,0	956,4	- 22,4%
<b>OBLIGATAIRE</b>			
UST 10 ans	1,51%	3,88%	+ 237 pb
Bund 10 ans	- 0,18%	2,57%	+ 275 pb
UE BBB	0,95%	4,42%	+ 347 pb
<b>DEVICES</b>			
EUR/USD	1,137	1,071	- 5,8%
USD/CHF	0,913	0,925	+ 1,3%
GBP/USD	1,353	1,208	- 10,7%
USD/JPY	115,1	131,1	+ 13,9%
EUR/CHF	1,038	0,990	- 4,6%
<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>			
Indice CRB	232,4	277,7	+ 19,5%
Pétrole, WTI	75,2 \$	80,3 \$	+ 6,8%
Or	1 829 \$	1 824 \$	- 0,3%

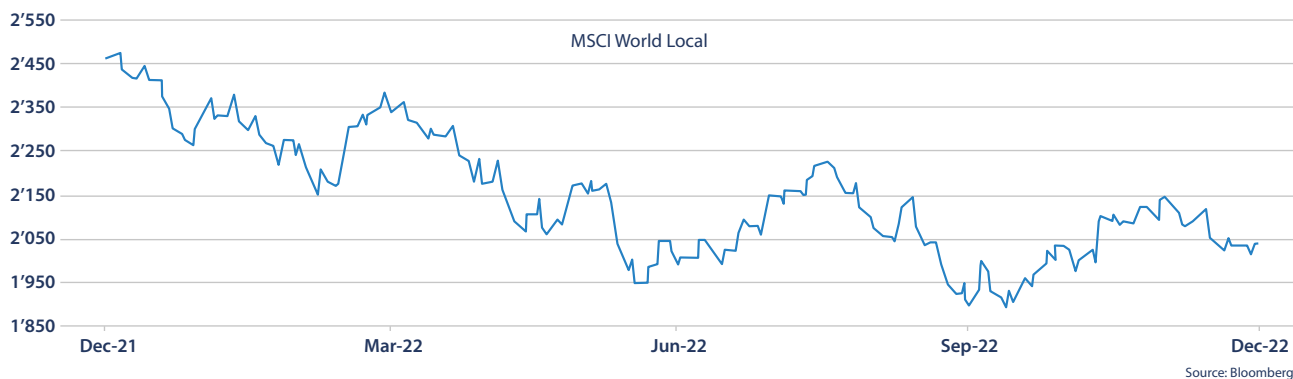
Source: Bloomberg

### ACTIONS

Les marchés d'actions ont été mus davantage par la confiance des investisseurs et les attentes relatives aux politiques monétaires que par les fondamentaux des sociétés en 2022. La détérioration des valorisations, amorcée en 2020, s'est prolongée. Les entreprises ont pourtant démontré qu'elles savaient bien résister : la plupart parvenaient à ignorer la hausse des coûts et à maintenir leurs marges. Le ratio cours/bénéfices prospectif des actions mondiales a fléchi, passant de 18x fin 2021 à environ 15x un an plus tard. Les actions américaines sont désormais valorisées 16,6x leurs bénéfices estimés sur les

douze prochains mois, contre 21,7x il y a un an. Le ratio cours/bénéfices prospectif sur 12 mois des actions européennes a chuté de 16,1x à 12,3x et celui des actions japonaises de 14,4x à 12,4x. S'agissant des styles d'investissement, les valeurs dites «Value» ont fait mieux que les valeurs de croissance. Les secteurs les mieux orientés ont été l'énergie, les biens de consommation courante et la santé ; les moins bien lotis la technologie, les services de communication et la consommation discrétionnaire.

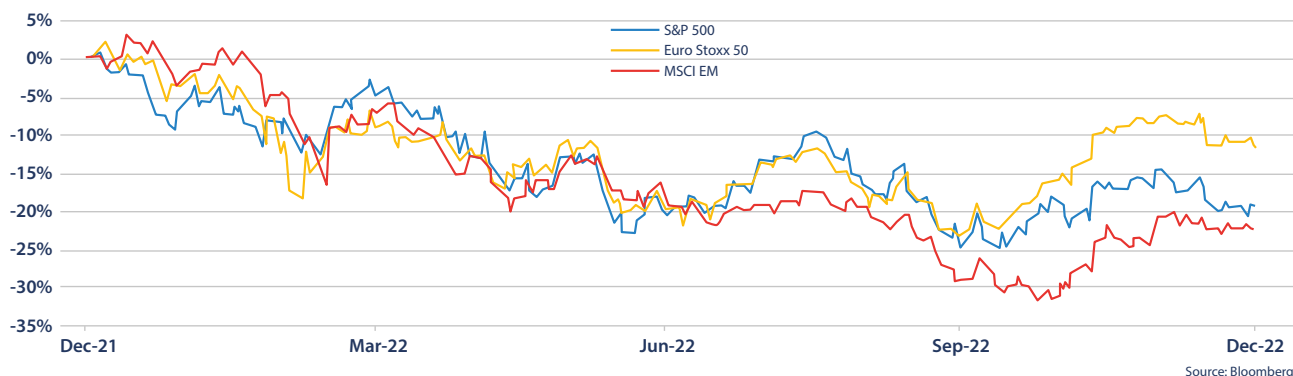
### Indice MSCI World Local



Les marchés d'actions mondiaux ont manqué d'allant début 2022, principalement en raison du durcissement de ton de la Réserve fédérale et d'un manque de visibilité sur plusieurs sujets de fond. Des pressions inflationnistes, des circuits d'approvisionnement perturbés, la pandémie et la situation à la frontière de l'Ukraine étaient quelques-unes des grandes difficultés alors rencontrées par ces marchés. La forte hausse des rendements obligataires a été particulièrement néfaste pour les valeurs de croissance, et ce pendant une bonne partie de l'année. Les marchés d'actions se sont démenés pour s'adapter à l'accélération des hausses de taux d'intérêt de la Réserve fédérale et faire face à la volatilité extrême

des marchés obligataires. Le marché baissier pour les actions a néanmoins été interrompu par plusieurs remontées intermédiaires qui s'expliquent en partie par la publication de résultats de sociétés robustes, mais également par un recul des rendements obligataires à long terme à certaines périodes. Cette tendance à la baisse des rendements à long terme a été observée en juin, en juillet et à partir de fin octobre. Les actions ont été mieux orientées ces mois-là. Il convient de souligner également que les marchés ont été en proie au pessimisme, d'où un positionnement très défensif. Ces facteurs ont contribué au rebond des marchés au dernier trimestre.

