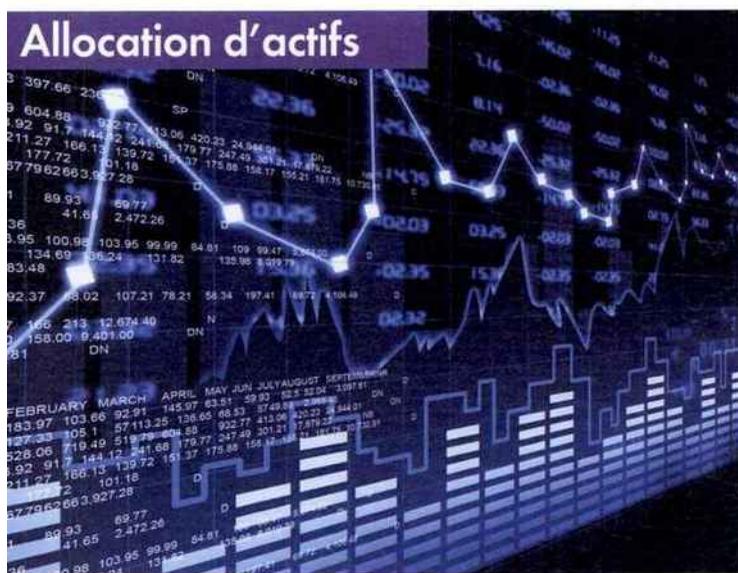




Asset management



Pour le second semestre, les gérants misent, comme souvent dans un contexte de reprise, sur les actions et le crédit noté en catégorie high yield, selon l'enquête de la rédaction d'*Option Finance* réalisée auprès d'une quarantaine de sociétés de gestion. Mais ils se montrent beaucoup plus prudents qu'en début d'année.

Les gérants privilègent toujours les actifs à risque

Pour les gérants d'actifs, la deuxième partie de l'année devrait être celle d'une normalisation progressive. Selon Allianz Global Investors (GI), par exemple, « la reprise de la croissance mondiale devrait se généraliser au second semestre 2021, grâce à la réouverture du secteur des services dans les économies développées et aux dépenses de l'épargne accumulée par les ménages, précise la société de gestion, début juillet, dans une note consacrée à ses perspectives. Ce rebond, notamment en zone euro, permettra une resynchronisation des économies ».

Mais ce scénario central intègre toutefois encore deux inconnues. La première concerne la pandémie et les conséquences des variants, en particulier le variant Delta, en train de devenir majoritaire dans la plupart des pays. Si ce dernier réagit favorablement aux vaccins, il

Les gérants s'interrogent sur le caractère transitoire ou non de l'inflation, aux Etats-Unis et au niveau mondial.

n'en demeure pas moins que toutes les populations n'y ont pas accès, en particulier dans les pays émergents et en développement, et qu'une frange plus ou moins importante d'entre elles, selon les pays, reste opposée à la vaccination. La seconde grande inconnue est macroéconomique et porte sur le caractère transitoire ou non de l'inflation, aux Etats-Unis et au niveau mondial. Depuis plusieurs mois, des tensions sont apparues sur les prix des matières premières, même si des corrections ont été enregistrées (voir *Option Finance* du 12 juillet), ainsi que des goulots d'étranglement sur certaines lignes de production. Plus généralement, les entreprises font face à des pénuries de nombreux intrants ainsi que de main-d'œuvre dans certains secteurs, ce qui se traduit par une hausse, plus ou moins importante selon les zones, des prix à la production et à la consommation. Face à un tel contexte, si les gérants ne croient pas majoritairement



à l'hypothèse d'un rebond durable de l'inflation, ils ne peuvent pas totalement écarter ce risque, qui devrait encore agiter les marchés dans les prochains mois.

