

UN CONTE DE DEUX ÉCONOMIES



Florence Barjou
Chief Investment Officer
de Lyxor Asset Management

Dans notre dernière édition de « CIO Views », Florence Barjou examine les perspectives en matière d'investissement et de gestion des risques, alors que l'économie mondiale se rétablit après le choc causé par le coronavirus en 2020.

NOUS SOMMES FACE À UNE DICHOTOMIE

« C'était le meilleur et le pire de tous les temps ». L'incipit du roman de Charles Dickens – *Un conte de deux cités* – me vient à l'esprit au moment d'analyser l'économie mondiale et les marchés financiers en ce début d'année 2021. Cette citation fait écho au dilemme inhabituel auquel sont confrontés les investisseurs : comment se protéger contre deux catégories de risques parfaitement opposées ?

D'une part, nous sommes confrontés au risque que les marchés aient surestimé la vigueur de la reprise économique post-coronavirus. Les premières semaines de l'année ont été marquées par une montée des tensions internationales, l'accès aux vaccins et le risque croissant que la propagation des variants menace ou retarde la sortie de crise suscitant des frictions entre divers pays. Il existe un risque non négligeable que les efforts déployés pour contenir la pandémie ne perturbent l'activité pendant une période prolongée.

D'autre part, on ne peut écarter la possibilité d'une résurgence de l'inflation en raison des mesures de soutien budgétaires considérables injectées dans l'économie et des interventions massives des banques centrales depuis le mois de mars de l'année dernière : à titre d'exemple, les actifs détenus par la Réserve fédérale américaine ont augmenté de 76% durant la seule année 2020, en raison d'une accélération des programmes d'assouplissement quantitatif engagés après la crise financière de 2008. Quant au plan

de relance budgétaire de 1.900 milliards de dollars du président Biden, il représente globalement trois fois l'écart de production actuel de l'économie américaine et viendra s'ajouter aux mesures significatives déjà adoptées par son prédécesseur.

Aucun de ces deux risques extrêmes – un choc déflationniste ou un choc inflationniste important – ne constitue le scénario de base de Lyxor pour 2021. Nous anticipons un redressement économique accompagné d'une reprise modérée de l'inflation, entraînant une pentification limitée des courbes de taux d'intérêt. Mais il ne faut pas perdre de vue que ces deux risques extrêmes pourraient se concrétiser et cette éventualité doit être prise en compte dans nos stratégies d'investissement. De fait, cette dichotomie devrait inciter les investisseurs à repenser les notions de protection et de diversification de leurs portefeuilles.

LA COUVERTURE DE RISQUES EXTRÊMES OPPOSÉS

À première vue, il peut sembler impossible d'identifier des investissements – ou des stratégies de couverture – susceptibles de bénéficier des deux scénarios de risque extrême. Les emprunts d'État, par exemple, ne peuvent être considérés comme une couverture globale. Certes, des prévisions de croissance moins robustes pourraient entraîner une nouvelle baisse des rendements.

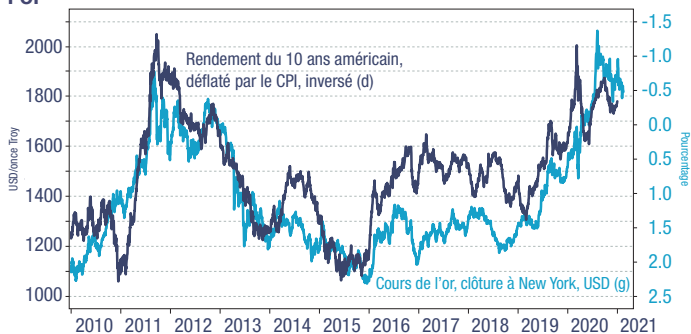
Cependant, les taux d'intérêt sont déjà très bas et cette baisse serait donc probablement limitée. À l'inverse, le second scénario – une forte augmentation des anticipations d'inflation – pousserait les rendements nominaux à la hausse, ce qui pèserait sur la classe d'actifs.

