



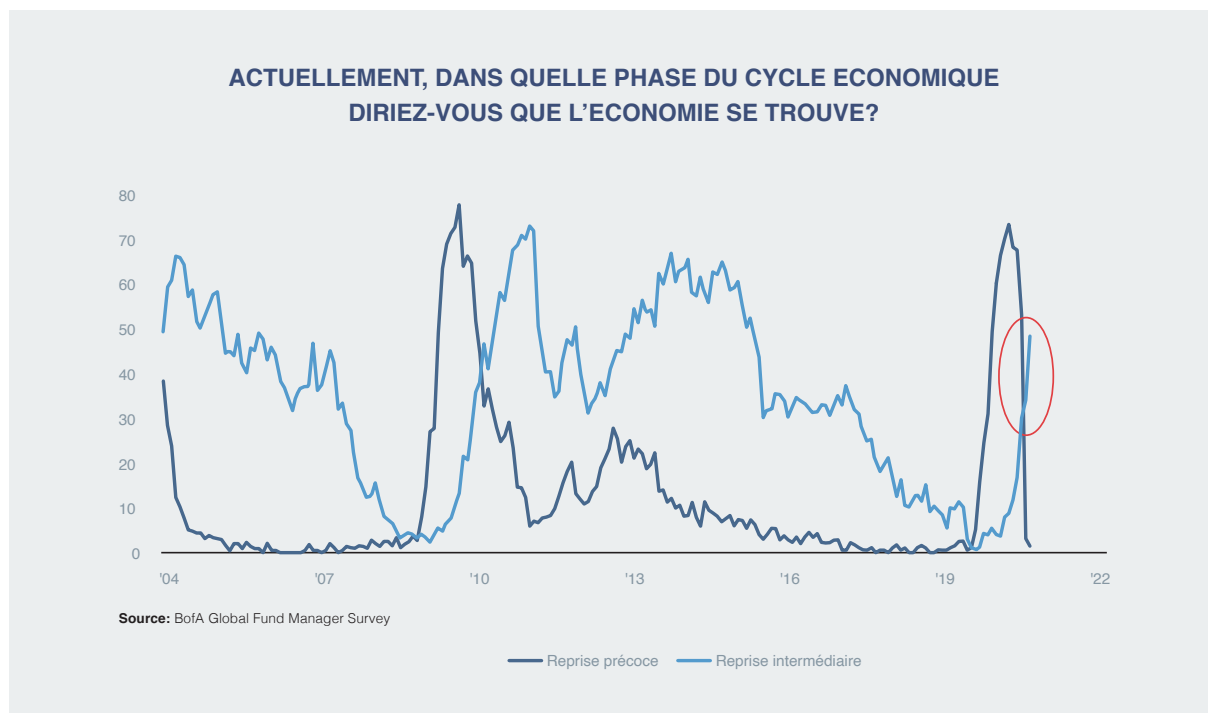
TELOMERE | Capital



Outlook 2021 – Q3

Nos vues d'investissement

Résumé de nos vues



Economie

Après la forte reprise économique, l'activité devrait se normaliser. La Fed devrait annoncer d'ici cet automne son plan de normalisation. Cependant, le ton des banques centrales restera accommodant et prudent et les politiques fiscales avantageuses continueront de soutenir la croissance.

Actions

Le contexte pour les actions est toujours porteur. Avec la normalisation à venir de l'activité économique, les entreprises de croissance devraient regagner de l'intérêt par rapport aux secteurs value et cycliques.

