

# Commentaire d'allocation d'actifs : nous gardons la main

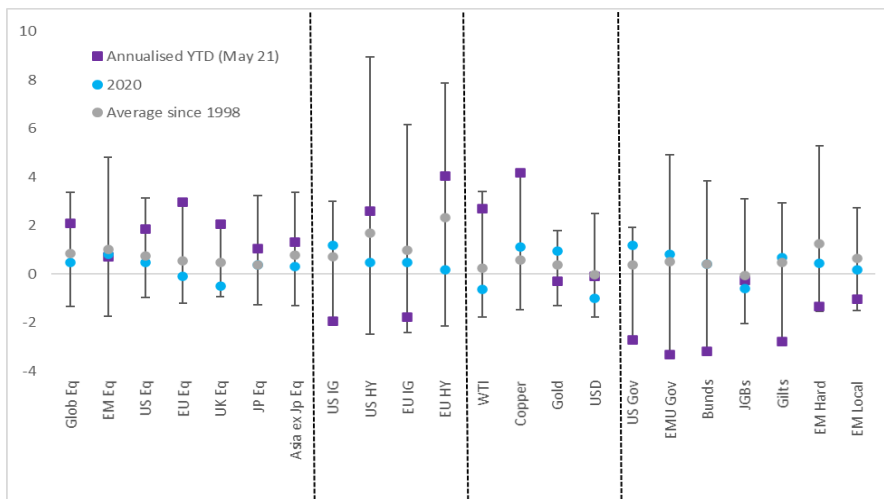
Multi-actifs | Mai 2021



**Maya Bhandari**  
Gestionnaire de portefeuille

Aux cartes, garder la main signifie ne rien changer à son tirage. Une expression qui traduit bien la façon dont nous avons géré l'allocation des actifs ces derniers mois, puisque nous n'avons que peu modifié nos positions de prédilection. Nous demeurons convaincus que les meilleurs rendements corrigés du risque proviendront des actions et du crédit aux entreprises dans les 12 à 18 prochains mois, mais nous restons prudents envers la durée principale, et nous avons une position neutre en liquidités, dans les matières premières et l'immobilier commercial britannique.

Graphique 1 : rendements corrigés de la volatilité, de janvier 1998 à mai 2021



Durant les cinq premiers mois de l'année, ce positionnement a largement bénéficié des rendements plus mobiles des marchés financiers. Les rendements corrigés de la volatilité, ou « ratio de Sharpe », ont été dynamiques et bien supérieurs à leur médiane et à leur moyenne pour les actions (et les matières premières), mais bien trop faibles pour les titres à revenu fixe à durée longue, notamment les obligations d'État (graphique 1)<sup>1</sup>. Nous avons largement expliqué pourquoi nous pensons que les obligations d'État des marchés développés constituent une si piètre source de diversification du rendement – et avec des taux encore historiquement bas, qui entravent les perspectives de rendement, et l'augmentation des largesses budgétaires, nous faisons preuve de modération dans l'exposition à la durée des fonds d'allocation d'actifs.

Nos très éprouvées allocations diversifiées ont été moins porteuses, et ce pour deux raisons principalement. D'une part, parce que, en orientant notre exposition aux actions cycliques vers les ME asiatiques et le Japon, nous avons largement sous-performé le R.-U. et l'Europe. De l'autre, parce que nous avons continué à privilégier les obligations d'entreprise à haut rendement (high yield) et de premier rang (high grade) qui ont affiché des performances très disparates. Intéressons-nous à chaque catégorie.

### Scruter les performances régionales

Les résultats décevants du Japon et des marchés émergents asiatiques ont surpris, compte tenu de la sensibilité accrue des revenus à la production industrielle mondiale et de l'exposition aux titres cycliques. À titre d'exemple, le bêta des revenus par rapport à la production industrielle mondiale dans les deux régions est deux fois plus élevé qu'en Europe et au R.-U.<sup>2</sup>, les marchés asiatiques étant plus cycliques comparativement au reste du monde. Mais dans les deux cas, la participation moindre au rebond des titres cycliques s'explique par des facteurs spécifiques – la combinaison de nouvelles vagues de contaminations à la Covid-19, des flux intérieurs désavantageux (renforcés par la prudence saisonnière habituelle des analystes en actions nippones), et les craintes d'un sévère resserrement de la politique chinoise au second semestre 2020.

