



Counterpoint Weekly 8–14 novembre 2021

Quel contraste en l'espace d'un an !

Patrik Ryff
Strategic Asset
Allocation Strategist

Philipp Schöttler
Cross-Asset Strategist

Carolina Moura-Alves
Group Head of
Asset Allocation

Bill Street
Group Chief
Investment Officer

Dans ce nouvel article de notre série consacrée à notre allocation d'actifs stratégique (AAS), nous examinons nos nouvelles attentes en matière de risque et de performance pour les 10 prochaines années. Quels sont les facteurs qui nous ont conduits à modifier nos hypothèses de marché et quelles sont les conséquences sur les portefeuilles d'investissement ?

Ce qu'il faut savoir

- Dans le cadre de notre processus AAS, nous actualisons une fois par an nos attentes en matière de risque et de performance à long terme. Le fléchissement de la courbe des obligations d'État de la zone euro depuis les premières hypothèses de marché l'an passé n'est pas compensé par une hausse des primes de risque et pèse sur nos attentes en matière de performance par rapport à l'année dernière, notamment pour les classes d'actifs libellées en EUR.
- Après une année exceptionnelle pour les marchés, nous pensons que les performances de nos AAS sur 10 ans resteront limitées, et inférieures à nos estimations de l'an passé. Nous anticipons également, sur la même période, une volatilité moyenne légèrement inférieure aux prévisions de l'année dernière.
- En termes de performance ajustée du risque, nos portefeuilles restent attrayants par rapport à la détention de liquidités. La baisse des performances attendues que nous anticipons à présent par rapport à l'an passé ne se fait pas au prix d'une baisse du ratio de Sharpe.

Nos AAS bien diversifiées, élaborées dans une optique de durabilité, sont conçues pour offrir le meilleur équilibre entre performance attendue et risque sur le long terme. Nos hypothèses de marché constituent un pilier essentiel dans la construction de ces portefeuilles. Il s'agit d'estimations à 10 ans des futurs risques, performances et corrélations pour l'ensemble des classes d'actifs qui forment notre univers AAS. Dans le cadre de notre processus, nous actualisons une fois par an nos hypothèses.

Cette année, les hypothèses actualisées laissent entrevoir des performances futures inférieures à ce qu'elles ont été ces dernières décennies. En fait, ces performances sont inférieures à ce que nous avions prévu il y a un an. Pour les classes d'actifs libellées en EUR, cela s'explique principalement par le fléchissement de la courbe des obligations d'État de la zone euro, bien que nos modèles indiquent également une compression supplémentaire des primes de risque pour certaines classes d'actifs. La situation est légèrement différente pour les hypothèses de marché concernant les classes d'actifs libellées dans certaines de nos autres devises de référence. L'évolution des performances attendues est plus nuancée en GBP et en USD.

Qui dit baisse des performances des classes d'actifs dit baisse des performances des portefeuilles. Nous estimons à présent qu'une AAS bien équilibrée en EUR composée de 45 % d'actions devrait enregistrer une croissance moyenne de 2,3 % par an au cours des 10 prochaines années. La volatilité attendue pour un tel portefeuille est de 8 %, un chiffre lui aussi légèrement inférieur à nos estimations d'il y a un an. Il est important de noter que les performances ajustées du risque de nos AAS restent attrayantes par rapport à celles des liquidités. Le ratio de Sharpe est quasiment inchangé par rapport au niveau que nous avions estimé il y a un an. Autrement dit, nos stratégies d'investissement AAS fondamentales continuent d'offrir des performances potentielles supérieures à l'épargne liquide.

Un solide processus pour commencer

Les projections concernant les marchés financiers sont difficiles à réaliser, mais elles gagnent en fiabilité lorsqu'elles portent sur un horizon plus long. Par exemple, depuis le début du millénaire, les performances des actions mondiales ont varié de -42 % à +35 % sur une année donnée. Mais sur un horizon de 10 ans, les performances annuelles ont oscillé en moyenne entre 0 et 9 %. C'est pour cette raison que nous avons choisi une période de 10 ans pour nos projections.