### Indices S&P 500, Euro Stoxx 50 et MSCI Emerging Markets



Comme le montre le graphique ci-dessus, l'indice Euro Stoxx 50 a fini par faire mieux que les indices S&P 500 et MSCI EM en 2022, après avoir pourtant accusé un repli plus franc au premier trimestre. Cette surperformance s'explique notamment par l'exposition nettement inférieure de l'Euro Stoxx aux technologies de l'information alors que les mégacapitalisations américaines ont manqué d'allant. Alphabet, Amazon, Tesla

et Meta figuraient parmi les valeurs ayant le plus pénalisé le S&P, avec des pertes comprises entre 39% et 65%. Et d'autres géants comme Apple et Microsoft ont reculé de plus 26%. Les marchés émergents ont connu une passe difficile en raison de la volatilité des actions chinoises, mais ils se sont redressés et ont réduit l'écart en fin d'année.

## MATIÈRES PREMIÈRES

### Indice Refinitiv/CoreCommodity CRB



L'indice Refinitiv/Core Commodity a progressé de 19,5% en 2022, mais a clôturé l'année bien en deçà de son point haut sur l'année observé en juin. Les matières premières ont renchéri rapidement en début d'année sous l'effet de l'augmentation des pressions inflationnistes et de la réouverture totale à venir des économies. Les prix de l'énergie et des métaux industriels ont grimpé surtout avant que l'éclatement de la guerre en Ukraine ait provoqué une accélération des tendances actuelles. Une spéculation financière supérieure à la moyenne a exacerbé ces hausses de prix jusque début juin, marqué par une nette inversion de la tendance.

Les cours du pétrole ont joué au yo-yo pendant l'année. La tendance favorable observée en début d'année a été suivie par une hausse vertigineuse, conséquence de la guerre en Ukraine, d'où un regain d'inquiétude concernant l'offre. Les marchés ont progressivement intégré que ces craintes entourant l'offre avaient pu être excessives et les cours du pétrole ont commencé à baisser. Cette tendance a été aggravée par le ralentissement de l'activité économique en Chine en raison des restrictions de la politique stricte zéro COVID. Soucieux du tassement de la demande, les pays de l'OPEP+ ont réduit la production de 2 millions de barils en octobre, ce qui n'a pas empêché les cours de terminer l'année 2022 seulement un peu au-dessus de leurs niveaux de fin 2021.

### Or



Les cours de l'or ont également été chahutés en 2022. Ils ont atteint un pic début mars, en dollar américain, alors que les investisseurs cherchaient refuge dans le métal précieux dans un contexte d'aversion au risque. Le prix d'une once a augmenté de 13% pour atteindre 2 070 \$ avant de diminuer progressivement pour atteindre un point bas début novembre

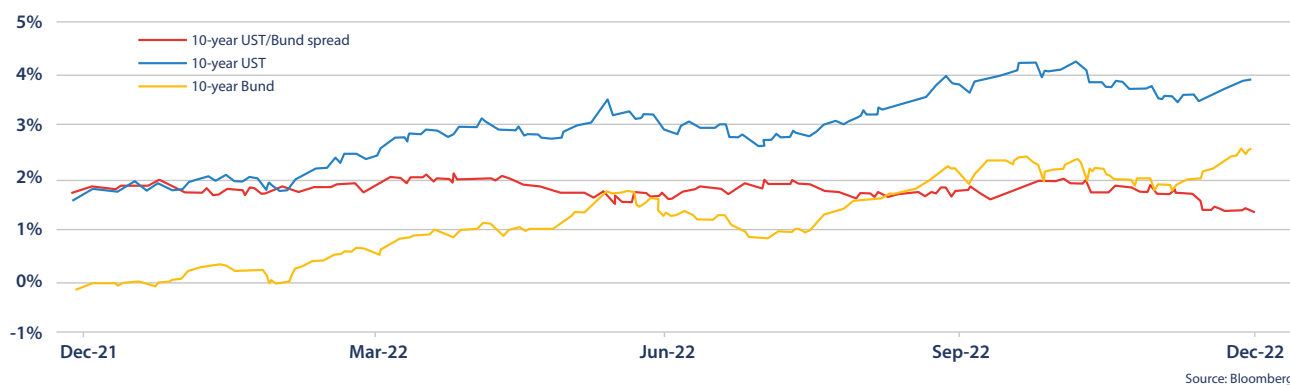
à 1 616 \$ sous l'effet de taux d'intérêt réels plus élevés et d'un dollar américain plus fort. Dès lors, les cours du métal jaune ont rattrapé tout le terrain perdu au cours de l'année alors que les difficultés liées aux rendements et au billet vert se résorbaient et que les banques centrales des pays émergents étaient des acheteurs actifs.

## TITRES DE CRÉANCE

La hausse des rendements des emprunts d'État a été une tendance bien établie sur une grande partie de 2022 du fait de la mise en œuvre de politiques monétaires très restrictives par les banques centrales pour lutter contre les pressions inflationnistes. La Réserve fédérale a amorcé son cycle de hausses des taux par un relèvement de 25 pb en mars, avant de brusquement changer de vitesse et d'adopter une hausse de 50 pb en mai, puis quatre hausses spectaculaires de 75 pb jusqu'à novembre. La dernière réunion du FOMC de 2022 a donné lieu à une hausse de 50 pb, la Fed renouant progressivement avec un cycle de hausse plus classique pour 2023. La BCE a commencé à relever ses taux plus

tardivement, mais elle l'a également fait de 50 pb et de 75 pb à deux reprises. Ces politiques offensives ont entraîné une forte volatilité sur les marchés obligataires. Il est vrai que les investisseurs ont peiné pour suivre le rythme de ces mouvements prononcés. Les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont ainsi progressé de 0,92% fin 2021 à 4,24% fin octobre 2022, avant de diminuer à nouveau et de clôturer l'année à 3,88%. La tendance la plus remarquable a été l'inversion de la courbe des rendements américains. Le rendement à 2 ans a terminé l'année 54 pb au-dessus du rendement à 10 ans, ce qui est habituellement le signal d'une récession à venir.

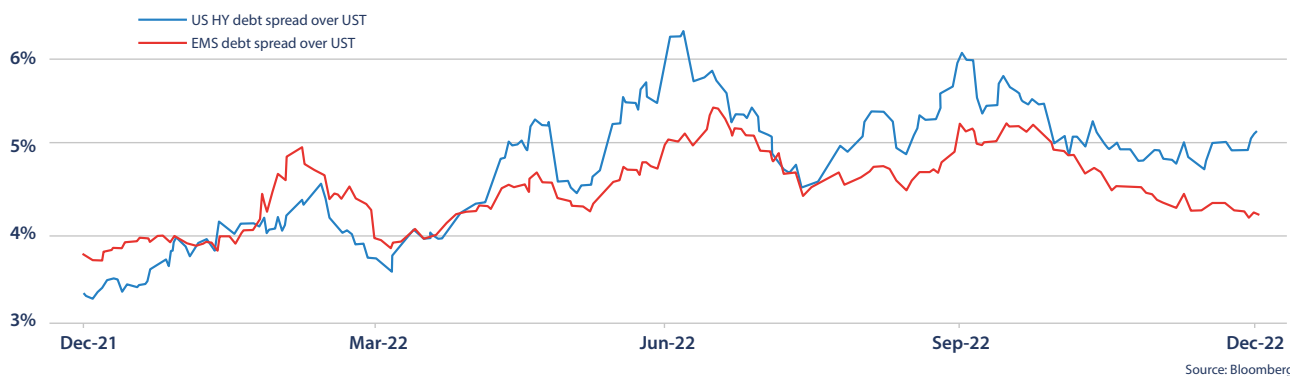
### Rendements des emprunts d'État américain et allemand à 10 ans et spread



