Économie – Finance : quelles allocations d'actifs pour la rentrée ?

[Eclairage n° 581] – 04/09/2026

Charles NOURISSAT

Coresponsable pédagogique de la formation « Concevoir une ingénierie d'Allocation Patrimoniale adaptée au profilage du client – CAP »
Administrateur AUREP
CGPI - Manager Patrimoine plus

L'agitation qui a marqué les marchés financiers depuis le début d'année invite à un exercice de recul analytique. Le présent article se propose de dresser un bilan de nos principales publications et recommandations antérieures, d'en évaluer la pertinence à la lumière des développements récents, et d'actualiser, le cas échéant, les orientations qui en découlent.

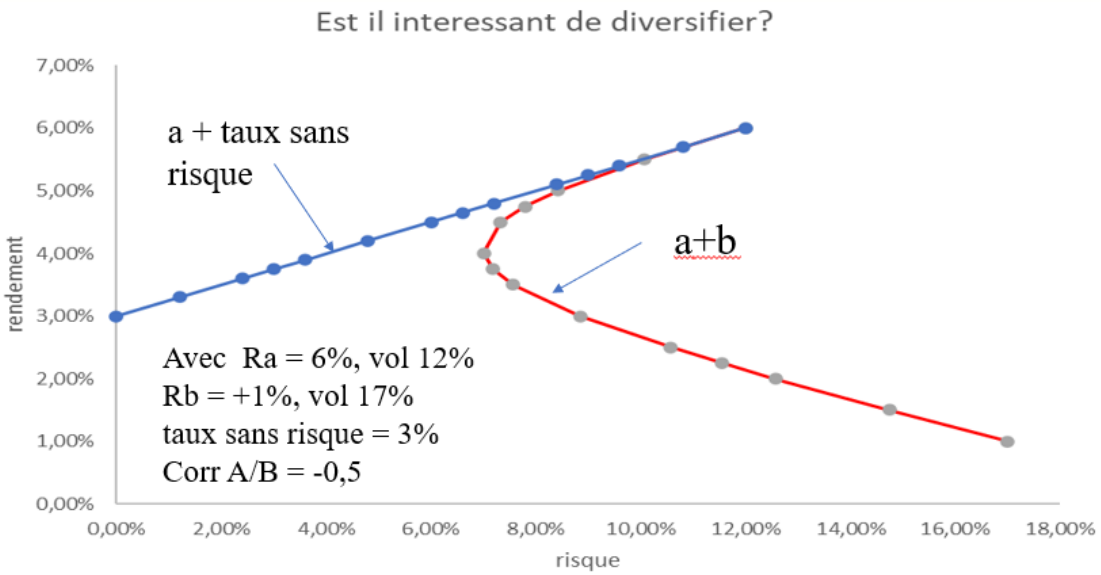
Il convient, au préalable, de rappeler nos principales recommandations formulées au cours des dernières années :

- 11 mars 2022, « Inflation et conséquences sur les allocations d'actifs structurelles » : recommandation principale consistant à retirer les obligations des allocations cibles.
- 10 janvier 2025, « L'Amérique peut-elle encore davantage dominer les marchés financiers ? » : recommandation privilégiant les actions asiatiques, notamment chinoises, ainsi que les petites capitalisations mondiales, au détriment des grandes capitalisations américaines.
- 28 novembre 2025, « Zone de turbulence en vue » : recommandation de prise de bénéfices sur les « sept magnifiques » et, plus généralement, sur la thématique de l'intelligence artificielle.

1. Les obligations retrouvent-elles leur place au sein d'un portefeuille diversifié ?

Avant d'aborder cette question de manière détaillée, il paraît utile de revenir sur un principe théorique trop souvent négligé dans la construction d'une allocation d'actifs. La question première à se poser lors de l'introduction d'une nouvelle classe d'actifs dans un portefeuille n'est pas celle de son pouvoir diversifiant, c'est-à-dire de sa corrélation avec les actifs existants, mais bien celle de son espérance de rentabilité future. Le graphique ci-dessous, fréquemment utilisé dans l'enseignement — notamment dans le cadre du Certificat d'Allocation Patrimoniale (CAP) — illustre cette proposition : même en présence d'une corrélation négative, donc d'un fort pouvoir diversifiant, l'introduction de l'actif B ne présente aucun intérêt pour diversifier l'actif A, la combinaison « actif A + actif sans risque » demeurant systématiquement supérieure à la combinaison « actif A + actif B ».