Une volatilité moins élevée signifie un parcours moins mouvementé pour les portefeuilles d'investissement

Pour établir nos hypothèses de marché, nous examinons la question sous plusieurs angles et utilisons un ensemble de modèles afin de conférer une plus grande fiabilité à nos prévisions. Plus précisément, pour estimer les performances attendues, nous associons un modèle factoriel multi-actifs aux modèles spécifiques aux diverses classes d'actifs.

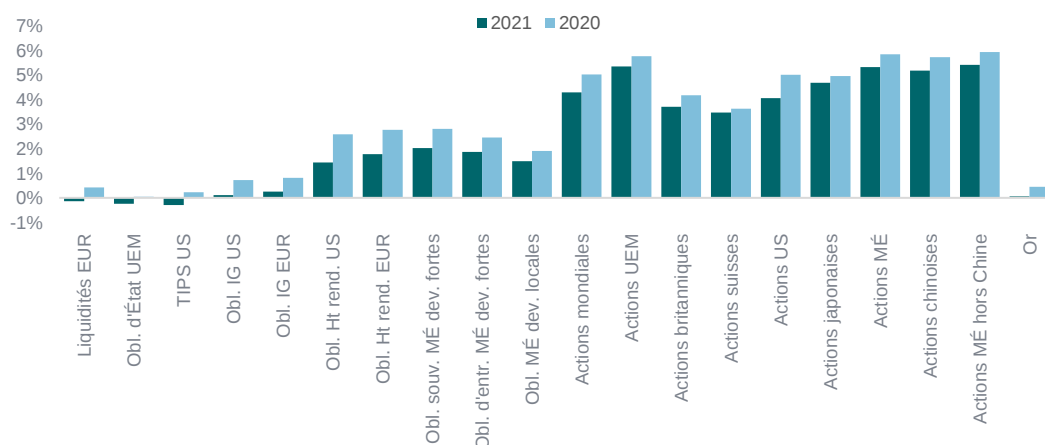
Chaque marché a ses propres particularités et exige donc son propre modèle. Parallèlement, en identifiant le principal moteur de performance dans notre univers de classes d'actifs, nous pouvons affiner le processus et assurer la cohérence de nos projections. L'association de différents modèles permet ainsi d'obtenir des projections plus précises.

Une nouvelle série d'hypothèses sur lesquelles s'appuyer

Nous actualisons nos hypothèses de marché une fois par an. Pour cela, nous nous appuyons sur des études empiriques, les performances implicites des marchés, des enquêtes et des avis d'experts. Les performances passées peuvent se révéler utiles pour évaluer les performances futures des marchés, mais elles restent imparfaites, surtout lorsqu'elles sont ajustées pour tenir compte d'éventuels changements structurels, tels que ceux causés par des facteurs durables.

Quelles sont nos nouvelles hypothèses et comment ont-elles évolué depuis leur introduction l'an passé ? Nos hypothèses en termes de performances attendues pour les investisseurs basés en EUR sont plus faibles que prévu (figure 1). En moyenne, sur l'ensemble des classes d'actifs, nous anticipons des performances totales annuelles sur les 10 prochaines années inférieures de 50 à 60 pb à celles d'il y a un an, les changements les plus importants concernant certaines des classes d'actifs les plus risquées, telles que les obligations à haut rendement et certaines actions régionales. Pour les actions de la zone euro par exemple, nous tablons désormais sur une performance de 5,3 %, tandis que les obligations Investment Grade libellées en euros devraient générer 0,1 % par an.