Des allocations bridées par l'incertitude

Ces incertitudes rendent difficile l'exercice consistant à établir des perspectives en matière d'allocation d'actifs pour le second semestre de l'année. Les gérants doivent en effet arbitrer entre des produits de taux qui offrent peu ou pas de rendement, et dont les valorisations pourraient être impactées par des hausses de taux d'intérêt si l'hypothèse de la reflation se confirme, et des actions

dont les prix sont parfois élevés et qui pourraient être soumises à une hausse de la volatilité. L'enquête de la rédaction d'*Option Finance*, réalisée auprès d'une petite quarantaine de sociétés de gestion – filiales de banques, de compagnies d'assurances, de groupes étrangers ou des indépendants –, montre que les gérants ont fait le choix des actifs à risque, à savoir les actions et le crédit noté en catégorie high yield. Comme lors du précédent sondage publié au mois de janvier dernier, les sociétés de gestion interrogées indiquent faire la part belle aux actions, au détriment des produits de taux. Elles sont ainsi plus de la moitié à surpondérer les actions euro-



● Comme en début d'année, les gérants misent davantage sur les actions européennes que sur celles des Etats-Unis. « Les actions européennes pourraient enregistrer la meilleure performance régionale cette année, avance Michel Sagné, directeur des gestions actions chez Tocqueville. Ce serait la première fois depuis 2000 ! » Pour le gérant, la croissance du bénéfice par actions devrait être plus forte dans la zone que dans les autres régions, les révisions devant être revues à la hausse. L'Europe doit en effet rattraper son retard par rapport aux Etats-Unis. Les débuts de la vaccination y ont été plus tardifs, et l'ouverture des économies plus récente. Les derniers chiffres publiés sont plutôt favorables. Début juillet, la Commission européenne a revu à la hausse sa prévision de croissance pour la zone euro à 4,8 %, soit + 0,5 point par rapport à sa dernière estimation, et table désormais sur une hausse de 4,5 % en 2022 (+ 0,1). Et la zone euro n'est pas la seule privilégiée. Les gérants possèdent un point de vue positif sur l'ensemble de l'Europe, y compris la Grande-Bretagne qui intéresse nombre d'entre eux. « La croissance économique intérieure du Royaume-Uni s'est accélérée, car la

L'Europe plutôt que les Etats-Unis

grande majorité de la population est vaccinée et apprend à faire face au virus, explique Aymeric Forest, global head multi asset solutions chez Aberdeen Standard Investments. Le marché britannique offre donc un potentiel de surprise positive en termes de bénéfice, ainsi qu'une valorisation attrayante, car il est sous-détenu. » Les marchés européens rassurent aussi les gérants les plus prudents. « Les indices de la zone euro sont moins sensibles à une hausse des taux d'intérêt car ils possèdent un profil plus cyclique et plus décoté que les autres grandes zones géographiques, rappelle Cédric Baron, responsable des stratégies multi-actifs chez Generali Investments. En cas de reflation, ils devraient ainsi être moins pénalisés et certains secteurs devraient même en tirer profit. »

● A contrario, de l'autre côté de l'Atlantique, la politique de la Banque centrale (Fed) constitue un sujet d'inquiétude. Celle-ci a annoncé au mois de juin qu'elle

pourrait commencer à remonter ses taux d'intérêt plus tôt que prévu du fait de l'inflation, ce qui a jeté le trouble sur les investisseurs. « La Fed devrait annoncer un resserrement monétaire et les valorisations du marché américain sont tendues », précise Frédéric Rollin, conseiller en stratégie d'investissement chez Pictet AM. Par conséquent, le panel indique que les gérants disposent majoritairement d'une allocation en ligne avec les indices : 17 d'entre eux sont neutres, seules 14 sociétés de gestion surpondèrent ces actifs. ● Il existe toutefois des gérants qui n'adhèrent pas à ce consensus. C'est le cas par exemple de Fidelity International qui sous-pondère les actions de la zone euro. Pour le gérant en effet, l'Europe serait plus à la peine que le reste du monde. A ce titre, la croissance attendue des bénéfices entre 2019 et 2021 ne serait que de 6,1 % contre 11,4 % pour le reste du monde.