L'or pourrait constituer un bon candidat, en partie parce que le *policy mix* au niveau mondial devrait suivre une trajectoire atypique. Même si l'inflation dépasse les prévisions, le niveau d'endettement élevé des économies dans le contexte post-crise devrait inciter les autorités monétaires à maintenir des politiques accommodantes. Les taux réels devraient donc rester très bas dans les deux scénarios de risque. Cette situation ne serait pas défavorable aux métaux précieux.

Toutefois, même dans le cas de l'or, les corrélations peuvent s'avérer instables. En matière de couverture des risques extrêmes, nous pensons qu'une couverture optionnelle (overlay) sur les marchés actions reste la solution la plus simple et la plus facile à mettre en place.

Comme les deux scénarios extrêmes présentés entraîneraient probablement une baisse des prix des actions, l'achat d'options de vente sur indices devrait offrir une protection efficace. Après le sommet atteint en début d'année, la volatilité implicite a reculé vers 20 début février. Nous renforçons donc notre protection de manière opportuniste, couvrant ainsi partiellement et tactiquement notre scénario de base, qui envisage une année 2021 positive sur les marchés actions.

La relation étroite (et inversée) entre les taux d'intérêt réels et l'or



Sources: Lyxor AM, Bloomberg and Macrobond

CALIBRER LES EXPOSITIONS PAR SECTEUR ET PAR STYLE

Quel serait l'impact de ce raisonnement – un scénario central, complété par deux scénarios de risque extrême – sur l'ensemble du portefeuille ? Prenons l'exemple de nos positions sur les marchés actions.

L'année dernière, les valeurs de croissance ont nettement surperformé leurs homologues « value », car la montée en puissance de l'économie numérique dans le sillage du coronavirus a amélioré les perspectives de bénéfices des grandes entreprises technologiques. Dans l'ensemble, les portefeuilles d'actions de Lyxor ont bénéficié de cette tendance, affichant une forte surperformance par rapport à leurs indices de référence. Vers la fin de l'année, nous avons cependant observé un rééquilibrage notable, favorisant les actions « value » plus cycliques au détriment des actions de croissance les plus dynamiques.

À l'avenir, les titres « value » pourraient offrir une protection raisonnable dans le contexte de notre second scénario (le scénario inflationniste), marqué par la hausse des taux d'intérêt et la pentification de la courbe des taux. En revanche, ils seraient probablement pénalisés par notre premier scénario de risque extrême.

Je recommande dès lors d'effectuer des *stress tests* fondés sur les deux scénarios de risques extrêmes opposés, et de calibrer les expositions en termes de secteur et de style des portefeuilles actions, en veillant à conserver une bonne diversification. Cela étant dit, la diversification peut prendre différentes formes.

DÉPASSER LE BÊTA DE MARCHÉ TRADITIONNEL

Dans un environnement de primes de risque comprimées au niveau des actions et des obligations, les investisseurs ne doivent pas se limiter au bêta de marché traditionnel. Les investisseurs institutionnels ont régulièrement accru leur exposition aux stratégies d'investissement alternatives ces dernières années et cette tendance devrait selon nous se poursuivre.

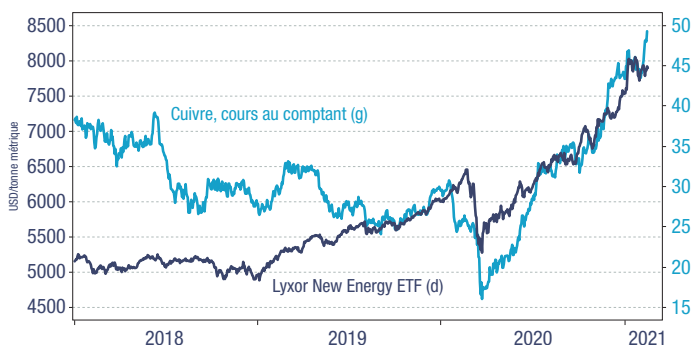
Par exemple, la crise du coronavirus a créé des dislocations majeures dont les gérants de hedge funds et autres fonds alternatifs ont pu tirer parti : les stratégies long/short actions, de *merger arbitrage*, les stratégies discrétionnaires sur les actions et le crédit, ou encore les stratégies de valeur relative se sont ainsi montrés très performants après la crise et pourraient le rester.