Figure 1 : Révision à la baisse de nos attentes
 Performances annuelles attendues sur 10 ans (en EUR, %)



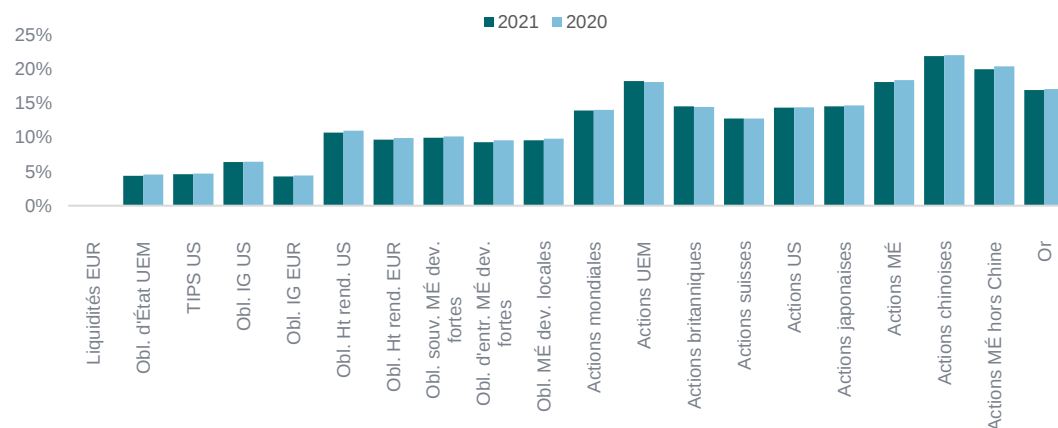
Source : Quintet

Nous prévoyons également que la plupart des marchés inclus dans notre univers AAS seront moins volatils au cours des 10 prochaines années que ce que nous avons prévu il y a un an (figure 2). Une volatilité moins élevée signifie un parcours moins mouvementé pour les portefeuilles d'investissement. Mais les changements restent marginaux, avec une moyenne de 13 pb sur l'ensemble de notre univers de classes d'actifs.

Une fois nos hypothèses de marché actualisées, l'étape décisive suivante consiste à trouver l'allocation de portefeuille à long terme la plus attrayante

Figure 2 : Un peu moins de volatilité

Volatilité annuelle attendue sur 10 ans (en EUR, %)



Source : Quintet

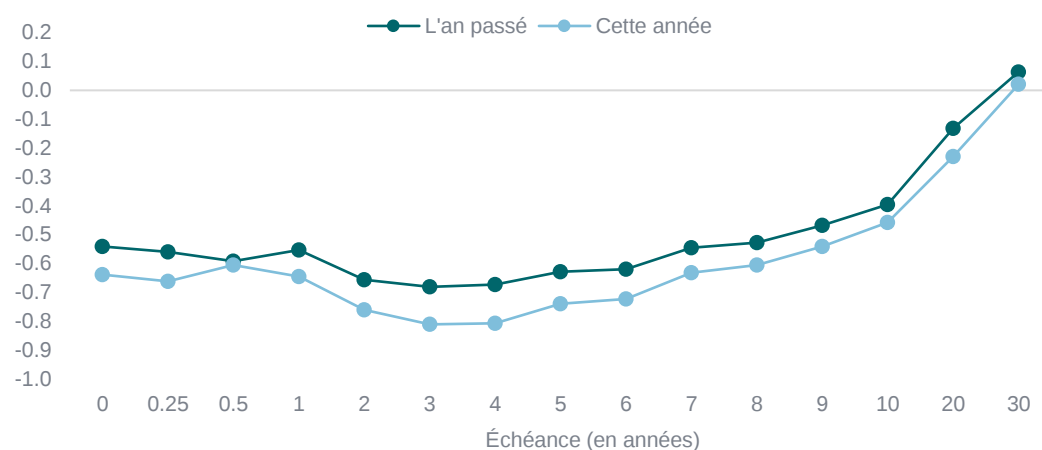
Raison de ces changements

La principale raison pour laquelle nous prévoyons une baisse des performances futures par rapport à ce que nous anticipions il y a un an est l'environnement actuel en matière de taux d'intérêt. Nous calculons nos performances totales pour chaque classe d'actifs à partir de deux éléments. Premièrement, la performance du taux d'intérêt sans risque correspondant, comme les liquidités ou les obligations d'État. Deuxièmement, la performance excédentaire que les investisseurs peuvent obtenir en détenant la classe d'actifs en plus du taux sans risque.