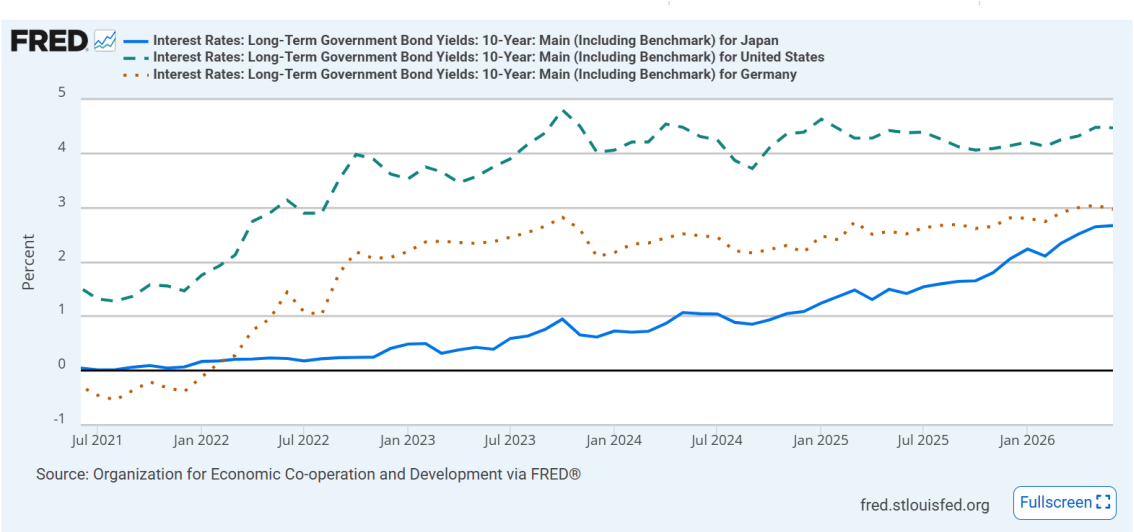
La raison en est simple : dans cet exemple, l'espérance de rentabilité de l'actif B est inférieure à celle de l'actif sans risque.



Il en résulte deux implications pour le processus d'allocation d'actifs :

- Les actifs considérés présentent-ils une espérance de rentabilité supérieure au taux sans risque ?
- Dans l'affirmative, quel est leur niveau de corrélation avec les autres classes d'actifs du portefeuille ?

Revenons tout d'abord sur la période allant de 2022 à aujourd'hui. Comme l'illustre le graphique suivant, les taux des emprunts d'État ont fortement progressé au cours des cinq dernières années, ce qui explique la performance médiocre de la classe d'actifs obligataire sur la période.



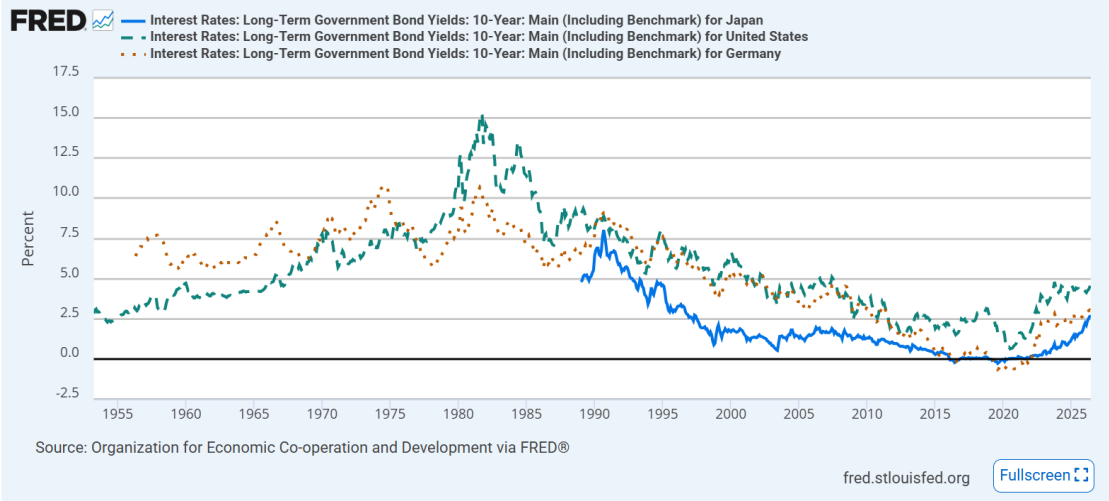
En considérant un indice obligataire plus large, incluant les obligations d'entreprise — tel l'indice Bloomberg Global Aggregate EUR Hedged —, les performances demeurent très faibles sur la période :