Ce graphique montre le comportement très fortement corrélé des Treasuries et des Bunds à 10 ans sur une grande partie de l'année. Même si la Réserve fédérale a entamé son cycle de resserrement offensif bien plus tôt que la BCE, le spread à 10 ans entre les Treasuries et les Bunds est largement resté dans

une fourchette de 1,5% à 1,9%. Plus récemment, le spread s'est resserré alors que les rendements des Bunds continuaient à progresser, contrairement à ceux des bons du Trésor américain. Ils ont, en effet, intégré les taux d'intérêt de la BCE plus élevés qu'attendu auparavant.

### Spreads dette émergente-haut rendement américain



Le spread de la dette émergente s'est promptement élargi jusque début mars, en raison surtout du début de la guerre en Ukraine. Il s'est ensuite rapidement contracté. Dès lors, le spread de la dette émergente a évolué de la même façon que

le spread du segment à haut rendement, dans la mesure où ils sont, l'un comme l'autre, largement tributaires de la politique monétaire et de la confiance du marché.

### Performance de l'univers obligataire en 2022 (USD)

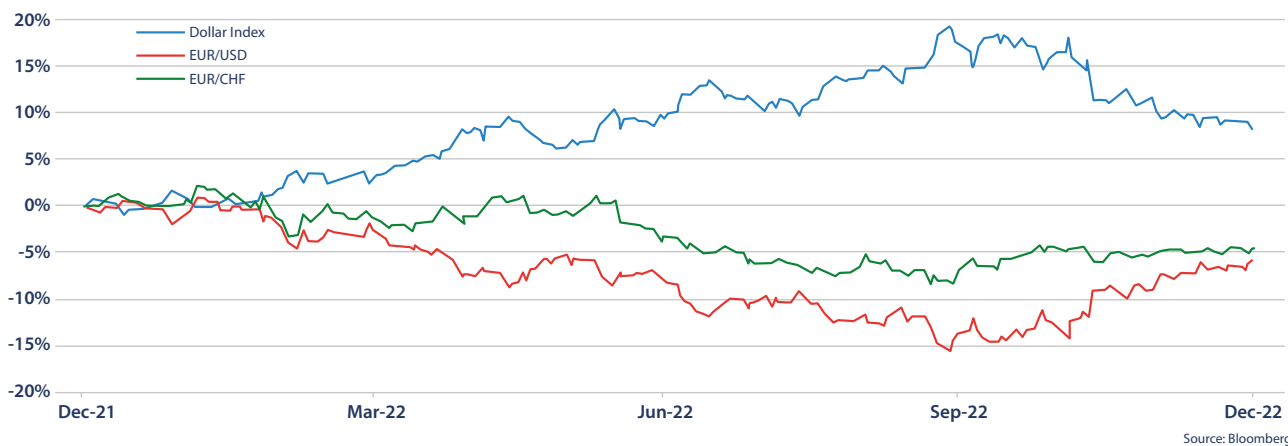
Indice World Government Bond Local	- 13,8%
Indice Euro Broad Investment Grade	- 17,2%
Obligations d'entreprise américaines AAA	- 10,1%
Obligations d'entreprise américaines BBB	- 15,9%
Dette souveraine émergente mondiale	- 18,2%
Haut rendement américain	- 11,0%

Source: Bloomberg

## DEVISES

Comme en 2021, l'appréciation du dollar américain face à la plupart des autres monnaies a été la principale tendance observée sur le marché des changes en 2022. Le billet vert a, bien sûr, largement profité du durcissement rapide de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Il a aussi été soutenu par la demande marquée de valeurs refuges et par des termes de l'échange plus favorables pour les États-Unis en raison de la crise énergétique. D'autres grandes monnaies, dont l'euro, la livre sterling et le yen, ont toutes

rencontré des difficultés propres et se sont constamment dépréciées jusqu'au quatrième trimestre. Le réal brésilien et le peso mexicain ont été quelques-unes des rares monnaies à s'apprécier face au billet vert, tandis que le dollar de Singapour et le franc suisse se sont pratiquement maintenus. Les grandes monnaies les moins bien orientées ont été le yen japonais, la couronne suédoise, la couronne norvégienne, la livre sterling et le dollar de Taïwan.



Le graphique montre que l'indice du dollar a été plus élevé sur une grande partie de l'année, avant de fléchir au quatrième trimestre. Les investisseurs ont alors considéré, en effet, que les principales banques centrales s'approchaient des taux maximums. La confiance des investisseurs a atteint des niveaux très bas et le dollar a été l'un des grands perdants dans un contexte de regain de l'appétit pour le risque. Mais la vigueur du dollar n'a pas été la seule raison à cela. L'euro a

fortement pâti de l'augmentation rapide des coûts de l'énergie, la livre sterling a été temporairement pénalisée par des décisions politiques peu judicieuses et le yen s'est déprécié au vu du maintien par la Banque du Japon d'une politique monétaire accommodante. Le corollaire de ces mouvements est le suivant : l'appréciation de la monnaie américaine indique qu'elle est nettement surévaluée et qu'elle risque d'amorcer une période de correction pendant l'année à venir.