Depuis le lancement de nos hypothèses l'an passé, la courbe de rendement des obligations d'État de la zone euro a évolué à la baisse (figure 3). Selon nos prévisions, la performance des liquidités et des obligations d'État en EUR sur la plupart des échéances sera négative au cours des 10 prochaines années. La baisse du taux sans risque entraîne une baisse des attentes en matière de performance globale pour chaque classe d'actifs, sauf si la prime de risque exerce un effet compensatoire. Nos modèles suggèrent que sur l'ensemble des classes d'actifs qui composent notre univers AAS, les primes de risque évoluent, mais soit ces changements ne suffisent pas à compenser la baisse des performances, soit ils compriment davantage les performances attendues.

Figure 3 : Encore plus bas

Rendements des obligations d'État allemandes (en %)



Source : Thomson Reuters, Quintet

Une gamme de portefeuilles sur laquelle s'appuyer

Une fois nos hypothèses de marché actualisées, l'étape décisive suivante consiste à trouver l'allocation de portefeuille à long terme la plus attrayante. Nous avons conçu nos portefeuilles pour qu'ils offrent les meilleures performances ajustées du risque pour chaque profil de risque. Bien que nos hypothèses aient considérablement évolué dans toutes les classes d'actifs au cours de l'année écoulée, l'attrait relatif entre les classes d'actifs n'a pas changé. Les pondérations des portefeuilles restent inchangées dans nos AAS. Autrement dit, nous n'avons pas modifié notre allocation à chacune des classes d'actifs de notre univers.

Plus précisément, sur la base de nos nouvelles hypothèses, aucun motif important ne justifie de s'écarter des pondérations en fonction de la capitalisation boursière dans notre allocation d'actions régionales. Dans le cadre de notre procédure d'optimisation, nous avons également fixé la taille minimale de toute allocation à 2 %. Par exemple, les actions suisses ont un poids légèrement supérieur à la taille du marché dans nos AAS. Les actions américaines restent la position la plus importante de notre allocation d'actions régionales.

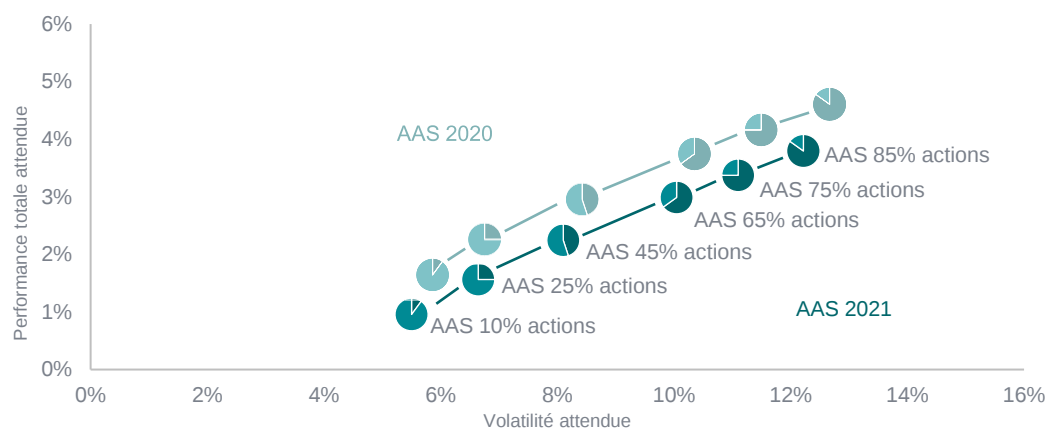
Au sein de notre allocation obligataire, nous surpondérons le crédit mondial dans nos AAS par rapport aux pondérations en fonction de la capitalisation boursière. Les obligations d'État continuent de jouer un rôle important en tant que sources de diversification au sein de nos portefeuilles. Mais compte tenu des performances négatives attendues, notre éloignement de la classe d'actifs au profit d'obligations plus risquées mais à rendement plus élevé reste justifié dans le cadre de notre quête des meilleures performances ajustées du risque.