2022	2023	2024	2025	2026 (30/06)
-13.27%	**+4.73%**	**+1.68%**	**+2.68%**	**+0.26%**

Cette performance demeurant inférieure au taux sans risque (fonds en euros), l'inclusion d'obligations dans l'allocation ne constituait donc pas, sur cette période, un choix optimal.

Les taux d'intérêt obligataires souverains ayant sensiblement progressé au cours de cette période, la question se pose désormais de savoir s'il est opportun de réintroduire les obligations au sein d'un portefeuille diversifié. Pour y répondre, il convient de s'interroger sur l'espérance de rentabilité des obligations à l'horizon des cinq à dix prochaines années.
L'univers obligataire étant, comme chacun sait, hétérogène — depuis les emprunts d'État notés AAA jusqu'aux titres à haut rendement —, l'analyse débutera par les emprunts d'État les mieux notés (États-Unis, Allemagne et Japon). Convient-il de revenir sur le taux à 10 ans américain, actuellement à 4,70 %, sur le taux allemand à 10 ans, à 3,26 %, ou encore sur le taux japonais à 10 ans, à 2,88 % ?

Le premier argument avancé tient à l'analyse des cycles longs, telle qu'exposée en 2022 et développée par les travaux d'Éric Mijot. Si l'économie mondiale est effectivement entrée dans un nouveau « printemps économique » — période de croissance soutenue et de reflation, c'est-à-dire de sortie de la déflation —, comme cela semble de plus en plus être le cas, l'allocation optimale observée lors des cycles précédents comparables ne comprenait pas d'obligations, la phase suivante (l'« été économique »), caractérisée par une hausse régulière de l'inflation, s'étant révélée plus défavorable encore aux actifs obligataires. Le graphique ci-dessous illustre la hausse des taux constatée entre le début des années 1950 et la fin des années 1970, soit les derniers cycles de printemps et d'été économiques observés. L'équipe dirigée par Mike Wilson, responsable de la stratégie actions américaines et directeur des investissements chez Morgan Stanley, formule une analyse convergente : dans sa note du 24 août, elle indique considérer que, sur le long terme, la tendance des rendements demeure orientée à la hausse, ponctuée de marchés haussiers cycliques comparables à celui observé entre 1945 et 1982, précédente période baissière séculaire d'environ trente-six ans pour les obligations.



Sous cette hypothèse, la hausse des taux longs ne serait donc pas achevée.

Le second élément renforçant cette conclusion tient à l'augmentation continue des besoins de financement des États et, désormais, des entreprises, destinée à couvrir les déficits publics et à soutenir la croissance. Alors que les États poursuivent des politiques budgétaires fortement pro-cycliques, les grandes entreprises — notamment américaines —, qui généraient auparavant des flux de trésorerie excédentaires réinvestis dans le rachat de leurs propres actions, se tournent désormais vers le marché obligataire ou procèdent à des