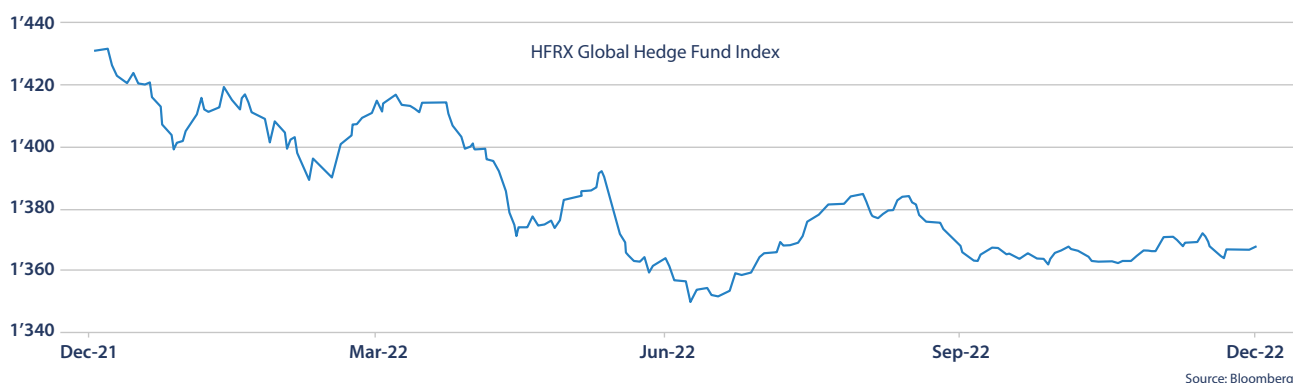
## FONDS ALTERNATIFS

L'année 2022 a été en demi-teinte pour les gérants de fonds alternatifs. Certaines stratégies ont pu bénéficier d'opérations liées à l'inflation ; d'autres ont fait de leur mieux pour s'adapter à la fin des taux d'intérêt bas. Les meilleures opportunités ont concerné, dans une large mesure, le positionnement « short » sur le revenu fixe et certaines sociétés de solutions quantitatives ont généré des rendements solides grâce à leurs stratégies systématiques. Les fonds multi-stratégie macro se sont bien tenus. Les stratégies actions Long/Short, en revanche, ont enregistré des résultats très inégaux.

D'après les données de Preqin, l'industrie des fonds alternatifs dont l'encours atteint 4 000 milliards de dollars américains a enregistré des sorties nettes à hauteur de 75 milliards de dollars américains en 2022 jusqu'en octobre. Ce chiffre pourrait s'être accru à la fin de l'année du fait des

rééquilibrages de portefeuilles. Les fonds alternatifs axés sur les actions ont été les plus pénalisés. Autant dire que l'année a été exigeante pour les sélectionneurs d'actions, lesquels ne sont pas parvenus à assurer une protection suffisante contre les corrections massives. Près de 42% des fonds alternatifs en liquidation jusqu'à septembre se concentraient sur les actions. La croissance de l'industrie des fonds alternatifs semble aussi avoir stagné. Depuis les premiers relevés de données compilés par Preqin en 2000, le plus petit nombre deancements de fonds alternatifs dans le monde a été enregistré en 2022. En théorie, les conditions devraient être favorables aux fonds alternatifs en 2023. Des taux d'intérêt plus élevés, une volatilité plus marquée et le retour aux fondamentaux devraient être autant de facteurs de soutien pour les stratégies de fonds alternatifs.

### Indice HFRX Global Hedge Fund



### Performances des stratégies de fonds alternatifs en 2022 (\*à fin novembre)

Indice HFRX Global Hedge Fund	- 4,4%
Indice HFRX RV FI Convertible Arbitrage	- 12,5%
Indice HFRX Multi-Emerging Markets	- 7,9%*
Indice HFRX RV FI Corporate	- 7,4%*
Indice HFRX Equity Hedge	- 3,2%
Indice HFRX Macro Multi-Strategy	+ 3,9%*
Indice HFRX Event Driven	- 7,3%
Indice HFRX Equity Hedge Short Bias	+ 3,6%*
Indice HFRX Macro Systematic Diversified CTA	+ 16,9%

Source: Bloomberg



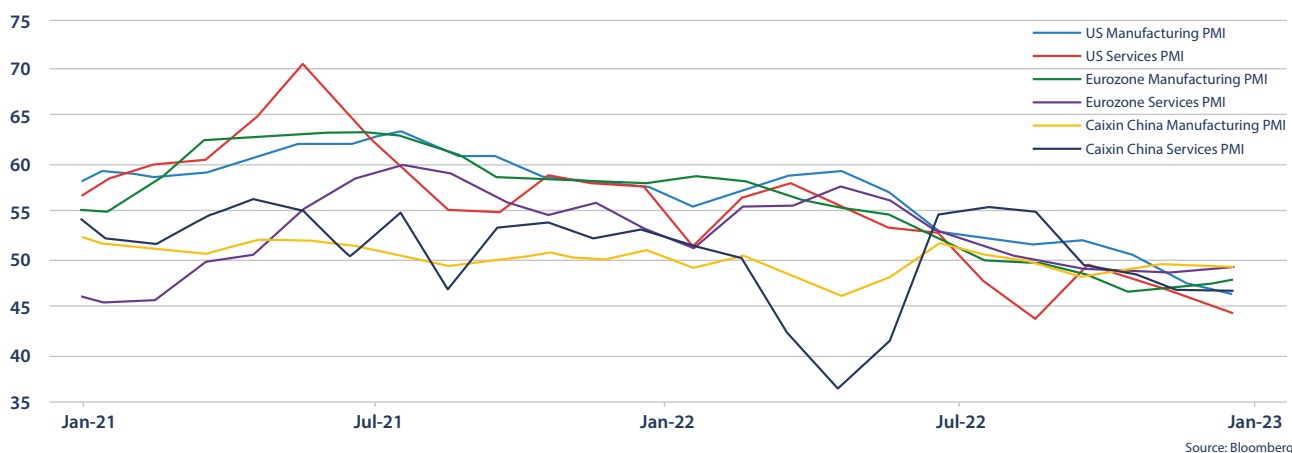
## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN 2023

### Le ralentissement de la croissance du PIB mondial se poursuivra en 2023

Les perspectives économiques mondiales ont continué à se dégrader et la croissance du PIB mondial devrait ralentir en 2023. Le risque d'une récession mondiale est manifeste également. Les prévisions de croissance concernant les États-Unis et l'Europe sont très faibles, quand elles ne sont pas négatives. Le rythme de la décélération de l'inflation et la trajectoire des hausses des taux d'intérêt seront des déterminants majeurs. La tâche des banques centrales à l'échelle mondiale est extrêmement ardue. Elles doivent encore augmenter les taux d'intérêt pour ramener l'inflation à des niveaux plus soutenables dans un contexte de ralentissement de la croissance économique. Cela veut dire qu'elles risquent de faire basculer les économies en récession, surtout si les marchés du travail venaient à s'essouffler et les consommateurs à être moins enclins à dépenser. Les risques associés à la crise énergétique en Europe ont, pour l'instant,

reflué. La menace de pénuries reste toutefois une éventualité. Du côté des bonnes nouvelles, les perspectives économiques pourraient s'améliorer si la Chine parvenait enfin à relancer totalement son activité et si une solution pacifique pouvait être trouvée entre la Russie et l'Ukraine. Ce scénario semble, néanmoins, encore très lointain à la date de rédaction. Dans son rapport d'octobre 2022, le FMI anticipe un ralentissement du PIB mondial, à 2,7% en 2023. Les prévisions du Bloomberg Contributor Composite font ressortir une croissance du PIB mondial de seulement 2,1%. D'un point de vue régional, le Bloomberg Composite, toujours, table sur une croissance du PIB d'environ 0,3% aux États-Unis, de 4,9% en Chine et une contraction de 0,1% en zone euro. La probabilité d'une récession est estimée à 65% pour les États-Unis et à 80% pour la zone euro.

