



## Allocation d'actifs 2021/22 : revue et perspectives

Toby Nangle, Global Head of Asset Allocation

Après une récession brutale consécutive à la pandémie de Covid-19 en 2020, la croissance économique mondiale a rebondi en 2021. Les bénéfices se sont envolés au-delà des attentes et, face à une inflation moins temporaire qu'on ne l'espérait, d'aucuns ont commencé à entrevoir la possibilité d'un resserrement monétaire. Sur l'ensemble de la période de la pandémie, les actions ont affiché de solides performances, tandis que les emprunts d'Etat, devancés par les obligations d'entreprises, ont fait pâle figure, la hausse des cours des métaux industriels dopant dans le même temps les rendements des matières premières (figure 1).

Les performances des actions sont fonction du dividende versé, des attentes concernant la capacité bénéficiaire future de la société et de ce que les investisseurs sont prêts à payer pour obtenir un niveau de bénéfices donné – en d'autres termes, de l'évolution des valorisations. Ces dernières tendent à prévaloir à court terme, mais sur le long terme, c'est la capacité bénéficiaire des entreprises qui prime. Les énormes rendements offerts par des titres dont le cours s'envole sans qu'aucun changement ne soit perceptible en termes de capacité bénéficiaire ont tendance à me déconcerter, tandis qu'une forte augmentation de la capacité bénéficiaire non récompensée par le marché m'intrigue.

Comment la période de la pandémie se décompose-t-elle ? Dans toutes les principales régions du monde à l'exception des Etats-Unis, la capacité bénéficiaire attendue a progressé de 5 à 9%, tandis qu'outre-Atlantique, la hausse a été presque deux fois plus importante. Si l'on pousse un peu plus loin l'analyse, on observe que les valeurs décotées américaines ont affiché des performances très similaires à celles de leurs homologues des autres régions, seules les actions de croissance américaines s'étant réellement distinguées.