« Le marché britannique offre un potentiel de surprise positive en termes de bénéfice, ainsi qu'une valorisation attrayante, car il est sous-détenu. »

Aymeric Forest, global head multi asset solutions, Aberdeen Standard Investments





Les choix des sociétés de gestion pour

LÉGENDE

- ++ Forte surpondération
- + Surpondération
- = Neutre
- Sous-pondération
- Forte sous-pondération
- NR Non renseigné

	Actions							Actions				
	Europe	Zone Euro	États-Unis	Monde	Japon	Asie hors Japon	Autres émergents	Grandes capitalisations	Petites et moyennes capitalisations	Growth	Value	
Aberdeen Standard Investments	+	=	+	+	+	=	+	+	+	=	+	/
AG2R La Mondiale Gestion d'Actifs	=	=	=	=	+	=	=	=	+	=	+	/
Allianz GI	+	+	=	=	=	=	=	+	+	=	+	+
Amplegest	+	+	+	+	=	+	--	=	+	+	=	=
Amundi	=	=	=	/	=	+	=	=	-	-	+	+
Auris Gestion	+	+	+	=	--	+	--	+	+	+	+	=
Aviva Investors	=	+	=	=	=	=	=	+	=	-	+	=
AXA IM	+	+	+	+	=	=	=	+	=	=	+	/
Banque Paribas	+	+	=	=	-	=	-	+	-	-	+	+
BFT IM	=	=	=	=	=	=	=	=	+	=	=	=
BNP PAM	=	=	+	+	+	++	+	=	+	=	+	/
Carmignac	=	=	-	-	-	+	-	+	-	+	-	/
Cholet Dupont	+	+	+	+	=	=	=	=	=	=	=	=
CPR AM	=	+	=	=	++	-	+	/	/	/	/	/
DPAM	+	+	+	+	-	=	+	+	+	=	+	/
Ecofi	+	+	=	+	+	+	=	+	+	+	+	-
Edmond de Rothschild AM	+	+	-	=	=	+	=	=	+	-	+	=
Fidelity international	=	-	=	+	+	--	=	/	/	/	/	/
Generali Investments	=	=	-	-	=	-	=	=	-	-	+	=
Groupama AM	+	+	=	+	=	+	+	=	=	=	+	=
Invesco	+	+	-	+	+	+	=	=	+	-	+	/
JP Morgan AM	+	++	+	=	+	+	=	+	+	+	+	/
Lazard Frères Gestion	+	++	=	/	+	+	+	=	+	-	++	=
LBP AM - Tocqueville Finance	+	++	=	-	=	-	-	+	++	=	+	+
Lyxor AM	+	+	+	+	+	=	=	=	=	/	/	/
M&G	+	+	=	=	+	+	=	+	-	-	+	/
Matignon Finances	+	+	=	=	=	+	+	=	=	=	+	/
Meeschaert	+	+	+	+	/	+	-	+	+	+	=	=
NN Investment Partners	+	+	=	=	=	-	-	=	=	-	+	/
ODDO BHF Asset Management	+	+	-	=	+	=	=	=	+	=	+	=
OFI AM	/	=	=	=	=	=	=	=	+	=	+	+
Ostrum	+	+	+	+	=	+	+	/	/	/	/	/
Pictet	+	+	-	=	=	+	=	=	=	+	=	=
Russell Investments France	+	+	=	=	-	+	=	-	+	-	+	=
Schroders	++	++	+	+	+	+	+	/	/	/	/	/
Swiss Life AM	-	-	+	+	=	=	=	-	+	-	+	/
UBP	+	+	+	+	-	+	-	=	+	+	=	/