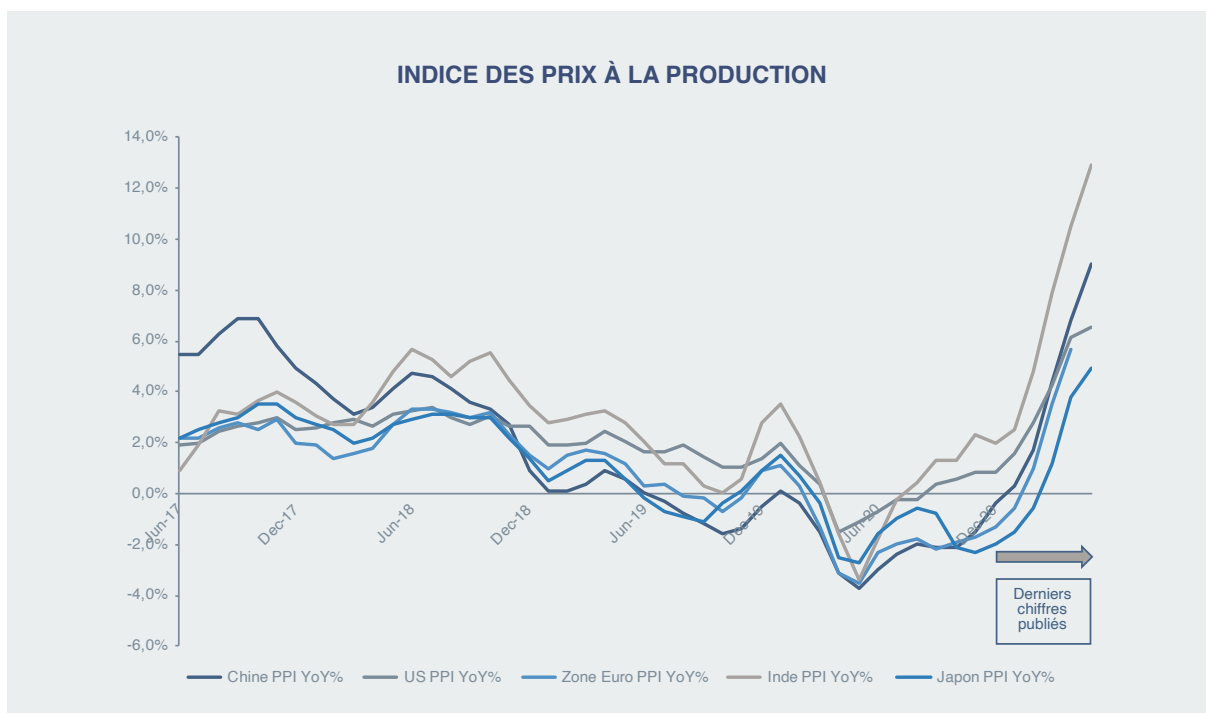
Obligations

Les rendements des taux souverains se sont stabilisés. Les obligations d'entreprises de qualité n'ont plus beaucoup de potentiel haussier. Les *Senior Loans* et les convertibles sont des axes supplémentaires intéressants pour augmenter le rendement global et la performance des portefeuilles.

Investissements alternatifs

La classe d'actifs alternatifs connaît une année plus compliquée avec les distorsions observées suite à ce phénomène «Wall Street Bets». Cependant, la classe d'actifs est toujours très intéressante dans une optique de diversification et de génération de rendement à long terme. Nous privilégions les fonds qui ont une gestion rigoureuse et qui priorise le maintien de niveau de volatilité faible ainsi qu'une décorrélation importante vis-à-vis des actions et des obligations.

Outlook 2021 – Q3



Par ce document, nous avons le plaisir de partager avec vous nos vues et recommandations d'investissement pour le troisième trimestre 2021.

Le deuxième trimestre de l'année a été marqué par la réouverture graduelle de nombreuses économies et par une reprise de l'activité plus importante que prévu. Cette reprise a été stimulée par un choc de demande et par la persistance des politiques accommodantes des banques centrales malgré les pressions inflationnistes engendrées par un retard de l'offre.

Ces dynamiques contrastent fortement avec celles observées durant les deux trimestres intermédiaires de l'année 2020, que l'on qualifiait de périodes désinflationnistes, car elles étaient caractérisées par une forte diminution de la demande. Au regard d'autres crises, la pandémie que nous traversons nous permet en tout cas de mesurer une chose importante: la transition très rapide des régimes économiques et de marché.

Un constat qui soulève plusieurs questions. Dans quelle partie du cycle nous trouvons-nous? Quel est l'impact du contexte actuel sur la dynamique des politiques monétaires, et notamment celle de la Fed? Quelle allocation mettre en place en fonction de cet environnement?



Où en sommes-nous dans le cycle économique ?

Pour tenter de répondre à cette question, il est nécessaire de prendre du recul, de reprendre le cheminement du cycle et de faire un point sur les chiffres de croissance et d'inflation du deuxième trimestre ainsi que sur les attentes des trimestres à venir.

Mais avant cela, il est important de faire la distinction entre la croissance économique réelle et la croissance économique potentielle afin de saisir les différentes phases du cycle économique. Si la première notion coïncide avec la performance effectivement réalisée, la seconde estime la valeur des biens et des services qu'une économie produit si le travail et le capital sont employés à leur taux d'efficacité maximum. Plus concrètement, nous parlons d'une période de croissance constante qui permet une inflation stable, favorise le plein emploi et où la demande n'excède pas l'offre. Chaque économie a une croissance potentielle différente. Celle-ci est définie par des facteurs structurels comme le nombre de personnes en âge de travailler, le taux de participation de la population active ou le stock de capital. La croissance réelle peut donc se trouver en dessous ou au-dessus de ce niveau.

Quant aux banques centrales et aux gouvernements, leur rôle est ici d'ajuster les leviers monétaires et fiscaux pour lisser les cycles et éviter une trop grande instabilité économique, dont les conséquences pourraient s'avérer négatives pour l'investissement et l'emploi. Si l'économie réelle se situe en dessous de l'économie potentielle, nous parlons alors d'un écart de production négatif.

C'est un régime qui se veut désinflationniste voire déflationniste, car l'offre est trop importante par rapport à la demande, ce qui a tendance à avoir un impact négatif sur les prix. Et comme la production est trop élevée par rapport à la demande, c'est l'emploi qui en souffre, avec comme conséquence une augmentation du chômage et de la précarité.