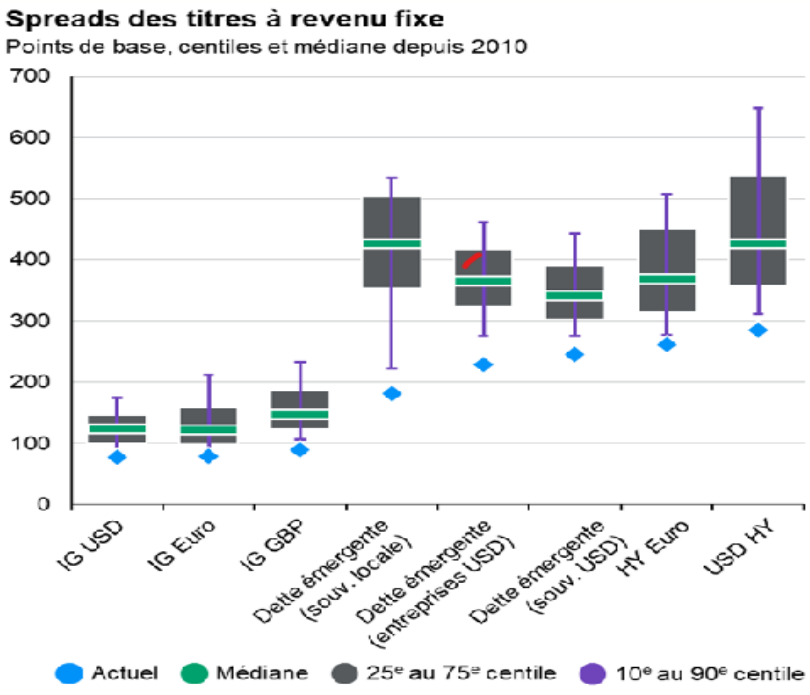
augmentations de capital afin de financer leurs investissements massifs dans l'intelligence artificielle. Ce mouvement absorbe une part croissante de l'épargne disponible et accentue d'autant la pression sur les taux d'intérêt. Ce phénomène s'auto-entretient, la hausse des taux augmentant mécaniquement, toutes choses égales par ailleurs, le montant des intérêts versés chaque année par les États et donc leurs déficits. S'agissant plus spécifiquement des États-Unis, la politique commerciale fondée sur le recours systématique aux droits de douane, menée par l'administration Trump, n'incite guère les partenaires commerciaux du pays à investir dans les actifs obligataires américains. L'exemple le plus récent est celui du Canada, avec lequel aucun accord commercial n'a pu être trouvé — l'administration américaine ayant sans doute sous-estimé le fait que le Canada a compté, ces dernières années, parmi les principaux acheteurs de bons du Trésor américain. Le Canada a en effet triplé ses avoirs en bons du Trésor, portés à 460 milliards de dollars, compensant ainsi presque intégralement les cessions opérées par la Chine.

Enfin, au regard de la théorie économico-financière, le taux des emprunts d'État à 10 ans devrait, en théorie, refléter la relation suivante :

Taux à 10 ans ≈ croissance potentielle réelle anticipée + inflation anticipée + prime de terme + prime de risque souverain et fiscal

Appliquée à la zone euro, cette relation conduit au résultat suivant : la croissance potentielle étant estimée entre 0 et 1 %, l'inflation anticipée entre 2 et 2,5 %, et la prime de terme historique à 0,5 %, le taux d'équilibre allemand ressortirait dans une fourchette comprise entre 2,5 et 4 %. Au niveau actuel de 3,3 %, les taux paraissent donc globalement cohérents avec ces paramètres ; la dynamique demeure toutefois orientée à la hausse, en l'absence de consolidation budgétaire notable de la part des principaux emprunteurs souverains, ce qui incite à anticiper un taux allemand proche de 4 %, soit environ 5 % pour la France, avant d'envisager une réintroduction des obligations d'État au sein des allocations structurelles.

Si les emprunts d'État ne paraissent pas encore suffisamment attractifs, qu'en est-il des obligations d'entreprise ? À cet égard, il convient de se référer aux niveaux de valorisation établis par JP Morgan, présentés dans le tableau ci-dessous :



Source: J.P. Morgan Research

Ces données font apparaître que les niveaux de valorisation actuels demeurent peu attractifs au regard de la période 2010-2026.