le deuxième semestre 2021

thématiques			Taux							Dette émergente			Devises		
Restructurations	Rendement (dividendes)	Matières premières	Monétaire euro	Obligations souveraines	Obligations convertibles	Inflation	Credit	High Yield	Devises fortes	Devises locales	Euro	Dollar US	Livre sterling	Yen	Emergents
/	=	-	-	/	=	+	+		+	+	=	-	=	+	+
/	/	+	-	/	=	+	=		/	/	=	=	=	=	/
=	=	-	-	+	+	=	+		-/+	=/+	=	=	=	=	=/+
-	-	-	-	-	=	+	+		+	-	=	+	=	=	-
+	+	+	-	/	-	+	+		+	=	-	+	+	-	+
-	=	=	-	-	=	=	=		-	=	=	+	=	=	-
+	+	-	=	=	+	=	=		=	=	=	=	=	=	=
/	=	-	-	/	=	=	=		=	=	+	-	=	=	=
=	=	-	-	=	=	=	+		=	/	=	-	+	-	-
=	=	-	-	+	=	+	+		=	=	=	=	=	=	=
/	+	=	-	/	=	=	=		=	+	=	=	=	=	+
/	-	+	-	/	=	=	+		+	/	+	-	-	-	=
=	=	-	-	=	+	-	+		=	/	=	=	=	=	=/+*
/	/	-	-	=	+	=	+		=	-	=	+	=	+	=
+	+	-	-	+	=	+	+		=	+	=	+	=	-	+
=	--	=	--	++	+	-	=		=	/	=	-	+	-	+
=	=	=	-	=	=	=	+		+	=	-	=	=	-	=
/	+	-	=	/	=	=	+		=	/	-	+	-	=	+
+	-	-	-	=	=	+	=		=	/	+	-	=	=	+
=	+	-	--	+	+	+	+		=	=	=	+	=	-	-
=	+	-	-	/	+	+	+		+	+	+	-	/	/	+
/	/	--	-	+	=	+	+		+	=	+	=	=	-	+
-	+	--	--	+	+	-	+		+	+	+	-	-	=	+
+	=	=	--	+	=	-	+		=	-	=	+	=	=	=
/	/	/	-	/	=	-	=		=	/	=	/	=	=	/
=	+	-	+	=	=	+	=		=	+	-	+	=	=	+
+	=	=	-	=	+	=	=		/	/	/	/	/	/	/
+	=	-	-	+	+	+	+		=	-	/	/	/	/	/
+	=	=	-	=	=	=	+		=	=	=	=	=	=	=
=	+	+	=	=	=	+	=		=	+	=	-	=	=	+
+	=	-	-	=	=	=	+		=	+	/	=	=	=	=
/	=	=	=	+	+	+	+		+	=	+	-	=	=	+
=	=	=	=	=	=	=	=		+	/	=	=	=	=	+
=	=	+	-	=	=	+	+		-	/	+	-	=	-	=
/	+	/	-	/	/	-	-		+	=	=	-	=	-	/
/	/	=	-	/	=	=	+		=	=	-	+	=	=	/
+	+	-	-	+	+	+	+		+	=	=	=	=	-	-

Source : Option Finance * Producteurs de pétrole : Brésil Russie



Michel Saugné, directeur des gestions actions, Tocqueville

« Les petites capitalisations bénéficient le plus de la reprise économique et de la réouverture des échanges. »