RECHERCHER DES SOURCES DE CROISSANCE DURABLE ET EXPLOITER LES TRANSITIONS SÉCULAIRES

La quête de performance et de diversification ne doit pas se borner à la répartition classique entre actions et obligations ou à la décision d'allouer une partie du portefeuille à des OPCVM alternatifs.

L'économie mondiale traverse actuellement une période de changements majeurs et structurels, guidés par la recherche d'un modèle de développement plus durable. Cette tendance séculaire crée de nouvelles opportunités. On pense naturellement au marché des matières premières, qui offre aux investisseurs une source de rendement supplémentaire et permet de protéger les autres positions en portefeuille dans un contexte d'inflation croissante.

La montée en puissance des énergies renouvelables propulse le cours du cuivre à la hausse



Sources: Lyxor AM, Bloomberg and Macrobond

Le cuivre, par exemple, est en mesure de jouer ce rôle. Le cuivre est largement utilisé dans l'industrie des énergies renouvelables, car il permet d'optimiser la production d'électricité à partir de l'énergie solaire, hydraulique, thermique ou éolienne. Il possède en outre de précieuses propriétés antibactériennes, antivirales et antifongiques. Le cuivre peut également être recyclé à plusieurs reprises sans que ses performances ne soient altérées. Dans nos activités de gestion de portefeuille, nous devons en permanence garder à l'esprit la dimension mondiale de la transition vers les énergies propres et les évolutions structurelles qu'elle est susceptible de déclencher au sein des différentes classes d'actifs : par exemple, les actions « value » évoquées précédemment ne doivent pas être considérées uniquement du point de vue de la décote qu'elles offrent par rapport à leur valeur comptable, mais plutôt dans une optique de transition séculaire vers une économie plus numérique. À cet égard, le débat actuel opposant croissance et « value » peut sembler quelque peu simpliste. Dans ce contexte, il convient de considérer non seulement la rotation entre les titres de croissance et les titres « value », mais aussi la rotation au sein du segment « value ». De ce point de vue, les investisseurs sont susceptibles de préférer les compagnies minières fortement décotées et exposées aux métaux rares à des actions « value » traditionnelles telles que les banques.

Porter un regard neuf sur la diversification, identifier des couvertures « tout-terrain » et rechercher de nouvelles sources d'alpha : c'est ainsi que les investisseurs pourront naviguer avec succès, en 2021, entre les « deux cités » de notre métaphore.



DISCLAIMER

Ce document et son contenu ne peuvent être reproduits ou transmis à des tiers sans l'autorisation écrite de Lyxor Asset Management ("Lyxor AM"). Ce document a été préparé à des fins d'information uniquement et ne saurait être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle en vue d'acheter ou de vendre des actions ou parts de fonds Lyxor, ou tout autre titre ou instrument financier, ou de participer directement ou indirectement à une quelconque stratégie d'investissement. Il s'adresse exclusivement aux bénéficiaires directement désignés par Lyxor AM. Ces derniers ne seront pas considérés comme des clients de Lyxor AM en raison du fait qu'ils se sont vu remettre le présent document. Ce document reflète les vues et opinions des auteurs à la date qui y est indiquée et ne traduit en aucun cas la position et les conseils officiels des auteurs ou de Lyxor AM. Par conséquent, il n'engage nullement la responsabilité de Lyxor AM ou de l'un quelconque de ses dirigeants ou employés. Les marques et services cités dans les présentes sont la propriété exclusive de SG et ses affiliés, selon le cas. Les marques et services cités dans les présentes sont la propriété exclusive de Lyxor AM et ses affiliés, selon le cas.

LYXOR
Asset Management

SOCIÉTÉ GÉNÉRALE GROUP

Lyxor Asset Management - Tours Société Générale
17 Cours Valmy - 92987 Paris La Défense Cedex - France
www.lyxor.com - solutions@lyxor.com