Que signifient ces changements pour les portefeuilles ? La performance que nous anticipons pour nos AAS en EUR, tous profils de risque confondus, au cours des 10 prochaines années est inférieure à celle que nous envisagions l'an passé, ainsi qu'à celle des dernières décennies (figure 4). Nous estimons à présent qu'une AAS bien équilibrée composée de 45 % d'actions devrait enregistrer une croissance moyenne de 2,3 % par an au cours des 10 prochaines années. La volatilité attendue pour un tel portefeuille est de 8,1 %. Ce chiffre est lui aussi légèrement inférieur à nos estimations d'il y a un an.

Les ratios de Sharpe pour l'ensemble de nos profils de risque AAS ne sont légèrement inférieurs que pour les stratégies les plus risquées

Figure 4 : Baisse sur l'ensemble des profils de risque

Risque et performance attendus de quelques profils AAS EUR sélectionnés (en EUR, %)



Source : Quintet

Il est important de noter que la baisse des performances attendues ne se fait pas au prix d'une modification significative du ratio de Sharpe (qui mesure les performances corrigées du risque d'un portefeuille par rapport au taux sans risque). Les ratios de Sharpe pour l'ensemble de nos profils de risque AAS ne sont légèrement inférieurs que pour les stratégies les plus risquées. Cela signifie que les performances excédentaires attendues de nos portefeuilles par rapport aux liquidités sont quasiment inchangées par rapport à l'année dernière. En d'autres termes, lorsqu'il s'agit de choisir entre un investissement dans l'une de nos principales solutions AAS et une épargne en espèces, les avantages sont toujours les mêmes qu'il y a un an (figure 5).

Figure 5 : Un équilibre entre risques et performances

Hypothèses de marché pour les AAS en EUR et performances historiques (en EUR, %)

Allocation en actions
Hypothèses de marché (à 10 ans)
Performance
Volatilité
Ratio de Sharpe
Manque à gagner anticipé
Historique depuis janv. 2005
Performance
Volatilité
Manque à gagner

Equity allocation	0%	10%	25%	45%	65%	75%	85%	92.5%
CMA (next 10 years)								
Return	0.6%	1.0%	1.6%	2.3%	3.0%	3.4%	3.8%	4.0%
Volatility	5.4%	5.7%	6.6%	8.1%	10.1%	11.1%	12.2%	12.9%
Sharpe Ratio	0.14	0.20	0.26	0.30	0.32	0.32	0.32	0.32
Expected Shortfall	-15.4%	-15.5%	-17.6%	-22.2%	-28.0%	-30.8%	-33.8%	-35.7%
Historic since Jan 2005								
Return	5.1%	5.6%	6.3%	7.4%	8.4%	8.8%	9.3%	9.5%
Volatility	5.0%	5.2%	6.0%	7.4%	9.3%	10.2%	11.3%	12.0%
Shortfall	-4.9%	-6.8%	-11.0%	-16.0%	-21.5%	-24.0%	-26.5%	-28.2%