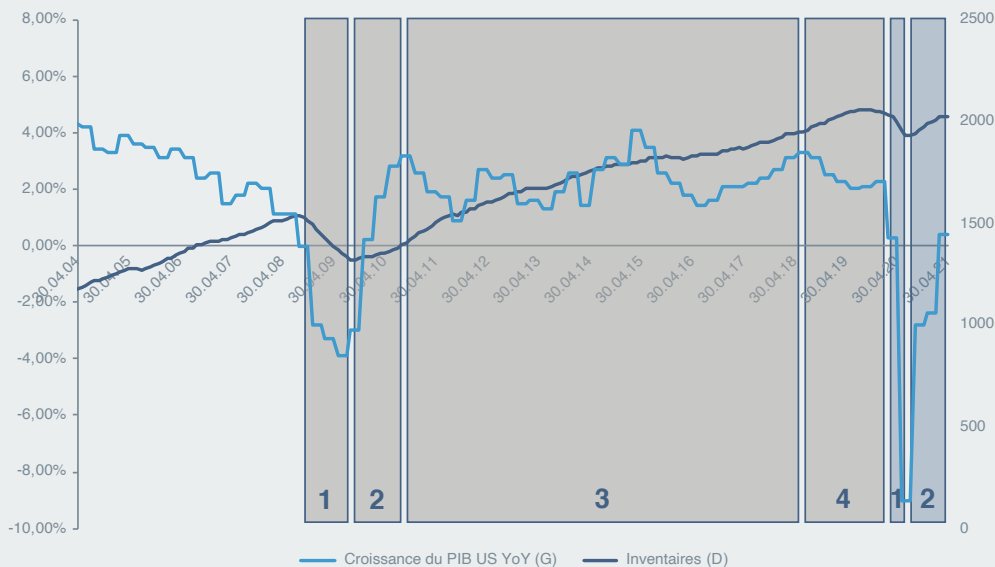
À l'inverse, si la croissance réelle est supérieure à la croissance potentielle, nous aurons un écart de production positif. Dans le cas où la demande est plus élevée que l'offre, nous parlons de régime reflationniste ou inflationniste. Comme l'écart de production négatif, ce régime peut avoir des effets négatifs à long terme si la croissance reste trop longtemps au-dessus de son niveau potentiel. Dans le premier cas, les effets négatifs majeurs sont une hausse structurelle du chômage (difficile à résorber) ainsi que des profits limités pour les entreprises, ce qui risque de conduire à un faible niveau d'investissement et d'innovation. Dans le second cas, si l'écart de production positif reste très élevé pendant une certaine période, cela pourrait conduire à de fortes pressions inflationnistes.

En effet, la demande va dépasser l'offre au point où il sera difficile de trouver de la main-d'œuvre pour la satisfaire, ce qui va engendrer une hausse mécanique des salaires. Maintenir l'économie dans une dynamique ni « trop froide », ni « trop chaude » est donc primordial.

En pratique, les cycles économiques sont définis par la dynamique créée entre l'activité réelle et la croissance économique potentielle. Et ce, malgré les effets de lissage continu réalisés par les gouvernements et les banques centrales.

Maintenant, pour identifier la phase du cycle où nous nous trouvons et son orientation, il est nécessaire de détailler les différentes étapes qui constituent ce cycle. Nous allons pour ce faire nous baser sur le cas des États-Unis. Par l'impact de son activité sur le dollar et sa contribution substantielle à l'activité globale, l'économie de ce pays représente en effet le baromètre de l'économie mondiale.

PIB ET INVENTAIRES: MARQUEURS DES PHASES DES CYCLES ECONOMIQUES



1

Récession

L'activité économique se contracte, les profits des entreprises déclinent. Le crédit devient rare pour les consommateurs et les entreprises. Les stocks de marchandises baissent malgré des ventes au détail en déclin.
(Rectangle 1 sur le graphique).

2

Reprise précoce de l'activité

Un rebond de l'activité est observé, aidé par les stimuli monétaires et fiscaux. L'accès au crédit s'améliore. Les stocks sont bas et la dynamique des ventes au détail reprend.
(Rectangle 2 sur le graphique).