### Indicateurs macroéconomiques avancés : indices des directeurs d'achats



Le graphique ci-dessus montre que les indices PMI soulignent une contraction de l'activité (en deçà du seuil de 50) alors que l'activité économique mondiale continue à ralentir. L'indice manufacturier chinois calculé par Caixin est resté sous la barre de 50 pendant pratiquement toute l'année, alors que ce secteur était contraint par les mesures de confinement imposées face au coronavirus. Une tendance similaire peut

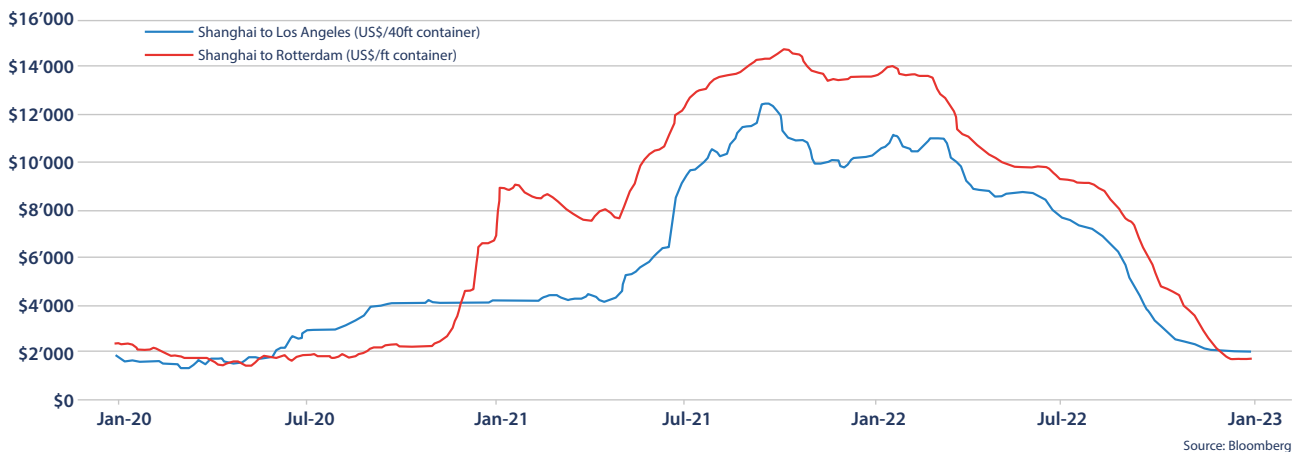
être observée pour les indices PMI des États-Unis et de la zone euro qui ont décéléré rapidement depuis le deuxième trimestre. Cela reflète un plus grand risque de récession lié à la crise du coût de la vie, à des conditions financières plus strictes et à une forte aversion au risque dans un contexte économique de plus en plus morose.

### Une réouverture complète de l'économie chinoise lèvera une partie des incertitudes

Les confinements fréquemment décrétés en Chine en 2022 dans le cadre d'une politique zéro COVID stricte ont eu de lourdes répercussions sur l'économie. Le FMI y prévoit un taux de croissance du PIB de 3,2 % seulement en 2022, par comparaison à une estimation de 5 % en tout début d'année. Compte tenu de la taille de l'économie chinoise et de son poids pour les circuits d'approvisionnement mondiaux, ce niveau d'activité plus faible que prévu a durement pénalisé l'économie mondiale. De même, la fébrilité du secteur immobilier, qui représente environ un cinquième de l'économie du pays, a pesé sur la croissance du PIB. Les autorités ont

déployé un arsenal de mesures pour le soutenir et la décision récente d'abandonner soudainement la politique zéro COVID laisse espérer une réouverture complète de l'économie chinoise en 2023. En parallèle, cette volte-face a provoqué des poussées massives de coronavirus et la distanciation physique volontairement adoptée par la population en réponse ralentit à nouveau l'activité. Le pays a encore du chemin à parcourir avant de renouer avec ses niveaux d'activité antérieurs à la pandémie. Pourtant, une réouverture complète en Chine aiderait à contrebalancer une partie de l'atonie attendue dans la plupart des autres grandes économies.

### Les frais de transport ont nettement diminué



Des frais logistiques très élevés ont l'un des facteurs ayant contribué à l'inflation pendant la pandémie. Cependant, les frais de transport ont considérablement fléchi depuis le printemps 2022, comme le montre le graphique ci-dessus. Les tarifs pour l'expédition d'un conteneur de 40 pieds de l'Asie vers les États-Unis et l'Europe ont diminué de plus de 75% depuis fin avril. Ils sont proches désormais de leurs niveaux d'avant la pandémie. Les délais d'expédition ont aussi

rapidement chuté. Cela s'explique surtout par le recul des dépenses de consommation, responsables également de la hausse des ventes pour beaucoup d'importateurs sur les deux années écoulées. Du point de vue de l'inflation, la réduction des frais de transport est forcément la bienvenue. Cela étant, le ralentissement de la demande risque fortement de faire entrer l'économie en récession.

### **L'inflation va reculer... mais à quelle vitesse ?**

L'inflation, qui continuera à déterminer la politique monétaire des banques centrales et les revendications salariales, restera le sujet brûlant pour les marchés financiers en 2023. Il est largement admis que l'inflation aux États-Unis et en zone euro a presque certainement atteint son point haut, mais l'on ne peut en dire la même chose avec certitude s'agissant des pressions inflationnistes. L'inflation a commencé à fléchir, mais elle dépasse toujours les niveaux cibles des banques centrales. Elle s'établit à 7,1% aux États-Unis et reste à deux chiffres dans la zone euro et au Royaume-Uni. Il est également frappant de constater que l'IPC américain hors énergie et denrées alimentaires n'a pas reculé depuis le début 2022 et qu'il était encore de 6% en novembre. La baisse anticipée de l'inflation sera le fait d'effets de base favorables, notamment des prix inférieurs des matières premières et la résorption des tensions sur les chaînes d'approvisionnement. Le risque d'une inflation demeurant supérieure aux prévisions existe néanmoins. Alors que les taux de chômage sont bas, les revendications salariales ne devraient guère s'apaiser dans les mois à venir. En outre, la composante logement représente un tiers de l'IPC américain et elle réagit avec un retard important à une chute des variations des prix immobiliers. Elle pourrait donc rester élevée pendant plusieurs mois. Voilà ce qui amènera les banques centrales à encore augmenter les taux d'intérêt malgré le ralentissement de l'économie et la modération de l'inflation. Leurs récentes annonces indiquent également qu'elles sont prêtes à risquer un durcissement excessif plutôt qu'une pause prématurée du cycle de hausses.