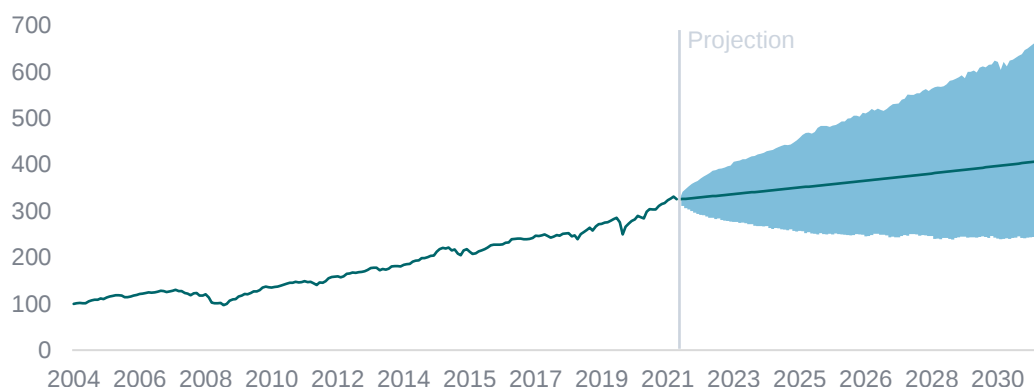
Source : Bloomberg, Quintet

Ce qui a changé, c'est qu'après une année extraordinaire pour les marchés financiers, les performances que l'on peut espérer pour une année donnée sont moins élevées. Ce phénomène ne résulte pas de la manière dont nous construisons nos portefeuilles, mais de rendements faibles et de valorisations élevées (figure 6).

La prime de risque de ces classes d'actifs s'est comprimée

Figure 6 : Un chemin différent s'annonce

Performances historiques et prévisionnelles et intervalle de confiance à 95% pour les AAS de 45% en actions EUR (en EUR, %)



Source : Bloomberg, Quintet

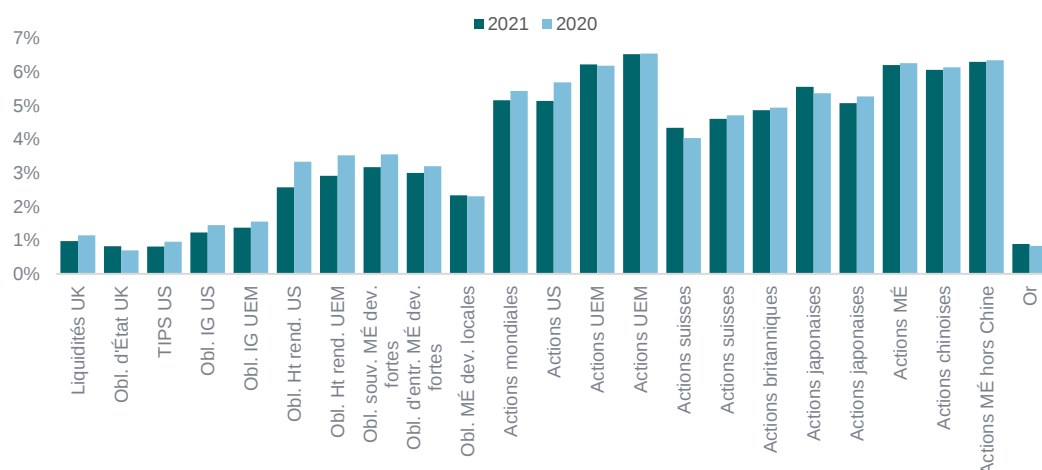
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Un éventail de devises à considérer

Tous les investisseurs ne sont pas basés en EUR et nous estimons également les performances et les risques attendus pour les classes d'actifs de notre univers libellées en GBP, USD et CHF. Pour nos clients basés en GBP, les changements dans les hypothèses de marché sont un peu plus nuancés. Nos attentes en matière de performance pour les obligations plus risquées et les actions américaines sont inférieures à celles d'il y a un an. La prime de risque de ces classes d'actifs s'est comprimée. Mais les changements par rapport à l'an passé sont plus progressifs que pour les investisseurs basés en EUR et certaines classes d'actifs affichent un potentiel de performance supérieur à ce que nous anticipions il y a un an.

Par exemple, nous prévoyons une performance annuelle moyenne de 4,9 % pour les actions britanniques au cours des dix prochaines années, et une performance annuelle de 0,8 % pour les obligations d'État britanniques (figure 7). Pour les investisseurs basés en USD, les choses sont plus nuancées, tandis que les changements dans nos hypothèses en CHF reflètent davantage ceux apportés à nos hypothèses en EUR.