3

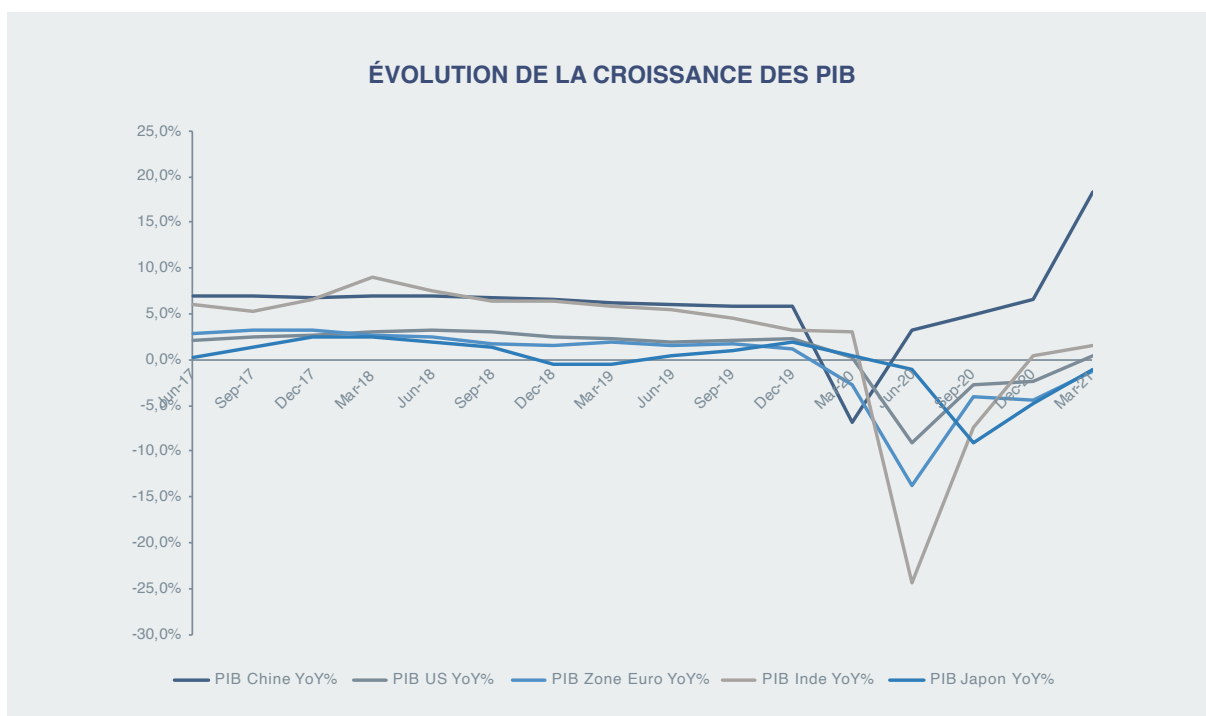
Reprise intermédiaire (milieu de cycle)

Une phase de prospérité démarre. C'est normalement la plus longue des quatre phases. L'activité croît, mais plus lentement que lors de la phase précédente. Nous sommes dans une phase de normalisation. Les stocks et les ventes au détail trouvent leur équilibre. La croissance du crédit est solide et les entreprises voient leurs bénéfices augmenter. Comme l'économie approche de sa pleine capacité, les banques centrales adoptent une politique économique neutre durant la première partie puis légèrement plus restrictive en montant les taux pour éviter la surchauffe. Elle garde toutefois un ton rassurant vis-à-vis de la solidité de l'économie.
(Rectangle 3 sur le graphique).

4

Phase tardive du cycle

Cette phase se caractérise par une hausse des stocks ajustés aux ventes du détail, par des hausses de taux plus rapprochées de la part des banques centrales et par une courbe des taux qui commence à s'aplatir. La croissance a atteint son pic et commence à se retourner tout comme les bénéfices des entreprises. Des pressions inflationnistes peuvent commencer à apparaître.
(Rectangle 4 sur le graphique).



En période de transition, détecter le cycle dans lequel nous nous trouvons tient parfois plus de l'art que de la science. Chaque cycle étant différent, l'histoire « rime », mais ne se répète pas. Si un cycle ne ressemble pas au suivant, c'est parce que les catalyseurs ayant permis son émergence changent.

Parmi ceux-ci, citons entre autres la démographie, le développement social ou encore le développement technologique. Par exemple, si l'on compare deux phases de reprise intermédiaire, l'une s'étalant de 2001 à 2008 et l'autre de 2009 à 2020, la dynamique inflationniste n'est pas du tout la même.

En 2008, l'économie s'est mise à surchauffer très fortement à cause de l'endettement explosif des ménages américains qui a poussé à une consommation dépassant l'offre. Si l'endettement des ménages a accéléré l'émergence de ce cycle, il est aussi celui qui a mis fin à l'expansion économique. Le cycle suivant allant de 2009 à 2020 s'est quant à lui construit sur l'innovation dans le secteur technologique. Il a également reposé sur l'avènement de la Chine comme centre mondial de production manufacturière. Ces deux éléments ont renforcé la mondialisation et pesé sur les poussées inflationnistes. La survenue du COVID-19 ne nous aura malheureusement pas permis de voir si

un lissage de la Fed aurait permis le ralentissement de l'activité comme l'avaient fait avec brio deux de ses anciens présidents : Ben Bernanke en 2012 et Janet Yellen en 2016. Ce que nous pouvons affirmer par contre, c'est que la fin de ce cycle a été provoquée par un événement exogène et non par la dérive d'un des catalyseurs de ce cycle. Ainsi, s'il y avait eu des pressions inflationnistes, nous n'aurions pas eu l'occasion de les observer.

Freinant très fortement l'activité, la crise du COVID-19 a précipité l'économie américaine dans la récession.

Comparée à 2009 ou à d'autres périodes similaires, cette récession se distingue par sa brutalité et sa rapidité. On notera dans ce cas que la Fed et le gouvernement américain ont, par leur réactivité, accéléré la transition en soutenant massivement l'économie pour combler l'écart de production négatif. On est passé ainsi d'une phase de récession à une phase de reprise précoce de l'activité. D'autres facteurs ont également permis une reprise partielle grâce notamment à un contexte technologique porteur. Ceci a en effet permis

à une grande partie des salariés de travailler depuis chez eux. La conjonction de ces éléments illustre toutefois le fait qu'il n'est jamais simple d'identifier les phases d'un cycle économique.