En conclusion, il apparaît préférable de maintenir le cap retenu et de continuer à s'appuyer sur les travaux d'Éric Mijot ainsi que sur les allocations types qu'ils préconisent, lesquelles recommandent une exposition obligataire nulle durant les phases de reflation (printemps) et de stagflation (été).

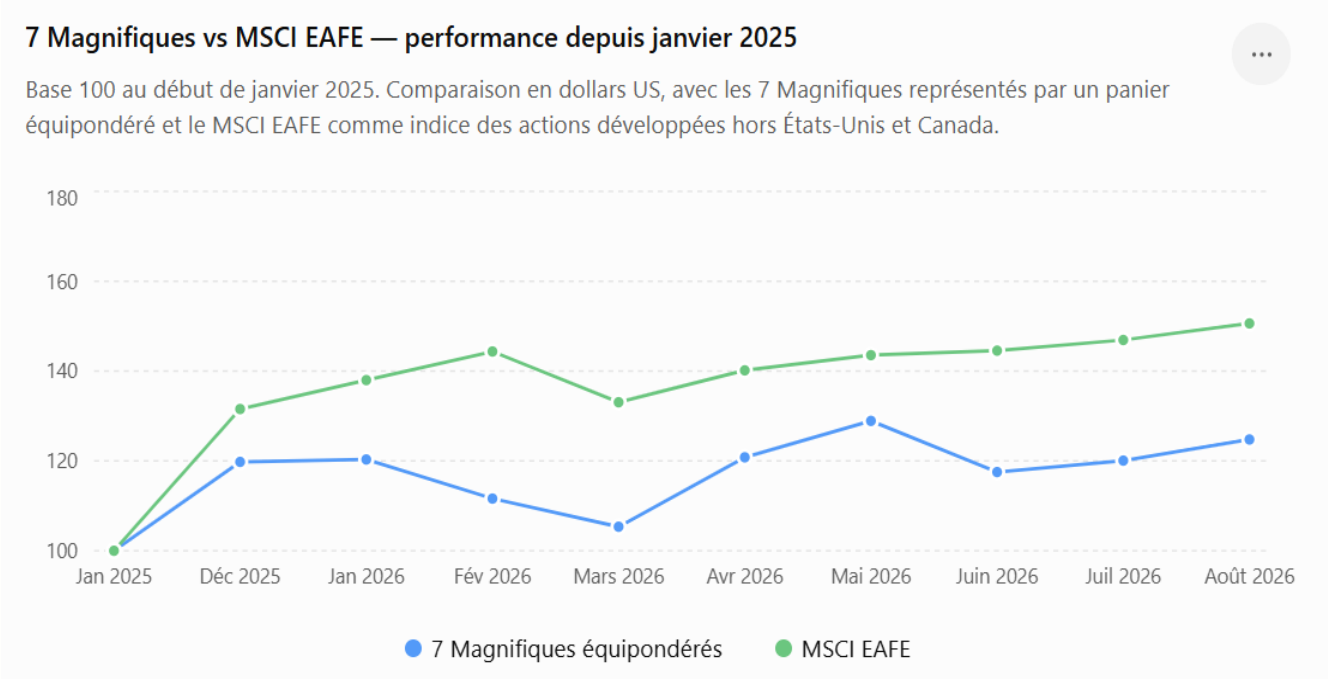
Portefeuille avec immobilier: poids cibles selon les saisons

	Printemps		Eté		Automne		Hiver	
	avec immobilier	sans immobilier	avec immobilier	sans immobilier	avec immobilier	sans immobilier	avec immobilier	sans immobilier
Actions	50%	85%	5%	15%	50%	85%	10%	15%
Obligations	-	-	-	-	10%	15%	40%	60%
Monétaire	10%	15%	25%	60%	-	-	-	-
Or	-	-	10%	25%	-	-	20%	25%
Immobilier	40%		60%		40%		30%	
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Source : Cycles d'Investissement et Allocation d'Actifs de Eric Mijot (Auteur)