Si un tel durcissement perturberait sans doute profondément les actifs à risque, nous ne tablons que sur un resserrement mesuré : les autorités ont tiré les leçons de leurs tours de vis trop conséquents de 2017 et 2018, et nos collègues en charge des actions asiatiques accueillent favorablement la meilleure qualité de la croissance et des bénéfices chinois suite aux dernières mesures. Avec des bénéfices solides et supérieurs aux prévisions attendus tant cette année que l'année prochaine, l'Asie et le Japon devraient facilement dégager une croissance des bénéfices composée à deux chiffres entre 2020 et 2022, bien supérieure à celle de l'Europe ou du R.-U. – et nous avons conservé des expositions dans les marchés les plus faibles à des prix compétitifs à l'échelle internationale (graphique 2).

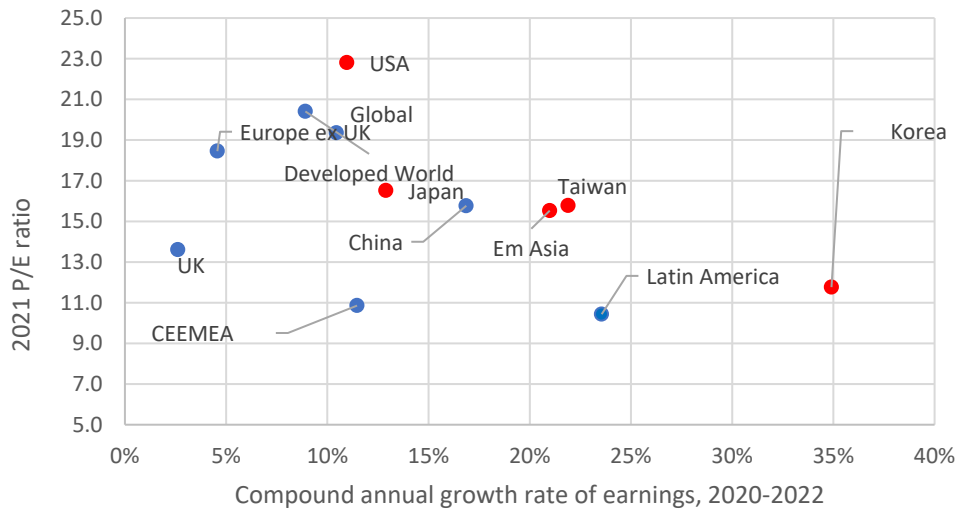
Nous restons également positifs sur les actions américaines, dont les vigoureux résultats du premier trimestre ont surpris. Les sociétés du S&P 500 ont vu leurs bénéfices progresser de 50 % en glissement annuel, soit plus du double des 24 % (déjà conséquents) attendus ; contrairement à leurs habitudes, les analystes ont revu les prévisions à la hausse au fil du trimestre. Comme au trimestre dernier, le marché a fait de la publication des résultats l'occasion d'afficher un rendement total en légère progression et de déclasser. Les revenus des sociétés du S&P 500 sont 10 % supérieurs aux chiffres de l'année dernière, quand les estimations tablaient sur 6 %, et nos collègues en charge des actions américaines soulignent les risques à la hausse pour la croissance des revenus comme des bénéfices pour toute l'année.

---

<sup>1</sup> Les meilleurs depuis la fin des années 90 et le début des années 2000 pour les actions européennes et britanniques, et les pires sur la même période pour les obligations d'État européennes, les gilts et les bons du Trésor américains.

<sup>2</sup> De 7 à 8 dans les ME asiatiques et au Japon, contre entre 3 et 4 pour l'Europe et le R.-U.

Graphique 2 : Combien êtes-vous prêts à payer la croissance des bénéfices ?



Source : Citi research, Worldscope, MSCI, Factset, 24 mai 2021. Les marques rouges correspondent à nos régions préférées. Remarque : les données ci-dessus ont été compilées à partir des sociétés de l'indice MSCI AC World. La capitalisation boursière pour les régions, les marchés et les secteurs est à fluctuation libre. Le ratio cours-bénéfice, la croissance du bénéfice par action, le ratio cours-valeur comptable, le taux de dividende et la rentabilité des capitaux sont cumulés à partir du Factset du consensus.

### Approfondir les évaluations du crédit

Les rendements totaux des obligations d'entreprise high yield et high grade ont été très disparates cette année. Le facteur déterminant a été la durée, médiocre, qui pèse bien plus sur les titres high grade à plus longue échéance que sur leurs homologues à durée plus brève. Mais cet écart s'explique aussi par diverses tendances sous-jacentes en matière de risques. Le classement des expositions sur les différents marchés pour un même niveau de volatilité à 12 mois (par exemple celui du S&P 500) révèle que les obligations high grade ont généré de loin les meilleurs rendements corrigés du risque – tant devant les actions que les obligations high yield (graphique 3).