peñennes et celles de la zone euro (25 pour les premières et 23 pour les secondes). Elles misent aussi, dans une moindre mesure, sur les actions asiatiques, hors Japon. « L'Asie continue de croître vivement, indique à ce titre Frédéric Rollin, conseiller en stratégie d'investissement chez Pictet Asset Management (AM), alors que les valorisations des actions de la région restent raisonnables. » Plus généralement, les gérants s'appuient sur la hausse des bénéfices attendus comme soutien aux valorisations. Fidelity International par exemple considère que la croissance des profits entre 2019 et 2021 devrait être de l'ordre de 11,4 % en moyenne, tous secteurs confondus et au niveau mondial, avec un pic à 48,8 % pour le secteur des matériaux et de 23,4 % pour la technologie. De même, le crédit noté en catégorie high yield est plébiscité par 24 sociétés de gestion. « Le contexte est propice à la prise de risque sélectif, tant sur le crédit que les actions », commente de son côté Franck Dixmier, global CIO fixed income chez Allianz GI. Pour le gérant, « dans des marchés qui continuent à être anesthésiés par les banques centrales, la rareté des rendements obligataires disponibles soutiendra la demande pour le crédit. Celui-ci bénéficiera également du fort rebond de l'activité attendu au second semestre, notamment dans les services, et d'un taux de défaut attendu particulièrement bas ».

De la prudence avant tout

Le consensus en faveur des actions et du high yield se traduit logiquement par un sous-investissement dans les actifs sans risque ou à faible risque, que les gérants n'apprécient guère. Une vingtaine de ceux sondés par *Option Finance* sous-pondèrent le monétaire et une trentaine le font sur les titres souverains, six d'entre eux étant même très négatifs. C'est notamment le cas des gérants affichant les allocations d'actifs les plus offensives comme Lazard Frères Gestion ou encore La Banque Postale AM et Tocqueville.

Bien que l'Asie continue de croître vivement, les valorisations des actions de la région restent raisonnables.

L'accent mis sur les actifs à risque n'empêche pas les gérants d'être prudents. Ils le sont d'ailleurs bien davantage qu'en début d'année. « Nous sortons d'une année de forte progression des marchés actions, associée à des politiques monétaires et budgétaires très accommodantes, rappelle Cédric Baron, responsable des stratégies multi-actifs chez Generali Investments. Un grand nombre de bonnes nouvelles sont maintenant intégrées, alors que certains risques pourraient peser fortement sur le sentiment des investisseurs. Nous voyons donc une plus grande asymétrie à la baisse qu'à la hausse. Parmi ces risques figurent la décélération de la croissance, alors que les indices de confiance (indicateurs PMI notamment) montrent que le pic d'activité est probablement derrière nous aux Etats-Unis, et une hausse importante des indicateurs d'inflation qui tirerait les taux d'intérêt vers le haut, impactant ainsi les valorisations. »

Les gérants sont ainsi très peu nombreux à opter pour une forte surpondération et affichent des paris peu marqués. Ils oscillent entre une légère surpondération et la neutralité, préférant l'Europe et la zone euro au reste du monde (voir encadré p.37). « Nous privilégions les actions des marchés développés par rapport aux actions des marchés émergents, confirme Aymeric Forest, global head multi asset solutions chez Aberdeen Standard Investments. Ceci est en partie dû à l'affaiblissement de la demande chinoise qui affecte négativement les marchés émergents, en particulier ceux d'Asie. Nous pensons cependant que la performance individuelle des marchés émergents dépendra du déploiement des vaccins, de la hausse du prix des matières premières et du soutien des politiques budgétaires et monétaires. » De la même manière, les actifs obligataires ne font pas l'objet d'une très forte surpondération de la part des gérants ce semestre.



Cédric Baron, responsable des stratégies multi-actifs, Generali Investments

« Un grand nombre de bonnes nouvelles sont maintenant intégrées dans les cours alors que certains risques pourraient peser fortement sur le sentiment des investisseurs. »