La phase de récession a été très rapide. Nous n'avons pas encore atteint le niveau de croissance pré-COVID, mais le rebond a bien eu lieu et de façon brutale.

Cela nous prouve que nous sommes entrés dans la phase de reprise précoce de l'activité, où le taux de croissance affiché est bien supérieur à la normale. Les stocks sont également bas avec une demande qui a fortement rebondi. Le taux de chômage est quant à lui passé de 15 % à 5.5 % en 1 an et les conditions d'accès au crédit, après s'être fortement dégradées, s'améliorent à nouveau.

Ces éléments nous permettent également d'affirmer que nous sommes bien entrés dans la phase 2. La question maintenant est de savoir combien de temps celle-ci va durer avant que nous n'entrons dans la phase suivante : celle de la reprise intermédiaire.

Difficile de répondre avec certitude, même si certains signes laissent à penser que la majeure partie de la reprise s'est faite au deuxième trimestre. Le troisième trimestre deviendrait dans ce cadre une période de transition annonçant

une phase de prospérité au quatrième trimestre. Comme nous l'avons souvent expliqué, la Chine a été la première nation à subir les assauts de la pandémie. Le pays a ainsi vécu son premier confinement un trimestre avant les autres économies avec un début de rebond entre le deuxième et le troisième trimestre 2020 et une forte accélération de la reprise lors des deux trimestres suivants.

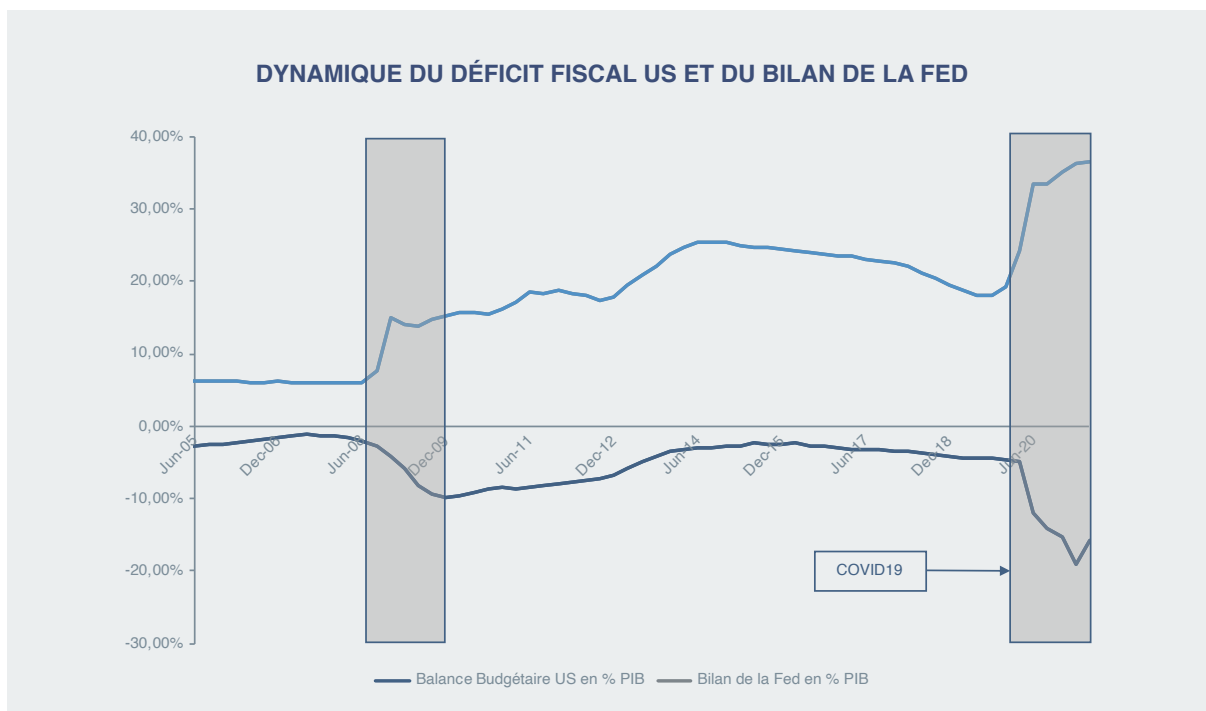
Les chiffres des autres pays, notamment des États-Unis, n'affichent pas encore une pareille tendance, mais celle-ci devrait se confirmer avec la publication des résultats (PIB) du deuxième trimestre 2021.

En observant l'indice des directeurs des achats (PMI) sur les cinq premiers mois de l'année, on observe effectivement une belle accélération entre avril et mai, ce qui correspond à la réouverture et à la dynamisation de la campagne de vaccination aux États-Unis. Ce constat confirme l'entame d'un fort rebond de l'activité, lequel devrait se poursuivre durant l'été pour se normaliser ensuite.