Figure 1 : Performance annualisée des classes d'actifs en 2020/21

| Annualised return<br>31/01/2020<br>30/11/2021 | Chg In Fwd EPS |   | Chg in Fwd P/E Ret |   | Px    |   | Div    |   | Local TRR | FX            | USD TRR   | PE Start    | PE End    | Since 2005   |              |       |      |
|---|----------------|---|--------------------|---|-------|---|--------|---|-----------|---------------|-----------|-------------|-----------|--------------|--------------|-------|------|
|   | +              | = | =                  | = | +     | = | +      | = |           |               |           |             |           | Mean         | SD from Mean |       |      |
| Japan   | 8.2%           | + | 0.7%               | = | 8.9%  | + | 2.4%   | = | 11.6%     | +             | -2.3%     | =           | 9.0%      | 13.7x        | 13.9x        | 15.1x | -0.3 |
| US  | 12.0%          | + | 8.0%               | = | 20.9% | + | 1.6%   | = | 22.9%     |               |           |             | 22.9%     | 18.1x        | 20.8x        | 15.5x | +2.1 |
| EURxUK  | 5.9%           | + | 3.0%               | = | 9.0%  | + | 2.7%   | = | 11.9%     | +             | 1.2%      | =           | 13.2%     | 15.0x        | 15.8x        | 13.4x | +1.4 |
| UK  | 4.8%           | + | -7.0%              | = | -2.5% | + | 4.0%   | = | 1.3%      | +             | 0.4%      | =           | 1.7%      | 13.0x        | 11.4x        | 12.3x | -0.3 |
| EM  | 7.0%           | + | 0.5%               | = | 7.5%  | + | 2.5%   | = | 10.1%     |               |           |             | 10.1%     | 12.1x        | 12.2x        | 11.3x | +0.8 |
| AC Asia ex JP                                 | 5.9%           | + | 3.6%               | = | 9.8%  | + | 2.3%   | = | 12.3%     |               |           |             | 12.3%     | 12.8x        | 13.6x        | 12.6x | +0.8 |
| MSCI US Growth                                | 15.0%          | + | 16.8%              | = | 34.3% | + | 0.6%   | = | 35.1%     |               |           |             | 35.1%     | 24.7x        | 32.9x        | 19.0x | +3.0 |
| MSCI US Value                                 | 5.5%           | + | 3.4%               | = | 9.1%  | + | 2.7%   | = | 12.1%     |               |           |             | 12.1%     | 14.5x        | 15.4x        | 13.6x | +1.4 |
|   | Chg In yield   |   |                    |   | Px    | + | Income | = | Local TRR |               |           | Yield Start | Yield End | Mean         | SD from Mean |       |      |
| 7-10yr US Treasuries                          | -0.1%          |   |                    |   | -0.0% | + | 2.0%   | = | 1.9%      |               |           | 1.47%       | 1.39%     | 2.59%        | -1.1         |       |      |
| 7-10yr UK Gilts                               | +0.3%          |   |                    |   | -2.3% | + | 2.0%   | = | -0.4%     |               |           | 0.44%       | 0.74%     | 2.34%        | -1.1         |       |      |
| 7-10yr German Bunds                           | +0.1%          |   |                    |   | -1.5% | + | 1.1%   | = | -0.4%     |               |           | -0.54%      | -0.46%    | 1.51%        | -1.2         |       |      |
|   | Chg In OAS     |   |                    |   | Px    | + | Income | = | Local TRR | Excess Return | OAS Start | OAS End     | Mean      | SD from Mean |              |       |      |
| US Inv Grade Credit                           | -0.1%          |   |                    |   | -0.0% | + | 3.5%   | = | 3.5%      | +1.2%         | 1.09%     | 1.03%       | 1.63%     | -0.7         |              |       |      |
| UK Inv Grade Credit                           | -0.1%          |   |                    |   | -1.3% | + | 3.4%   | = | 2.0%      | +1.9%         | 1.27%     | 1.17%       | 1.71%     | -0.7         |              |       |      |
| Euro Inv Grade Credit                         | +0.2%          |   |                    |   | -1.2% | + | 1.5%   | = | 0.3%      | +0.8%         | 0.95%     | 1.11%       | 1.35%     | -0.3         |              |       |      |
| US High Yield                                 | -0.4%          |   |                    |   | -0.6% | + | 5.8%   | = | 5.2%      | +3.6%         | 4.01%     | 3.60%       | 5.30%     | -0.6         |              |       |      |
| Euro High Yield                               | +0.3%          |   |                    |   | -0.9% | + | 3.7%   | = | 2.8%      | +3.3%         | 3.56%     | 3.81%       | 5.15%     | -0.4         |              |       |      |
| Commodities                                   |                |   |                    |   |       |   |        |   | 19.1%     |               |           |             |           |              |              |       |      |
| Gold  |                |   |                    |   |       |   |        |   | 7.0%      |               |           |             |           |              |              |       |      |
| Oil   |                |   |                    |   |       |   |        |   | -3.1%     |               |           |             |           |              |              |       |      |
| Industrial Metals                             |                |   |                    |   |       |   |        |   | 28.4%     |               |           |             |           |              |              |       |      |

Source : Bloomberg et Columbia Threadneedle, au 13 décembre 2021.