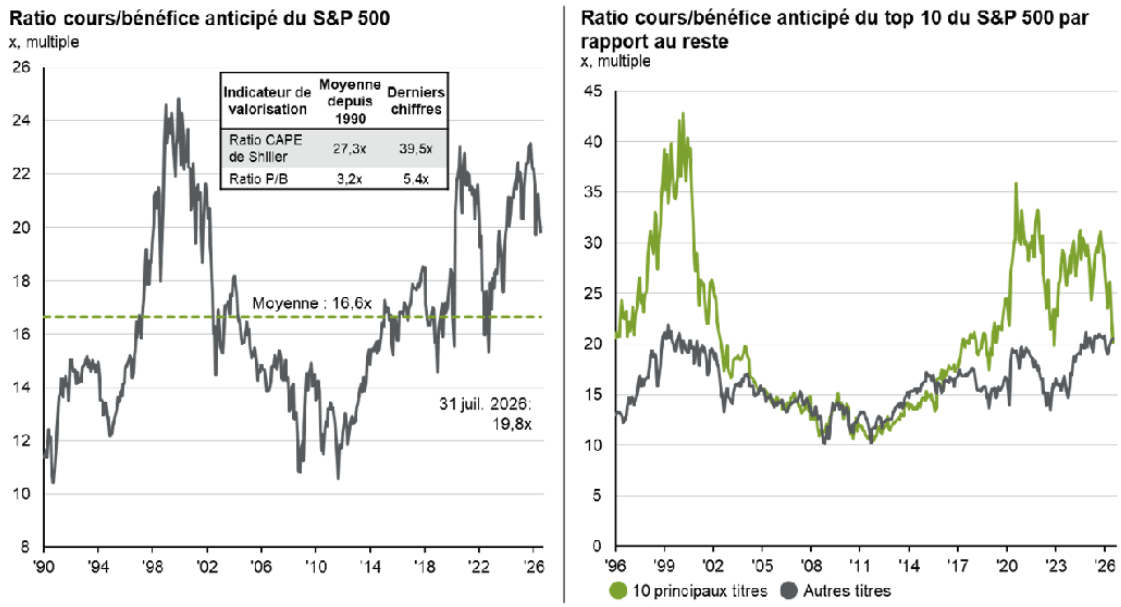
2. Convient-il de privilégier les grandes valeurs américaines par rapport au reste du monde ?

Si, au début de l'année 2025, il paraissait opportun de ne pas concentrer les allocations sur les « sept magnifiques », qu'en est-il aujourd'hui ? Il convient, dans un premier temps, d'examiner la performance relative de ces valeurs par rapport au reste du monde.



Si les très grandes capitalisations américaines ont poursuivi leur progression sur la période (+24 %), elles ont en revanche nettement sous-performé le reste du monde, représenté par l'indice MSCI EAFE (+50 %).