L'accélération attendue va dicter un nouveau changement de régime qui devrait avoir un impact sur la politique de la Fed.



Que devons-nous attendre de la Fed dans les mois à venir ?



À contexte exceptionnel, mesures exceptionnelles. Pour combattre les conséquences économiques de la pandémie, la Fed avait sorti l'artillerie lourde. Son bilan est passé de 18 % à 36 % du PIB américain en un peu plus d'un an, contre 6 % avant la crise de 2008 à 25 % en 2014.

L'énorme stimulus, couplé à une baisse immédiate des taux de 1.75 à 0.25 % a permis d'éviter le blocage du système financier, d'aider à combler l'écart de production et de permettre la baisse des taux longs pour aider le financement du déficit fiscal américain que les plans de relance du gouvernement ont fortement dégradé. Maintenant que l'économie a rebondi, elle va tendre pendant plusieurs mois vers sa normalisation. Dans ce contexte, que devons-nous attendre de la Fed ?

À l'heure actuelle, l'économie est en pleine réouverture, le nombre de personnes vaccinées augmente et l'économie reprend sa

trajectoire de croissance. Cela veut dire que, hormis un scénario catastrophe déclenché par l'émergence d'une nouvelle souche très contagieuse et résistante aux vaccins, il est beaucoup plus probable que la politique monétaire de la Fed se normalise plutôt qu'elle ne s'assouplisse à nouveau. Reste à en connaître la temporalité.

Théoriquement, si nous reprenons le dernier cycle de normalisation de la banque centrale de 2014 à 2018, la Fed devrait suivre les 5 étapes suivantes:

- 1 Retrait ...
- 2 Préparation ...
- 3 Sortie ...
- 4 Pause ...
- 5 Hausse ...

Phase 1

Retrait des liquidités excessives

La Fed a depuis plus d'un an racheté USD 120 milliards par mois d'actifs (USD 80 milliards d'obligations du trésor et USD 40 milliards d'obligations adossées à des créances hypothécaires). Principales bénéficiaires de ces injections de liquidités, les banques en ont aujourd'hui accumulé un grand nombre.

Toutefois, les taux de rendement obligataire à court terme étant actuellement trop bas et peu intéressants vis-à-vis de la rémunération du risque, les banques n'ont eu d'autres choix que de placer ces liquidités auprès de la Fed avec des opérations de *reverse repo*.

Au total, ce sont donc plus de USD 700 milliards qui ont été placés depuis le 5 avril. Ces dépôts prennent dès lors la forme d'un prêt que la Fed fait avec les obligations du trésor qu'elle détient dans son bilan.

Elle s'accorde ainsi avec les banques pour leur vendre des obligations qu'elle leur rachètera plus tard à un montant plus élevé. En cours, cette opération permet de retirer des liquidités du marché afin de préparer la suite du processus de normalisation.

Phase 2

Préparation du consensus et des marchés

Par la suite, la Fed communiquera les échéances et l'amplitude de la normalisation avec transparence. C'est ce que l'on appelle la *forward guidance*. Pour que la normalisation se passe sans surprise, il est en effet nécessaire de préparer les agents économiques et les marchés financiers, c'est pour cela que les banquiers centraux font très attention aux termes utilisés et aux échéances annoncées.

Durant cette phase, nous en apprendrons davantage sur le rythme auquel l'institution va réduire son programme d'achats, puis réduire le nombre d'actifs détenus en ne réinvestissant pas les coupons reçus pour atteindre une taille de bilan raisonnable. Viendra ensuite, mais bien

plus tard et de manière graduelle, la première hausse de taux. Par ailleurs, lors du point presse du mois de juin – le dernier avant la traditionnelle période de silence estivale –, Jerome Powell a annoncé que le début du relèvement des taux n'interviendrait pas avant 2023. À noter également que le montant de rachat d'actifs ne variera pas pendant l'été.

Nous sommes donc encore au début de la deuxième phase de ce processus. La Fed devrait dans ce cadre commencer à annoncer la suite de son programme à la fin août, lors de la conférence de Jackson Hole, ou au cours de l'automne.

Phase 3

Sortie du programme d'accommodation

L'étape qui verra la Fed réduire la taille de son bilan et poursuivre sa dynamique de normalisation devrait à notre sens commencer entre la fin de cette année et le début de l'année prochaine. Cette période relativement longue se poursuivra tout au long de la période de normalisation des taux.

Phase 4

Pause dans le rythme de normalisation

Une fois le programme de réduction du bilan lancé, la Fed ne devrait pas augmenter son rythme de normalisation avant l'annonce de la première hausse de taux. Une période de plusieurs mois précédera la date effective à laquelle la Fed va remonter les taux directeurs.

Phase 5

Hausse des taux directeurs

Lors du précédent cycle, une première hausse des taux avait eu lieu deux ans après le début de la réduction du bilan. Visiblement, tout porte à penser que la Fed table sur 2023 pour démarrer un processus de hausse graduelle qui va s'étaler sur plusieurs années.