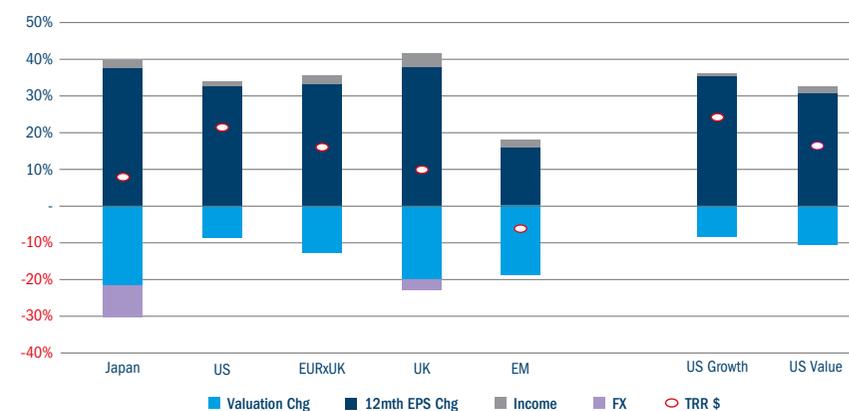


Rien d'extraordinaire en somme, la situation avait déjà été globalement semblable en 2020. L'année s'était alors achevée sur des valorisations très élevées et les bénéfices en berne dans la plupart des régions. Début 2021, je m'attendais à un rebond des bénéfices, mais aussi à une forte baisse des valorisations, ce qui s'est vérifié sur un certain nombre de marchés. Au Japon, par exemple, le ratio cours/bénéfices (PER) prévisionnel est passé de 18x à 14x entre décembre 2020 et novembre 2021, tombant ainsi à un niveau inférieur à la moyenne du marché japonais sur 15 ans, ce qui s'est traduit par une baisse de 22% du rendement des actions au cours de la période, tandis que les rendements totaux en devises locales ont plafonné à 10%, malgré une hausse de 38% des prévisions de bénéfices.

Le seul segment majeur du marché actions mondial à ne pas avoir pâti d'une diminution des valorisations à deux chiffres en 2021 a été celui des valeurs de croissance américaines (figure 2). Le PER prévisionnel du marché américain dans son ensemble est supérieur de plus de deux écarts types à la moyenne sur 15 ans (figure 3). Selon moi, la dispersion des valorisations sur les principaux marchés est anormalement élevée à l'heure actuelle, de sorte que les déclarations générales quant au caractère onéreux ou bon marché des valorisations ont une portée moindre qu'à l'accoutumée.

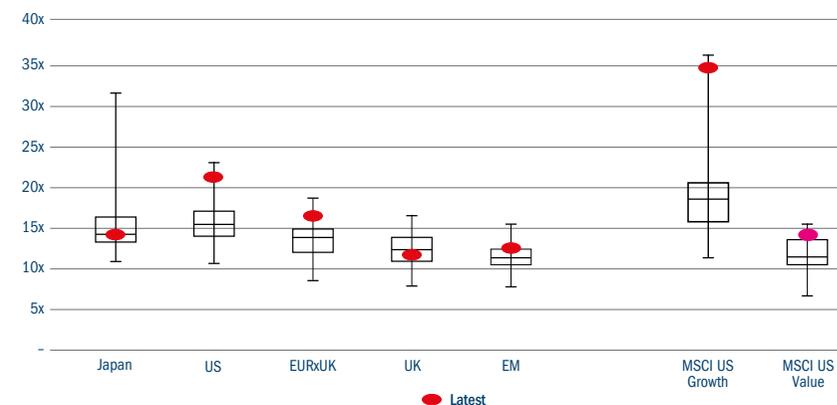
Les valorisations élevées constituent clairement un frein aux rendements à moyen terme sur certains marchés, ce qui représente l'un des trois principaux défis posés aux marchés mondiaux (en l'absence de troubles géopolitiques), les deux autres consistant à déterminer d'une part si l'inflation est oui ou non temporaire et, d'autre part, dans quelle mesure le Covid va continuer à bouleverser l'activité économique. Tous ces facteurs sont étroitement liés.

Figure 2 : Rendements des marchés actions du 31 décembre 2020 au 30 novembre 2021, répartis entre composantes



Source : Bloomberg et Columbia Threadneedle, au 13 décembre 2021.

Figure 3 : PER prévisionnel des marchés actions au 30 novembre 2021 par rapport à la moyenne historique sur 15 ans



Source : Bloomberg et Columbia Threadneedle, au 13 décembre 2021.