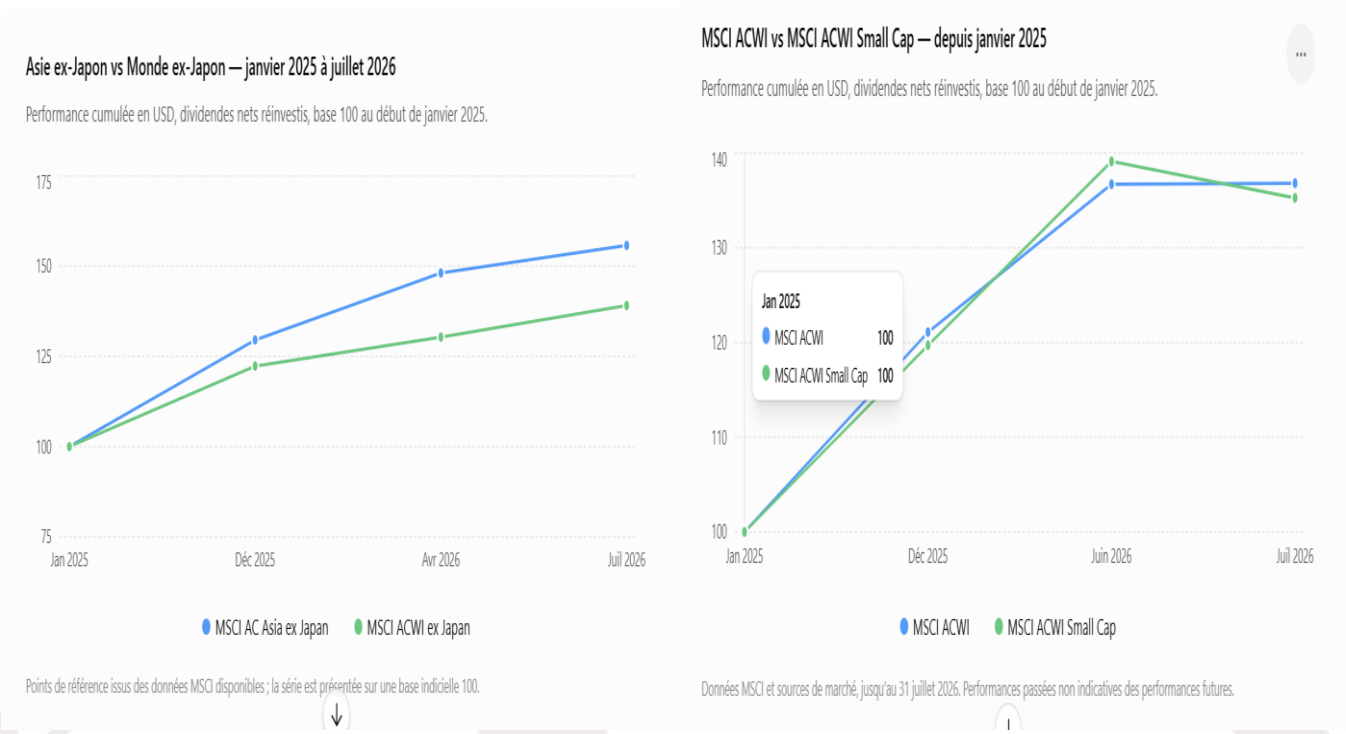
Cette recommandation reposait principalement sur le niveau de valorisation des plus grandes entreprises et sur son écart avec le reste du marché. Or, si la valorisation du marché américain demeure élevée au regard des standards historiques, comme l'illustre le graphique de gauche ci-dessous, celle des dix plus grandes capitalisations rejoint désormais celle du reste du marché (graphique de droite).