Graphique 3 : Rendements totaux, par volatilité sur 12 mois, 2002-2021



Source : Bloomberg, 24 mai 2021. Pour créer des séries chronologiques « à risque identique », classer les expositions sur les marchés de sorte que chaque volatilité de la classe d'actifs = vol. de répétition le mois suivant du SPX à 12 mois, etc.

Après un premier trimestre décevant, les obligations high grade ont stagné et, du fait de la poursuite du soutien des banques centrales et des améliorations significatives des fondamentaux des entreprises sous-jacentes, nous restons stables. Nous privilégions toujours la marge excédentaire générée par les obligations high yield européennes à plus courte échéance – sans doute idéalement positionnées grâce au soutien politique, à la poursuite de la reprise cyclique et à l'amélioration des paramètres de crédit, y compris les prévisions de défaillance nettement inférieures pour cette année comme pour la suivante et les taux de reprise supérieurs aux attentes.

Graphique 4 : Aperçu de l'allocation des actifs

	Strongly Dislike	Dislike	Neutral	Favour	Strongly Favour
<b>Asset Allocation</b>		Government Index-Linked	Cash Property Commodity	Equity Credit	
<b>Equity Region</b>			UK EM Europe ex-UK	Japan US	Pacific ex-Japan
<b>Global Equity Sector</b>		Real Estate Financials Utilities Energy Staples	Industrials Consumer Cyclicals Materials	Health Technology Communication services	
<b>Bond – FX Hedged</b>		Japan	Germany US UK	Nordic Australia EM Local	
<b>Credit</b>			EMD	Corporate HY Corporate IG	
<b>Commodity</b>		Livestock Precious metals	Softs Base metals Energy	Grains	
<b>FX</b>		Euro GBP	Nordics AUD JPY		USD
<b>Portfolio risk</b>			X		

Source : Columbia Threadneedle Investments, 24 mai 2021.

**Informations importantes : document exclusivement réservé aux investisseurs professionnels et/ou qualifiés (non destiné aux particuliers).** Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Votre capital encourt des risques. La valeur des investissements et des revenus y afférents n'est pas garantie et peut évoluer à la hausse comme à la baisse, ainsi qu'être affectée par les fluctuations des taux de change. Cela signifie qu'un investisseur peut ne pas récupérer le montant investi. Ce document ne constitue pas un conseil en investissement, juridique, fiscal ou comptable. Les investisseurs devraient consulter leurs propres conseillers professionnels pour obtenir des recommandations relatives aux questions juridiques, fiscales ou comptables liées aux investissements dans des fonds de Columbia Threadneedle Investments. L'analyse incluse dans le présent document a été menée par Columbia Threadneedle Investments pour ses propres activités en matière de gestion des investissements, peut avoir été présentée avant sa publication et est mise à disposition de manière fortuite aux présentes. Toutes les opinions exprimées sont émises à la date de la publication mais sont soumises à des changements sans préavis et ne doivent pas être perçues comme des conseils en investissement. Ce document comprend des déclarations prospectives, y compris des prévisions de la future situation économique et financière. Ni Columbia Threadneedle Investments, ni ses administrateurs, dirigeants ou employés ne peuvent faire de déclaration ou donner de garantie quelconque quant à la concrétisation de l'une de ces déclarations prospectives. Les informations obtenues de sources externes sont considérées comme fiables mais leur exactitude et leur exhaustivité ne peuvent être garanties. Threadneedle Management Luxembourg S.A. Immatriculé au Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg), enregistré sous le numéro B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. Publié au R.-U. par Threadneedle Asset Management Limited. Société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204, dont le siège social est situé Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG, Royaume-Uni. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. Moyen-Orient : ce document est distribué par Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, une société réglementée par la Dubai Financial Services Authority (DFSA). À l'attention des distributeurs : ce document vise à fournir aux distributeurs des informations sur les produits et services du Groupe et n'est pas destiné à être distribué. À l'attention des clients institutionnels : les informations contenues dans le présent document ne constituent pas un conseil financier et s'adressent uniquement aux personnes disposant des connaissances en investissement appropriées et respectant les critères réglementaires pour être qualifiées de Client professionnel ou de Contreparties de marché et aucune autre personne ne devrait agir sur la foi de ce document. Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle. **Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.**