Figure 7 : Un tableau plus nuancé
 Performances attendues sur 10 ans (en EUR, %)



Source : Quintet

En résumé, au regard des nouvelles hypothèses à l'échelle du portefeuille, notre AAS en GBP composée d'une allocation de 65 % en actions devrait produire une performance annuelle de 4 % en moyenne sur les 10 prochaines années. Ce chiffre est environ 30 pb inférieur à nos estimations d'il y a un an. La volatilité que l'investisseur doit tolérer pour un tel portefeuille est de 10,2 %, soit également 30 pb de moins qu'il y a un an (figure 8).

Nos hypothèses de marché constituent un pilier essentiel de nos portefeuilles à long terme bien conçus

Allocation en actions

Hypothèses de marché (à 10 ans)
 Performance
 Volatilité
 Ratio de Sharpe
 Manque à gagner anticipé

Historique depuis janv. 2005
 Performance
 Volatilité
 Manque à gagner

Figure 8 : Risques et performances

Hypothèses de marché pour les AAS en GBP et performances passées (en GBP, %)

Equity allocation	10%	25%	45%	65%	85%	92.5%
CMA (next 10 years)						
Return	2.0%	2.5%	3.3%	4.0%	4.6%	5.0%
Volatility	5.8%	6.7%	8.2%	10.2%	11.7%	13.0%
Sharpe Ratio	0.17	0.23	0.28	0.30	0.31	0.31
Expected Shortfall	-14.9%	-17.5%	-21.3%	-26.4%	-30.6%	-34.1%
Historic since Jan 2005						
Return	6.3%	7.2%	8.4%	9.0%	9.8%	10.2%
Volatility	5.3%	6.2%	7.5%	9.3%	10.7%	11.9%
Shortfall	-3.0%	-5.3%	-9.8%	-15.9%	-19.4%	-22.8%

Source : Quintet

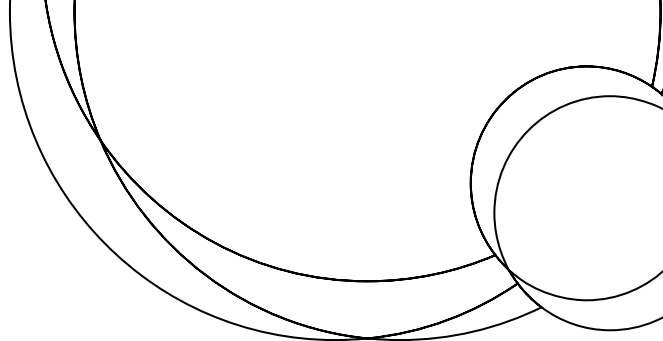
Quelques enseignements à tirer

Afin de gérer le risque de portefeuille de manière adéquate, l'AAS doit être le principal moteur de risque et de performance à long terme. Nos hypothèses de marché constituent un pilier essentiel de nos portefeuilles à long terme bien conçus.

Cette année, les hypothèses actualisées suggèrent que les performances futures resteront inférieures à celles des dernières décennies. Pour les actifs libellés en EUR, elles sont inférieures à nos prévisions d'il y a un an. Cela s'explique principalement par le fléchissement de la courbe des obligations d'État de la zone euro, bien que nos modèles indiquent une compression supplémentaire de la prime de risque de certaines classes d'actifs. La situation est légèrement différente pour les hypothèses de marché concernant les classes d'actifs libellées dans certaines de nos autres devises de référence. L'évolution des performances attendues est plus nuancée en GBP et en USD.