### **Les risques géopolitiques demeurent, mais le risque politique est moindre aux États-Unis**

Les risques géopolitiques sont une grande source d'inquiétude pour les marchés financiers. Les sources de tensions à l'échelle mondiale sont nombreuses et les relations diplomatiques ne sont pas florissantes. La Russie tente de resserrer les liens avec la Chine et l'Iran et d'affaiblir l'Alliance occidentale. En parallèle, les tensions entre la Chine et les États-Unis au sujet de Taiwan

et de l'offre de semi-conducteurs ne sont pas en passe de se résorber à court terme. La Corée du Nord, les Balkans et l'Iran sont d'autres régions où les risques géopolitiques peuvent également représenter une menace sérieuse.

Les élections de mi-mandat aux États-Unis n'ont pas produit les résultats largement anticipés. Les républicains ne sont pas parvenus en effet à remporter la majorité à la Chambre des représentants et au Sénat. Les républicains ont, sans surprise, pris le contrôle de la Chambre des représentants, mais avec une marge bien plus mince qu'escompté. Les démocrates conservent la majorité au Sénat. Le processus politique sera pour l'essentiel dans une impasse pendant les deux prochaines années et aucune grande loi ne sera vraisemblablement votée sur cette période. Les marchés ont de tout temps préféré ce type de prédictibilité.

### **Conclusions**

Le consensus prévoit un ralentissement de l'économie mondiale en 2023, qui pourrait tout aussi bien basculer en récession. Les principales banques centrales ont devant elles la lourde tâche de trouver un équilibre dans leur lutte contre l'inflation alors que la croissance économique est en berne et que les risques d'une erreur politique néfaste sont plus importants qu'à l'accoutumée.

Nous sommes d'avis que les pressions inflationnistes devraient continuer à reculer, mais il est peu probable que l'inflation revienne aux niveaux définis comme cible par les banques centrales. Les effets de base s'estomperont, c'est un fait, mais d'autres facteurs sont bien plus difficiles à prévoir, surtout l'inflation des salaires.

Comme toujours, les risques politiques et géopolitiques sont des éléments imprévisibles pour les marchés financiers. Les risques géopolitiques demeurent élevés, mais l'on ne peut pas exclure la possibilité de bonnes nouvelles inattendues. Certains risques politiques semblent avoir reflué après les élections en France, au Brésil et aux États-Unis.

## PERSPECTIVES DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2023

---

### **Un meilleur point de départ pour les rendements des portefeuilles**

Les portefeuilles devraient bénéficier d'une meilleure valorisation de départ que l'an dernier pour leurs rendements futurs. La détérioration des valorisations des actions s'est poursuivie, les obligations offrent à nouveau des rendements positifs et certains excès et distorsions observés ces dernières années ont été effacés. Les fondamentaux devraient donc avoir désormais plus d'importance alors que l'ère des taux d'intérêt bas touche à sa fin et que les hypothèses concernant les rendements à long terme sont nettement meilleures. Mais cela ne veut pas dire pour autant que 2023 ne peut être qu'une année favorable pour les portefeuilles. L'incertitude reste de mise pour de nombreux sujets et la classe d'actifs des actions se heurte toujours à des obstacles. C'est ce qui explique, en grande partie, le maintien de notre surpondération en faveur des stratégies alternatives et le renforcement récent de notre exposition aux actifs à revenu fixe.

### **Les marchés restent confrontés à un resserrement monétaire et à un degré élevé d'incertitudes**

Des marchés inquiets ont concentré leur attention sur l'inflation et les politiques monétaires des grandes banques centrales en 2022 et continueront à le faire dans les mois qui viennent. Si les investisseurs n'ont plus à s'attendre au même rythme de hausses des taux d'intérêt, les questions des niveaux maximums de ces taux et de l'amorce de leur baisse demeurent sans réponse. Nous ne partageons pas l'optimisme des marchés quant à un abaissement des taux par la Réserve fédérale dès 2023. Et puis, la publication de plusieurs taux d'inflation inférieurs aux attentes, quoique prometteuse, n'augure pas pour autant une disparition rapide de la menace inflationniste. Les résultats des entreprises sont une autre source d'inquiétude. S'ils ont étonnamment bien résisté l'an dernier, ils pourraient néanmoins décevoir au cours des prochains trimestres.

## PERSPECTIVES OBLIGATIONS

---

### **Le paysage de cette classe d'actifs est transformé**

L'année 2022 a été l'un des plus mauvais crus jamais enregistrés pour les marchés obligataires, du fait principalement du rythme effarant du durcissement monétaire. Mais cela veut dire que les conditions de marché de cette classe d'actifs se sont vraiment améliorées : les rendements sans risque sont plus élevés et les spreads de crédit sont plus larges. Les rendements à long terme pourraient aussi avoir touché leur point haut, auquel cas les risques de duration sont largement inférieurs à leur niveau de l'an dernier. Tout cela contribue à un meilleur profil risque/rendement de la classe d'actifs.

### **Les obligations d'entreprise de grande qualité offrent un profil risque/rendement intéressant**

Le crédit de qualité «Investment Grade» est à nouveau attractif. Les investisseurs devraient être ici bien récompensés compte

tenu des spreads élargis, des bilans solides et de la dissipation des craintes d'une forte récession. Les fondamentaux des entreprises demeurent robustes et le risque de défaillance des émetteurs de grande qualité est faible. Le tableau est un peu différent pour les obligations à haut rendement : les spreads de crédit se sont sensiblement resserrés ces derniers mois et un meilleur point d'entrée pourrait apparaître dans les mois à venir.

### **La dette des marchés émergents pourrait surperformer**

La classe d'actifs de la dette émergente semble avoir passé un cap après une année difficile. L'embellie attendue sur le marché immobilier chinois, des rendements attractifs et un dollar américain éventuellement plus faible pourraient être autant de facteurs de soutien en 2023.

## PERSPECTIVES ACTIONS

---

### Les actions ne sont plus la classe d'actif de prédilection

Les marchés de capitaux ont connu bien des bouleversements l'an dernier et les actions semblent avoir perdu leur statut de longue date d'actif de prédilection. Avec la hausse très rapide des taux d'intérêt, les obligations ont exercé un attrait par rapport aux actions. Les actifs obligataires, et principalement le crédit de qualité «Investment Grade», ont à nouveau capté des flux de capitaux. Les fonds alternatifs, qui sont également revenus en grâce auprès des investisseurs, devraient continuer à attirer des capitaux. La surpondération des actions dans les portefeuilles ne pourra donc être comparable à ce qu'elle a été ces dernières années. De même, construire des portefeuilles plus diversifiés devrait être plus aisé.

### Les valorisations sont attractives dans de nombreuses régions du monde

Avec la récente remontée des actions, les valorisations de cette classe d'actifs sont reparties à la hausse. Elles demeurent malgré tout globalement attractives, sauf pour les actions américaines qui s'établissent à nouveau au-dessus de leur moyenne à long terme. À long terme, les valorisations des actions européennes, britanniques, japonaises et des marchés

émergents sont intéressantes. Si le point haut du dollar américain venait à se confirmer dans les prochains mois, les flux de capitaux pourraient préférer les actions internationales aux actions américaines. Les conditions actuelles du marché ne nous semblent pas favorables à une révision à la hausse majeure de leurs valorisations.