Comme William Davies, Deputy Global CIO,<sup>1</sup> et Adrian Hilton, Head of Global Rates and Currency,<sup>2</sup> l'ont indiqué dans un autre article, nous tablons sur un ralentissement de l'inflation en 2022. Selon l'équipe Matières premières, le pétrole devrait franchir la barre des 100 USD en 2022, tandis que les métaux de base devraient se renchérir sous l'effet de la demande induite par la transition vers la neutralité carbone. Ces pressions, conjuguées aux pressions haussières persistantes sur les loyers et les salaires dans les économies développées, devraient suffire à empêcher la dynamique déflationniste liée au déblocage des chaînes d'approvisionnement de ramener l'inflation à un niveau trop faible. Cependant, la nécessité d'enrayer une inflation galopante se fera moins pressante pour les marchés et les banques centrales. Dès lors, on peut comprendre (si ce n'est apprécier) les piètres valorisations des emprunts d'Etat, qui anticipent certaines, voire un grand nombre, des hausses de taux attendues en 2022.

Malgré leur volume en termes absolus, les déficits budgétaires des pays développés se réduiront en 2022, ce qui va constituer un obstacle pour la croissance économique. La dynamique économique engendrée par la reprise post-Covid et le stock d'épargne, encore important, constitué au cours des deux dernières années devraient suffire à empêcher que l'économie ne plonge dans la récession face à ces écueils budgétaires et monétaires. Néanmoins, on peut s'attendre à ce que la croissance décélère au fil de l'année.

Bien qu'une hausse des bénéfices des entreprises puisse être difficile à envisager dans un contexte de repli des politiques reflationnistes, marqué par des difficultés budgétaires et monétaires, les projections financières détaillées établies par mes collègues analystes bottom-up en actions et obligations chez Columbia Threadneedle, à la lumière de leur dialogue quotidien avec les entreprises, me laissent entrevoir une croissance bénéficiaire de l'ordre de 10% à l'échelle de la région.

Quelles conclusions peut-on en tirer ? Un risque baissier est clairement à craindre si l'inflation reste orientée à la hausse, auquel cas les banques centrales seraient contraintes de relever leurs taux d'intérêt de concert pour l'enrayer. Dans un tel contexte, les actions et les obligations à durée longue seraient sans doute les plus touchées. Certes, les incertitudes sont nombreuses et les pertes pourraient être importantes dans l'éventualité où, contrairement à ce que prévoit notre scénario de base, l'inflation ne baisserait pas. Cependant, les solides perspectives bénéficiaires et les rendements faibles justifient les valorisations de nombreux marchés actions, et me confortent dans mes choix d'investissement. La modeste croissance des bénéfices observée sur certains marchés, moyennant des valorisations raisonnables, alliée à la croissance structurellement forte affichée par les entreprises « de rupture », au prix toutefois de valorisations plus élevées, incite à un optimisme prudent.

<sup>1</sup> Columbia Threadneedle, L'inflexion des politiques monétaires laisse entrevoir une année 2022 placée sous le signe du changement, décembre 2021.

<sup>2</sup> Columbia Threadneedle, Obligations : de la reprise à l'expansion, décembre 2021.



Pour en savoir plus, rendez-vous sur  
**columbiathreadneedle.com**



**Informations importantes :**

**Document exclusivement réservé aux clients professionnels et/ou investisseurs équivalents dans votre pays (non destiné aux particuliers). Il s'agit d'un document publicitaire.**