Qui dit baisse des performances des classes d'actifs dit baisse des performances des portefeuilles. Nous estimons à présent qu'une AAS bien équilibrée en EUR composée de 45 % d'actions devrait enregistrer une croissance moyenne de 2,3 % par an au cours des 10 prochaines années. La volatilité attendue pour un tel portefeuille est de 8 %, un chiffre lui aussi légèrement inférieur à ce que nous anticipions il y a un an. Toutefois, en termes de performance ajustée du risque, nos AAS restent attrayantes par rapport à la détention de liquidités. Les ratios de Sharpe sont quasiment identiques à nos estimations de l'an passé.

La baisse des performances attendues n'est pas due à la manière dont nous construisons les portefeuilles, mais plutôt au contexte de faible rendement et de niveaux de valorisation élevés. La décision la plus importante demeure de rester investi et de suivre une stratégie d'investissement bien définie et bien exécutée.



Quintet Private Bank

Nous tirons une grande fierté du fait que notre envergure est à la fois suffisamment limitée pour conférer une dimension humaine aux relations que nous entretenons avec vous et votre famille, et suffisamment vaste pour vous permettre d'accéder à ce que le monde de la finance a de mieux à offrir. Quelles que soient vos exigences, nous vous apporterons un éclairage objectif, des conseils et des informations sur les produits et services répondant à vos objectifs personnels. Forts de notre présence dans 50 villes européennes, nous sommes toujours à votre disposition, où que vous soyez. Notre ambition est de gagner votre confiance et d'engager un dialogue sur ce qui compte réellement pour vous.

À propos de nous

Fondée en 1949, Quintet Private Bank (Europe) S.A., dont le siège se situe à Luxembourg, est implantée dans 50 villes d'Europe et emploie 2 000 professionnels. Largement reconnue comme leader de la banque privée, Quintet propose ses services aux particuliers fortunés et à leurs familles, ainsi qu'à une clientèle institutionnelle et professionnelle qui comprend family offices, fondations et tiers gérants. La famille de banques privées de Quintet se compose de Brown Shipley (Royaume-Uni), InsingerGilissen (Pays-Bas), Merck Finck (Allemagne), Puilaetco (Belgique), Puilaetco (Luxembourg), Quintet Danmark (Danemark), Quintet Luxembourg (Luxembourg), Quintet Suisse (Suisse). Pour de plus amples informations, consultez le site www.quintet.com.

Pour une vie plus enrichissante

Nous pensons que vivre une vie enrichissante et épanouie ne se résume pas au simple fait d'accumuler des richesses et des biens, et que la finalité, la passion et l'impact comptent réellement pour nos clients. Si, comme nous, vous êtes passionné(e) et curieux(se) de découvrir comment enrichir votre vie, nous vous invitons à participer à notre conversation mondiale consacrée à ce thème. Nous dialoguons régulièrement avec des personnes de tous horizons sur l'impact, la culture, l'éducation, le patrimoine et bien d'autres sujets encore, afin de proposer un point de vue différent sur certains des enjeux actuels les plus importants.

www.foraricherlife.com

Nos points de vue Counterpoint

Nous portons un regard différent sur le monde et publions régulièrement un large éventail de contenus qui examinent les derniers événements survenus au sein de l'économie mondiale et des marchés financiers. Outre nos éditions hebdomadaires, mensuelles et annuelles de Counterpoint, nous vous proposons des entretiens avec Bill Street, notre Chief Investment Officer, ainsi qu'avec nos économistes, analystes et spécialistes de l'allocation d'actifs.

www.quintet.com

Le présent document a été préparé par Quintet Private Bank (Europe) S.A. Les déclarations et opinions exprimées dans ce document (fondées sur des informations provenant de sources jugées fiables) sont celles de Quintet Private Bank (Europe) S.A. au 8 novembre 2021 et sont susceptibles d'être modifiées. Ce document est de nature générale et ne doit en aucun cas être assimilé à un conseil en investissement, d'ordre juridique, comptable ou fiscal. Il est rappelé aux investisseurs que les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs et que la valeur des investissements peut évoluer à la hausse comme à la baisse. La valeur des investissements sous-jacents peut également évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations de change. Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Tous droits réservés.