Des convictions fortes chez un petit nombre de gérants

Il existe tout de même quelques exceptions à cette attitude majoritairement prudente. Le gérant britannique Schroders par exemple possède de fortes convictions sur les actions européennes et sur les actions de la zone euro qu'il surpondère fortement. De leur côté, JP Morgan Asset Management, Lazard Frères Gestion ou encore La banque Postale Asset Management et Tocqueville misent largement sur celles de la zone euro. CPR Asset Management, quant à lui, émet un avis très positif sur les actions japonaises et fait partie des rares sociétés de gestion à apprécier les actions émergentes hors de la zone asiatique. « Les actions japonaises réalisent de meilleures performances quand le style value progresse au niveau international, commente Cyrille Geneslay, gérant allocataire chez CPR AM. Par ailleurs, depuis le mois d'avril, la communication de la Banque centrale, Bank of Japan (BoJ), a été mal comprise. Les investisseurs craignaient un durcissement de sa politique monétaire notamment au niveau des achats d'ETF actions. Or, après deux mois sans achat, la Banque centrale japonaise est revenue sur le marché en juin, lors de fortes tensions sur les actions, ce qui constitue un élément éminemment rassurant. »

La société de gestion pointe également une situation anormale vis-à-vis de l'Amérique latine. « Certains modèles de cohérence montrent un comportement atypique par rapport aux autres classes d'actifs, poursuit Cyrille Geneslay. De plus, la Banque centrale brésilienne a entamé la normalisation de ses taux – trois hausses de 75 points de base – ce qui va tirer le réal à la hausse, bénéficiant à nos investissements. Enfin, le pays est un gros producteur de pétrole et va donc profiter de la progression du prix du baril. L'ensemble de ces considérations nous ont amenés à privilégier l'Amérique latine parmi les émergents. »

Un consensus sur l'intérêt des gestions thématiques

Notre enquête montre qu'il existe en revanche un consensus net au sujet des actions thématiques. Pour les gérants, une grande partie de la performance devrait en effet provenir de la sélection de thèmes pertinents à la fois sur le court terme et sur le long terme. « La croissance bénéficiaire des actions thématiques restera supérieure à celle du reste du marché », précise par exemple Frédéric Rollin. Parmi les thèmes ou styles qui rencontrent la faveur des gérants figurent les petites et moyennes capitalisations. Ils sont 19 à miser sur ces valeurs fortement corrélées à la croissance économique, et seulement 13 à préférer les grandes capitalisations. La Banque Postale AM et sa filiale Tocqueville, dans ce cadre, sont les seuls à fortement surpondérer ces actifs. « Les petites capitalisations bénéficient le plus de la reprise économique et

Toujours pas de paris sur les devises



Les gérants font peu de paris sur les devises ce semestre, comme les précédents. Ils ne sont majoritairement pas exposés aux grandes devises (euro, dollar, livre sterling et émergents). Ils sont tout de même une petite dizaine à surpondérer le dollar et 13 à surpondérer les devises émergentes.

25
gérants
surpondèrent
la gestion
« value »
ou décotée.

de la réouverture des échanges, explique Michel Saugné, directeur des gestions actions chez Tocqueville. Elles sont par ailleurs moins suivies par les analystes, ce qui permet aux gérants d'investir sur des profils de croissance à des valorisations moindres, sans compter l'éventualité d'une résurgence possible sur ce segment des offres publiques d'achat (OPA) dans un environnement où les liquidités foisonnent. »

Les gérants montrent aussi une certaine appétence pour la gestion « value » ou décotée. Ils sont ainsi 25 à surpondérer ce thème, dont un seul possède une conviction très forte sur le sujet, Lazard Frères Gestion. Seuls huit d'entre eux considèrent que la gestion « croissance » possède un plus grand potentiel. Il convient enfin de noter que les gérants sont peu nombreux à apprécier le thème des matières premières, alors que celles-ci sont orientées à la hausse depuis plusieurs mois. Ils ne sont qu'une douzaine à miser sur ce thème d'investissement et 16 à être neutre, Ecofi sous-pondérant de son côté fortement ces actifs.

Tous ces choix, espèrent les gérants, permettront à leurs portefeuilles de résister en cas de forts mouvements sur les marchés. ■

Sandra Sebag

[@sebagsandra1](#)



« La croissance bénéficiaire des actions thématiques restera supérieure à celle du reste du marché. »

Frédéric Rollin, conseiller en stratégie d'investissement, Pictet Asset Management