Au regard de ces éléments, nous ne sommes qu'au début de la phase de normalisation, raison pour laquelle la politique actuelle reste extrêmement accommodante. Grâce au rythme anticipé, les actifs risqués devraient continuer à pouvoir profiter du potentiel de croissance. En effet, le cycle précédent nous a démontré une fois de plus que l'économie et les marchés pouvaient croître dans un régime de politique monétaire resserrée. Cependant, il reste une inconnue dans l'équation : l'inflation. Et celle-ci pourrait bien générer un scénario défavorable, mais nous ne le privilégions pas. L'inflation a fait son grand retour depuis plusieurs mois comme le montre l'indice des prix à la

production. Comme nous l'avons évoqué dans notre précédente publication, nous restons convaincus que cette situation est transitoire, car elle est générée par des facteurs conjoncturels et non structurels. L'inflation ne viendra donc pas selon nous perturber le programme de la Fed et accélérer le rythme de hausse des taux. Une fois que la croissance sera en cours de normalisation, elle devrait en effet suivre la même trajectoire.

Maintenant que nous connaissons un peu mieux l'environnement dans lequel nous évoluons, il est temps pour nous d'identifier les classes d'actifs à privilégier.

Quelle allocation adopter ?

Les cycles se répètent, mais ne se ressemblent pas. Comme nous l'avons expliqué précédemment, plusieurs facteurs structurels peuvent venir transformer les phases d'un cycle en tordant certaines de leurs caractéristiques. Cependant, le comportement et la dynamique des grandes classes d'actifs demeurent relativement identiques d'un cycle à l'autre. Par exemple, dans une phase de récession, les actions souffriront plus que les obligations, car après une forte correction, elles vont mettre plus de temps à revenir à leur niveau initial.

Les obligations en revanche vont être portées par la durée car les taux longs vont baisser pour s'ajuster aux nouvelles perspectives de croissance. La partie de taux de défaut sera faible comparée au marché total, ce qui permettra aux obligations de rapidement regagner leurs niveaux d'avant la crise.

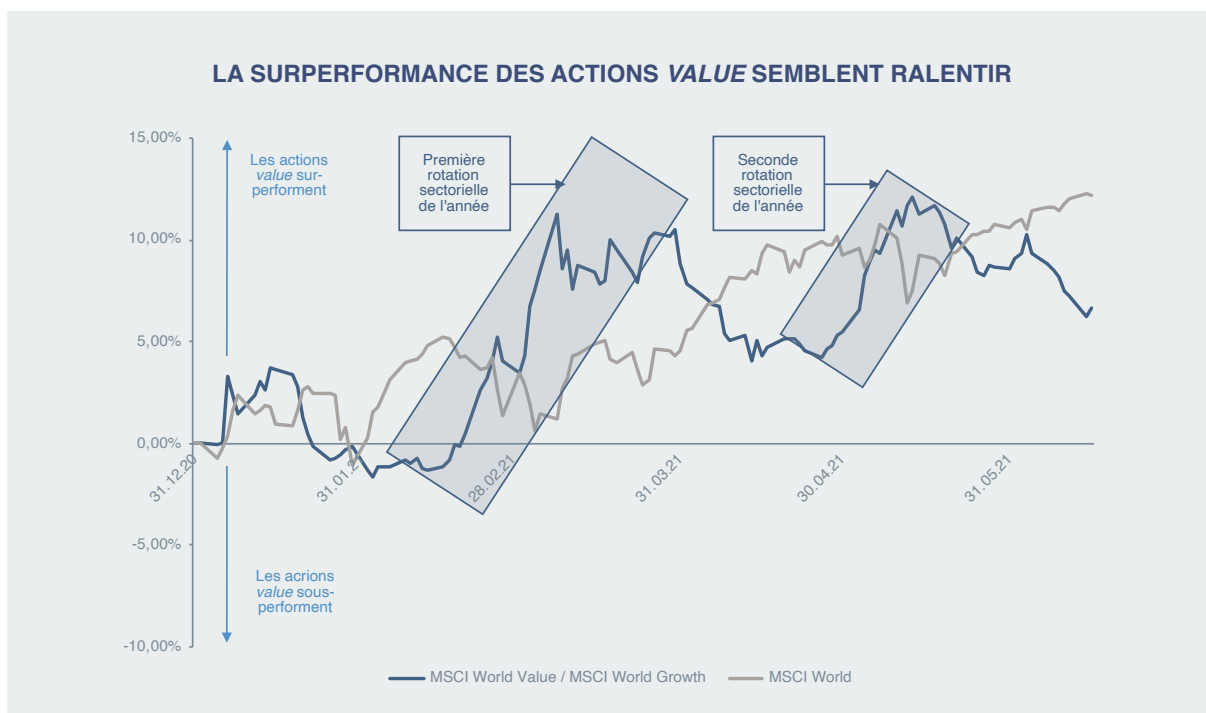


À l'inverse, lors des phases de reprise précoce et de milieu de cycle, les actions vont fortement rebondir. Les segments les plus cycliques seront les premiers à en profiter pendant cette phase de reprise. Les entreprises de qualité, orientées croissance, seront celles qui devraient ensuite le mieux performer pour la partie la plus longue du cycle. Il est cependant difficile de prédire quel secteur en particulier performera mieux qu'un autre. En nous basant sur ces éléments, nos convictions sont les suivantes :