Le présent document est uniquement destiné à des fins d'information et ne saurait être considéré comme représentatif d'un quelconque investissement. Il ne saurait être considéré comme une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente de titres quelconques ou autres instruments financiers, ou de la fourniture de conseils ou de services d'investissement. **Investir comporte des risques, y compris le risque de perte du principal. Votre capital est exposé à des risques.** Le risque de marché peut affecter un émetteur, un secteur de l'économie ou une industrie en particulier ou le marché dans son ensemble. La valeur des investissements n'est pas garantie. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Les **investissements internationaux** impliquent certains risques et une certaine volatilité en raison des fluctuations éventuelles sur le plan politique, économique ou des changes et des normes financières et comptables différentes. **Les titres mentionnés dans le présent document sont présentés exclusivement à des fins d'illustration, ils sont susceptibles de changer et ne doivent pas être interprétés comme une recommandation d'achat ou de vente. Les titres mentionnés peuvent générer ou non un rendement.** Les opinions exprimées le sont à la date indiquée. Elles peuvent varier en fonction de l'évolution du marché ou d'autres conditions et peuvent différer des opinions exprimées par d'autres associés ou sociétés affiliées de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Les investissements réels ou les décisions d'investissement de Columbia Threadneedle et de ses sociétés affiliées, que ce soit pour leur propre compte ou pour le compte de clients, ne reflètent pas nécessairement les opinions exprimées. Ces informations ne sont pas destinées à fournir des conseils en investissement et ne tiennent pas compte de la situation particulière des investisseurs. Les décisions d'investissement doivent toujours être prises en fonction des besoins financiers, des objectifs, des fins, de l'horizon temporel et de la tolérance au risque spécifiques de l'investisseur. Les classes d'actifs décrites peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. **Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs et aucune prévision ne saurait être considérée comme une garantie.** Les informations et opinions fournies par des tiers ont été obtenues auprès de sources jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Le présent document et son contenu n'ont pas été vérifiés par une quelconque autorité de tutelle.

**En Australie :** Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [« TIS »], ARBN 600 027 414. TIS est exemptée de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne en vertu de la Loi sur les sociétés et s'appuie sur le Class Order 03/1102 relatif à la commercialisation et à la fourniture de services financiers à des clients « wholesale » australiens, tels que définis à la section 761G de la Loi de 2001 sur les sociétés. TIS est réglementée à Singapour (numéro d'enregistrement : 201101559W) par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (chapitre 289), qui diffère des lois australiennes.

**A Singapour :** Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapour 239519, une société réglementée à Singapour par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (Chapitre 289). Numéro d'enregistrement : 201101559W. Le contenu de ce document n'a pas été vérifié par la Monetary Authority of Singapore.

**A Hong Kong :** Publié par Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, qui est autorisée par la Securities and Futures Commission (« SFC ») à exercer des activités régulées de Type 1 (CE : AQA779). Enregistrée à Hong Kong en vertu de la Companies Ordinance (chapitre 622) sous le n° 1173058.

**Au Royaume-Uni :** Publié par Threadneedle Asset Management Limited, une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204. Siège social : Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority.

**Dans l'EEE :** Publié par Threadneedle Management Luxembourg S.A. Immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) sous le numéro B 110242, 44 rue de la Vallée, L-2661 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**Au Moyen-Orient :** le présent document est distribué par Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, qui est réglementée par l'Autorité des services financiers de Dubaï (DFSA). Le présent document vise à fournir aux distributeurs des informations concernant les produits et services du Groupe et n'est pas destiné à être distribué. Les informations contenues dans le présent document ne constituent en aucun cas un conseil financier et ne s'adressent qu'aux personnes ayant des connaissances appropriées en matière d'investissement et satisfaisant aux critères réglementaires pour être qualifiées de Client professionnel ou de Contrepartie commerciale ; nulle autre personne n'est autorisée à prêter foi à ces informations.

**En Suisse :** Threadneedle Asset Management Limited. Une 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. Publié par Threadneedle Portfolio Services AG, Siège social : Claridenstrasse 41, 8002 Zurich, Suisse.

**Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle. columbiathreadneedle.com**

Publié en décembre 2021 | Valable jusqu'en juin 2022 | J32025 | 3975748