### La performance des actions dépendra en grande partie de l'évolution des résultats

La tenue des résultats des entreprises restera le principal déterminant de la performance des actions en 2023. Ceux-ci ont très bien résisté les années précédentes puisque la plupart des entreprises sont parvenues à ignorer la hausse des coûts et à maintenir leurs marges. Le risque existe toutefois que les résultats du consensus soient actuellement trop élevés, même si les analystes les ont révisés à la baisse depuis la mi-2022. Les marges pourraient être réduites du fait des pressions sur les salaires et d'une érosion de la demande en cas de récession plus profonde qu'attendu. Le marché pourrait aussi se montrer excessivement optimiste concernant les actions, dans la mesure où il table sur plusieurs baisses des taux par la Réserve fédérale dès le second semestre 2023.

## PERSPECTIVES FONDS ALTERNATIFS

---

### Les fonds alternatifs devraient continuer à bénéficier de la dispersion du marché

Les conditions nous semblent favorables pour les fonds alternatifs et nous comptons maintenir notre exposition supérieure à la moyenne à cette classe d'actifs. La forte dispersion du marché, des taux d'intérêt plus élevés et la probabilité d'une volatilité toujours prononcée viennent soutenir les stratégies alternatives. Les fonds alternatifs joueront encore un rôle essentiel pour la diversification des portefeuilles.

### Les produits structurés continueront à bénéficier de périodes marquées par une forte volatilité

Dans les conditions de marché actuelles, les produits structurés apporteront une plus grande diversification aux portefeuilles et réduiront la volatilité grâce à des investissements plus défensifs. Alors que les rendements sans risque ont fortement augmenté, certaines structures sont à nouveau intéressantes, comme les produits de participation et les produits assortis d'une protection du capital. Comme toujours, le choix du moment opportun est essentiel pour ces investissements.

## PERSPECTIVES OR

---

### **Le métal jaune est cher, mais demeure une source de diversification**

Les cours de l'or se sont bien tenus en 2022 si on le compare à la plupart des actifs, malgré l'appréciation du dollar américain et la hausse des taux d'intérêt réels. Le métal jaune semble donc relativement cher, mais il est soutenu par les achats de banques centrales des marchés émergents et par son rôle d'actif défensif. Il demeure, pour nous, un actif stratégique du fait du rôle qu'il joue en matière de diversification des portefeuilles et de son statut de réserve de valeur. L'or est également une couverture face aux risques extrêmes.

### **L'or pourrait être soutenu par les tendances du marché**

Couverture face aux risques géopolitiques, l'or est aussi de plus en plus considéré par certains pays comme une alternative intéressante aux réserves en dollars. C'est d'autant plus le cas après le gel des réserves russes en dollars. Associé à une possible correction du dollar américain au cours des prochains trimestres, ce facteur pourrait, d'un point de vue structurel, soutenir les cours de l'or.

## PERSPECTIVES DEVISES

---

### **Le dollar américain pourrait se déprécier dans l'année à venir**

À court terme, le dollar américain devrait retrouver une certaine vigueur après sa dépréciation au dernier trimestre 2022. Le positionnement à long terme des investisseurs sur le dollar était devenu assez extrême et les attentes des marchés selon lesquelles la Réserve fédérale s'apprêtait à conclure son cycle de hausses ont provoqué l'affaiblissement du billet vert. Les marchés demeurent, selon nous, trop optimistes quant aux perspectives d'abaissements des taux Fed fund en 2023. La banque centrale américaine est plus susceptible de risquer de trop durcir sa politique plutôt que d'interrompre le cycle de hausse trop tôt et de devoir faire machine arrière. Nous estimons donc que le dollar peut s'apprécier à court terme avant d'amorcer une période de correction.

### **L'euro pourrait bénéficier d'une réouverture complète de l'économie en Chine**

Nous ne pensons pas que l'euro s'appréciera beaucoup plus face au dollar à court terme, car le soutien dont bénéficie la monnaie unique est à même de décliner. Un positionnement

plus intransigeant de la Fed par rapport aux attentes des marchés, les risques de renchérissement de l'énergie et une détérioration de la balance commerciale sont quelques-unes des difficultés qui pourraient empêcher l'euro d'accroître sa progression récente. La parité EUR/USD pourrait, par la suite, être favorable sur une plus longue période. Le dollar est largement surévalué, la complète réouverture de l'économie chinoise devrait être plus bénéfique pour la zone euro et la Fed est susceptible d'abaisser ses taux plus rapidement en cas de récession pire que prévu aux États-Unis.

### **Le franc suisse devrait rester bien orienté**

D'après nous, le franc suisse restera très recherché en 2023. La monnaie reste soutenue par son statut de valeur refuge, une dynamique d'inflation faible et des finances publiques stables. Autre facteur de soutien : le changement de politique de la Banque nationale suisse qui se veut plus tolérante vis-à-vis de l'appréciation de la monnaie afin de limiter les pressions inflationnistes. Le franc suisse pourrait également être l'un des principaux bénéficiaires d'une future correction probable du dollar américain.

## ALLOCATION D'ACTIFS EN 2023

---

### TRÉSORERIE (5%)

---

#### Notre allocation en trésorerie est neutre

L'allocation à la trésorerie a été récemment réduite à neutre. Nous étions sous-exposés à la trésorerie en début d'année, puis nous avons surpondéré cette classe d'actifs après la réduction du risque du portefeuille via l'allègement de certaines positions en actions après la remontée observée pendant l'été.

### TITRES DE CRÉANCE (32%)

---

#### Nous sommes légèrement sous-exposés aux obligations

Par rapport à l'an dernier, notre allocation aux obligations mondiales a été accrue de 5%, pour s'établir à 32% actuellement, soit une modeste sous-pondération. Nous avons renforcé certains fonds de qualité «Investment Grade» ainsi qu'une stratégie de crédit plus opportuniste. Il n'a pas été véritablement possible pendant un certain temps de vanter le caractère attractif du revenu fixe «Investment Grade», mais c'est à nouveau le cas. Nous restons néanmoins sous-exposés aux obligations de qualité «Investment Grade», réparties entre des obligations d'entreprise, des obligations souveraines et deux fonds obligataires sans contrainte. Notre exposition aux titres de créance comprend également du crédit à haut rendement des marchés développés et émergents, des obligations convertibles et des prêts garantis de premier rang européens. Nous anticipons une augmentation progressive du risque global de duration faible de l'allocation obligataire l'année à venir.