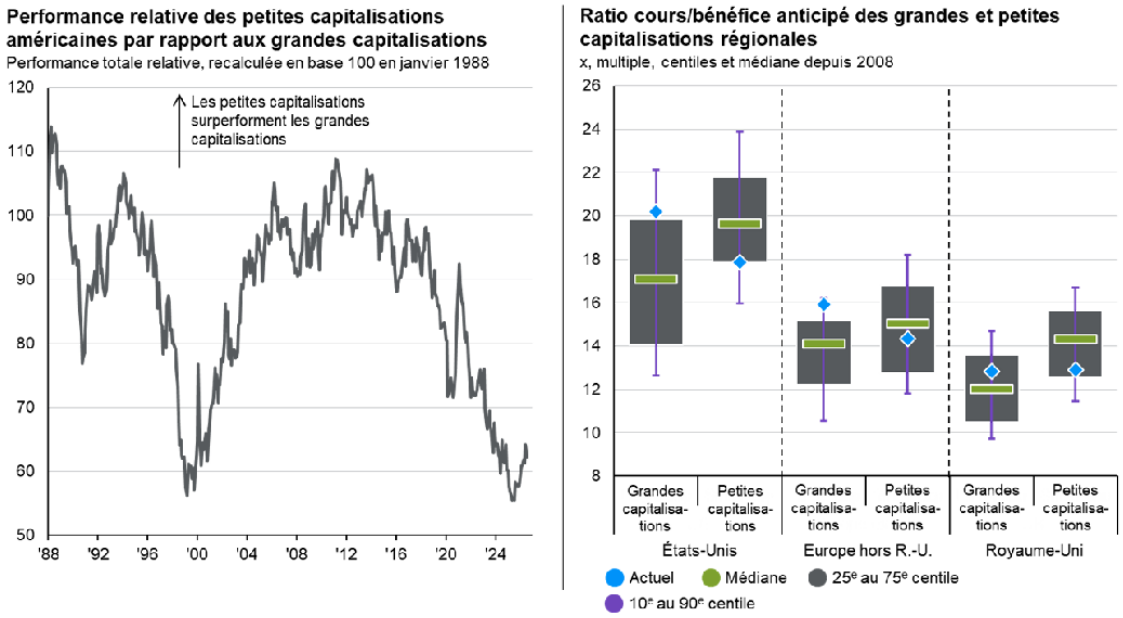
Source : J.P. Morgan Research

Ce constat milite donc en faveur d'une allocation réintégrant les plus grandes entreprises.

Qu'en est-il, dès lors, des marchés asiatiques et des petites capitalisations, que nous privilégiions alors ?



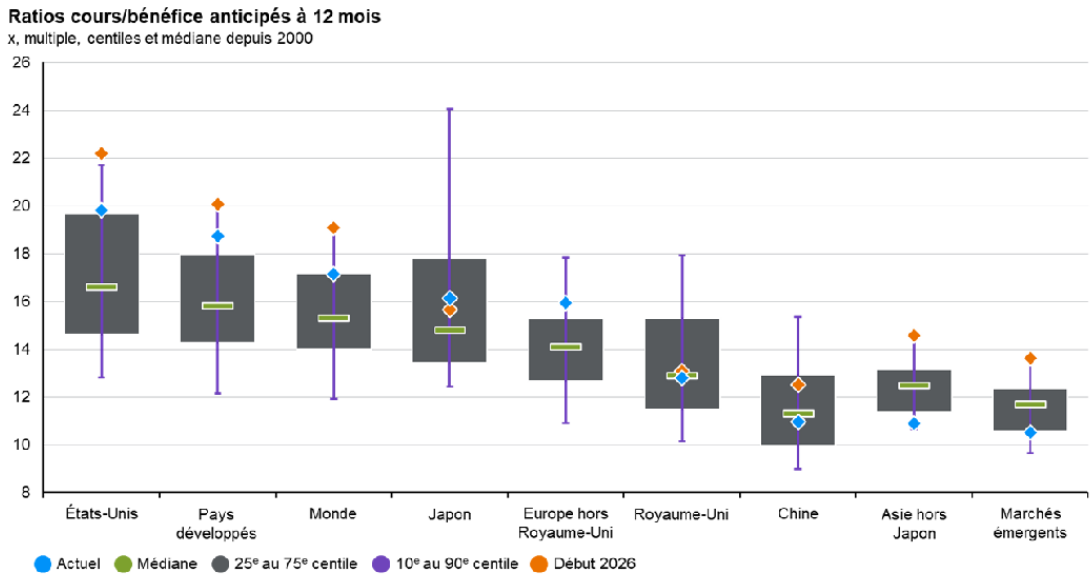
Si les marchés asiatiques ont largement surperformé le reste du monde, les petites capitalisations n'ont, quant à elles, pas fait mieux que les grandes sur la période considérée. Compte tenu de la persistance des écarts de valorisation, comme le montre le graphique suivant, il ne paraîtrait pas cohérent, à ce stade, de renoncer à ces préconisations.



Source : J.P. Morgan Research

On observe, par ailleurs, une amorce de surperformance des petites valeurs américaines par rapport aux grandes, qui pourrait annoncer un mouvement plus large sur le plan géographique.

Enfin, s'agissant des marchés asiatiques, leur valorisation s'est sensiblement améliorée sous l'effet d'une forte progression des bénéfices des entreprises, ce qui les rend d'autant plus attractifs.



Source: J.P. Morgan Research

Conclusions

- Continuer d'exclure les obligations dans les allocations cibles, en dépit de la récente hausse des taux longs, et privilégier à ce stade le fonds en euros comme alternative.
- Au sein de la classe d'actifs actions, conserver une préférence pour les marchés émergents, en particulier asiatiques.
- Enfin, concernant les tailles des sociétés, même si les petites capitalisations restent plus attractives en termes de valorisation, leur intérêt semble moins pertinent, notamment par rapport au très grandes dans un contexte de hausse des taux.