- Maintenir une surpondération en actions par rapport aux obligations, car nous pensons que le potentiel de croissance est prometteur.
- Ne pas anticiper une forte hausse des rendements souverains pour les années à venir, ce qui limitera le potentiel d'appréciation du prix des obligations quand ces mêmes taux seront amenés à baisser. En effet, les rendements obligataires sont faibles et ne devraient pas substantiellement augmenter. Nous réduisons ainsi notre allocation stratégique en obligations. Par ailleurs, nous ne détenons pas d'obligations souveraines de pays développés.
- Augmenter l'allocation dans des fonds alternatifs qui ont montré leur résilience pendant plusieurs années.

Ces convictions sont les grandes lignes directrices de notre stratégie à moyen et long terme que nous détaillons ci-après :

Actions



Les marchés actions ont continué leur ascension pendant le deuxième semestre de cette année.

Notons que pour le premier semestre, les actions européennes affichent pour le moment la meilleure performance (+15 %), suivies de près par les actions américaines (+13 %), puis les actions suisses (+11 %). Ces dernières affichent d'ailleurs un beau rattrapage depuis le 20 mai 2021. Le Japon (+10 %) et la Chine (+2.4 %) viennent compléter le tableau.

Pour rappel, la forte reprise, associée à une hausse des taux longs a favorisé les actions cycliques et *value*. Cette rotation a été difficile pour les valeurs de qualité et de croissance, légèrement en retard cette année. Nous avons dans ce cadre rééquilibré nos allocations pour ajouter de la cyclicité en fin d'année et courant 2021.

Malgré cela, nous gardons un positionnement relativement orienté vers les valeurs de qualité et de croissance. Celles-ci ont en effet tendance à lisser les valeurs cycliques et à générer de la surperformance à long terme.

Aussi, nous attendons-nous à ce qu'elles affichent des progressions plus importantes que les actions cycliques dès que l'activité économique se normalisera.



Obligations

La hausse des rendements souverains a connu une pause pendant ce trimestre.

En effet les bons du trésor américain à 10 ans sont passés de 1.74 % au plus haut en mars 2021 à 1.5 % le 15 juin. Les taux souverains allemands et suisses à 10 ans ont également baissé légèrement, de -0.12 % à -0.21 %.

Comme expliqué plus haut, nous pensons que les rendements devraient être plus faibles sur les obligations pour les mois et trimestres

à venir. Au sein de notre allocation obligatoire, nous avons également réduit le crédit américain pour investir dans des obligations convertibles. Nous maintenons pour le moment notre allocation sur notre ETF Lyxor qui profite de la hausse des attentes d'inflation et sur les *Senior Loans* qui génèrent des rendements proches de 5 % sans risque de duration.

Stratégiquement, la réduction de l'allocation en obligations va nous permettre d'augmenter le poids de nos investissements alternatifs.

Investissements alternatifs

Les stratégies Hedge Funds ont souffert de la rotation et du phénomène «Wall Street Bets»; heureusement sans conséquence pour nous qui sommes investis dans des fonds dotés de processus d'investissement rigoureux ayant démontré par le passé leur capacité à générer de la surperformance. Pour rappel, nous sommes aujourd'hui principalement exposés à des

stratégies long/short sur les actions mondiales et européennes. Nous sommes également exposés à une stratégie particulièrement «décorrélante» qui profite de l'inefficience des marchés de l'énergie. Nous devrions également ajouter dans les prochaines semaines une nouvelle stratégie au sein de nos investissements alternatifs, ce qui augmentera l'allocation de cette partie.

Conclusion

Vu le probable changement de phase auquel nous devrions assister, la vigilance et la prudence restent de mise. D'autant plus si l'inflation venait à générer de l'anxiété vis-à-vis des politiques monétaires. Loin de suivre ce scénario, nous pensons que l'environnement restera toutefois porteur pour les actifs risqués avec des périodes de volatilité intéressantes pour capter des opportunités.



Dominique De Riaz
Chief Executive Officer

Hugo Derny
Investment Strategist

Allocation d'actifs

World Line Conservateur

	SOUS-PONDÉRÉ	LÉGÈREMENT SOUS-PONDÉRÉ	NEUTRE	LÉGÈREMENT SUR-PONDÉRÉ	SUR-PONDÉRÉ
ACTIONS	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>
Actions monde	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>
Actions pays émergents	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>
Actions domestiques	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Actions small cap domestiques	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
OBLIGATIONS	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>
Obligations souveraines	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Obligations liées à l'inflation	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Obligations d'entreprises US	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>
Obligations pays émergents	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Obligations haut rendement	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Obligations convertibles	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Métaux	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fonds alternatifs	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
LIQUIDITÉS	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Basée sur des prévisions à 12 mois