#### Un environnement plus favorable pour les actifs obligataires

L'environnement des actifs obligataires a changé du tout au tout l'an dernier du fait du changement radical des politiques monétaires des grandes banques centrales. Les rendements sans risque ont considérablement monté et les spreads de crédit se sont également élargis. Les investisseurs seront donc mieux placés pour bénéficier de la dimension stratégique des investissements à revenu fixe, à savoir le portage. Nous préférons attendre avant d'accroître notre allocation aux obligations à haut rendement, car les craintes d'une aggravation de la récession et le risque de résultats décevants pourraient déclencher un nouvel élargissement des spreads. D'après le scénario le plus optimiste, les obligations des marchés émergents pourraient surperformer, à partir de rendements supérieurs à la moyenne, d'un dollar américain dont la tendance semble s'inverser et d'une amélioration des perspectives concernant l'économie chinoise.

### ACTIONS (41%)

---

#### L'allocation aux actions est en sous-pondération et diversifiée

Les portefeuilles sont sous-exposés aux actions. L'exposition à cette classe d'actifs a été réduite à plusieurs reprises l'an dernier. Nous avons notamment procédé à un rééquilibrage en faveur de stratégies plus défensives au détriment de stratégies à bêta plus élevé. Nous sommes prudents quant à la performance des actions pour l'année à venir. Nous craignons, en effet, que les estimations de résultats se révèlent excessives compte tenu du ralentissement économique et du risque pour les marges bénéficiaires. Les valorisations des actions sont inférieures aux moyennes à long terme dans de nombreuses régions, mais ce n'est pas le cas aux États-Unis. La performance des actions sera principalement déterminée par des résultats supérieurs dès lors que nous n'anticipons guère de forte augmentation des valorisations dans le contexte actuel. Nous avons conservé une allocation diversifiée pour nos portefeuilles du point de vue géographique, des styles d'investissement, des secteurs, des thèmes d'investissement et des capitalisations boursières.

#### Nous privilégions toujours un positionnement en actions plus défensif

L'année écoulée a été difficile pour bon nombre des stratégies actions des portefeuilles. À noter que certaines se sont extrêmement bien tenues dans des conditions de marché exigeantes. Les petites capitalisations de croissance américaines, le fonds multithématique et le fonds technologique ont été les principaux freins à la performance. En revanche, les titres «Value» européens, les actions à dividendes élevés et le fonds dédié à l'extraction des métaux ont surperformé. Toutes ces stratégies restent présentes dans nos portefeuilles, car nous croyons aux vertus de la diversification. Nous continuons à privilégier les secteurs défensifs comme la santé et les infrastructures. Nous pensons, par ailleurs, que l'exposition du fonds «Value» européen à l'énergie et aux financières est pertinente. À ce stade, de nombreux fonds bénéficient de paramètres de valorisation très faibles, auquel cas leur profil risque/rendement semble prometteur, tout au moins de moyen à plus long terme. Nous incluons les actions des marchés émergents dans cette catégorie. Elles offrent, d'après nous, un haut potentiel de rattrapage, puisque de nombreuses valorisations affichent une décote par rapport aux actions américaines.

## 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**

Le portefeuille est investi à 3% dans l'or. L'or s'est très bien tenu tout au long de 2022 sur fond de hausse des taux d'intérêt réels et d'appréciation du dollar. Le métal jaune peut être considéré comme étant chèrement valorisé à l'heure actuelle, mais il reste selon nous un atout pour la diversification du portefeuille et une couverture face à une pluralité de risques. Un dollar américain proche de son plafond et une pause dans la politique de hausses de taux de la Réserve fédérale seraient des facteurs de soutien supplémentaires pour ce métal précieux.

## INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS (19%)

---

### **Nous sommes surexposés aux fonds alternatifs**

Notre allocation aux fonds alternatifs est restée en surpondération pendant toute l'année 2022 et cela sera probablement le cas aussi cette année. Les différents fonds alternatifs présents dans nos portefeuilles se sont comportés comme attendu pour la plupart : préservation du capital, réduction de la volatilité du portefeuille et corrélation très limitée aux actifs traditionnels. Nous continuons à privilégier les stratégies avec une exposition neutre au marché, notamment actions Long/Short, « Long/Short credit » et la stratégie «Event-Driven». Nous pensons que l'environnement de marché actuel sera propice aux fonds alternatifs, avec des niveaux de dispersion de la performance supérieurs à la moyenne dans les différentes classes d'actifs.

### **Les produits structurés contribueront encore à la diversification du portefeuille**

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 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 des portefeuilles.

Après un long débat en interne, nous avons décidé de reclasser les fonds actions Long/Short, qui passent de la classe d'actifs actions à l'allocation aux investissements alternatifs. Ce changement répond à un besoin de standardisation et de simplification. Nous avons conclu, en effet, que le type de stratégie revêtait plus d'importance, en termes de classement, que les seuls actifs sous-jacents.

## 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 2023

La grille suivante s'applique à nos portefeuilles diversifiés :

	ALLOCATION	JANVIER 2023
<b>DÉPÔTS À COURT TERME</b>	<b>0 - 20%</b>	<b>5%</b>
<b>TITRES DE CRÉANCE</b>	<b>15 - 55%</b>	<b>32%</b>
Obligations de qualité «Investment Grade»	5 - 45%	10%
Obligations des marchés émergents et à haut rendement	0 - 20%	12%
Obligations spécialisées	0 - 15%	10%
<b>ACTIONS</b>	<b>20 - 60%</b>	<b>41%</b>
Marchés développés	15 - 50%	32%
Marchés émergents	5 - 30%	9%
<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>	<b>0 - 15%</b>	<b>3%</b>
Or physique	0 - 5%	3%
Autres matières premières	0 - 10%	0%
<b>INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS</b>	<b>0 - 25%</b>	<b>19%</b>
Fonds alternatifs	0 - 25%	19%
Autres	0 - 10%	0%
		<b>100%</b>

### CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ

The Forum Finance Group S.A. (FFG) est au bénéfice d'une licence de gestionnaire en placements collectifs délivrée par la FINMA et est enregistré auprès de la SEC en tant que conseiller en investissement. Malgré la grande attention que The Forum Finance Group S.A. porte à la justesse des informations diffusées dans ce document, FFG ne peut en aucune façon endosser une quelconque responsabilité quant à l'exactitude, à l'actualité, à la fiabilité et à l'intégralité de ces informations. En aucun cas, notamment en cas de négligence, FFG ne pourra être tenu pour responsable de pertes ou de dommages de quelque nature que ce soit, qu'il s'agisse, entre autres, de dommage direct, indirect ou consécutif, lié à l'accès à ce document et à sa consultation.

L'ensemble du document de FFG est couvert par le droit d'auteur (tous droits réservés). Vous ne pouvez ni reproduire (en tout ou en partie) ni transmettre (électroniquement ou de quelque autre manière) ni modifier, ni utiliser ce document à des fins publiques ou commerciales, ni créer des liens avec celui-ci, sans l'autorisation écrite préalable de FFG. Veuillez-vous référer à notre site Internet [www.ffgg.com](http://www.ffgg.com) pour une décharge complète.

---

FFG

---

FORUM FINANCE

---

1994

---

The Forum Finance Group SA

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

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