
Allocation d'actifs - Commentaire mensuel : Certains l'aiment chaud !

Multi-actifs | Mars 2021



Maya Bhandari
Portfolio Manager

A la fin de l'année dernière, j'avais déclaré qu'il « faut avoir confiance dans les faibles taux d'actualisation » des actifs à risque, comme les actions, pour continuer à générer de bonnes performances en 2021. Si, d'un côté, le redressement économique et des bénéfices après la crise du Covid-19 a été, et continue d'être plus important que prévu, permettant aux entreprises de croître à des multiples élevés, de l'autre, une hausse des coûts du capital extrêmement bas, surtout quand elle est comparable à celle que nous avons constatée ces dernières semaines, représente un risque majeur.

En particulier, la forte correction des marchés de taux souverains ces dernières semaines semble traduire l'inquiétude croissante d'une « erreur politique », les rendements obligataires réels augmentant apparemment de la même manière que lors du « taper tantrum » de 2013 ou que fin 2018 lorsque Jerome Powell, le président de la Fed, avait déclaré qu'« ils étaient loin d'être neutres ».¹ Compte tenu du niveau de l'extrémité courte des courbes de taux, la première hausse des taux d'intérêt de la Fed (et de la Banque d'Angleterre) a été avancée d'au moins une année complète, à 2023, et les courbes obligataires se sont pentifiées à la baisse, alors que la volatilité des taux a fortement rebondi pour renouer avec les niveaux de mars dernier. Donc : le moment est-il venu de ne plus faire confiance aux faibles rendements obligataires, et quelles sont les implications pour les investisseurs dans les actifs à risque ?

La réponse est : *cela dépend*. Cela dépend de l'interaction de trois forces : les moteurs de la hausse des rendements obligataires ; les réactions des décideurs politiques, notamment des banques centrales ; et la capacité des flux de trésorerie de capitaux, ou des bénéfices, à croître au rythme vertigineux prévu actuellement.

¹ Bloomberg, Powell Says Fed May Lift Rates to Levels That Restrain Growth, 3 octobre 2018

Le rendement obligataire en détail

Les rendements des obligations peuvent être ventilés en prévisions d'inflation (ou points morts)² et en rendements réels (la partie restante). Par ailleurs, si une légère hausse des rendements obligataires nominaux est généralement associée à une phase d'expansion économique – une évolution favorable aux actions car elle donne un coup de pouce aux flux de trésorerie ou bénéfiques prévus – la partie cachée de l'iceberg, c'est-à-dire le fait que la hausse des rendements soit due aux rendements réels et/ou aux points morts est souvent nettement plus importante.

Pendant une grande partie de la période allant de mars 2020 à février de cette année, les rendements obligataires ont augmenté sous l'effet des variations du point mort d'inflation, tandis que les rendements réels atteignaient des points bas inédits depuis 2003.³ Cette combinaison était idéale pour les marchés d'actions, notamment pour les valeurs de croissance à plus long terme : leurs flux de trésorerie prévus ont été dopés parallèlement à l'amélioration des prévisions de croissance et d'inflation mise en évidence par les points morts d'inflation, et leur taux d'actualisation avait rarement été aussi attractif. Au cours des trois et des cinq dernières années, pour chaque hausse d'un écart-type du point mort d'inflation, en tenant compte de la variation des taux réels, les rendements du S&P 500 ont augmenté de 0,6 à 0,7 écart-type. Parallèlement, de début novembre 2020 à mi-février, les rendements réels ont réduit de moitié environ le coût plus élevé du capital suggéré par la hausse des points morts d'inflation.

Ces dernières semaines, l'ordre de bataille a évolué, les rendements réels ouvrant la marche de la hausse alors que les variations du point mort marquent le pas. Alors qu'elle convient aux valeurs décotées, cette évolution est plus problématique pour les titres de croissance qui ont été les grands bénéficiaires à la fois des points morts d'inflation plus élevés et des rendements réels inférieurs. La hausse des points morts est importante pour la taille, la cyclicité et la performance relative du secteur technologique. Il en va de même pour la pentification des courbes, à des degrés divers. La figure 1 illustre une partie de cette heuristique.

Figure 1 : Des variations semestrielles notables depuis 2002

	World Value vs Growth	World Small vs Large	World Cons Disc vs Staples	US Tech vs US	US Cyc vs Def
US 10Y Nom	18%	56%	60%	13%	40%
US 10Y BE	-7%	55%	54%	33%	44%
US 10Y RY	35%	11%	17%	-24%	2%
US 30Y Nom	9%	55%	57%	15%	40%
US 30Y BE	-4%	59%	54%	31%	47%
US 30Y RY	21%	26%	36%	-10%	14%
US 30s-5s	-33%	-2%	0%	14%	1%
US 10s-2s	-20%	16%	29%	27%	14%
US IG OAS	3%	-53%	-61%	-37%	-55%
US HY OAS	-3%	-59%	-63%	-34%	-53%
ACWI	-1%	44%	67%	30%	57%

Source : Bloomberg, mars 2021. Les indices mentionnés sont : valeurs décotées monde = MSCI ACWI Value ; valeurs de croissance monde = MSCI ACWI Growth ; petites capitalisations monde = MSCI ACWI Small Cap ; grandes capitalisations monde = MSCI ACWI Large Cap ; consommation discrétionnaire monde = MSCI ACWI Consumer Discretionary ; consommation de base monde = MSCI ACWI Consumer Staples ; valeurs cycliques américaines = moyenne des indices S&P 500 pour la consommation discrétionnaire, la finance, l'industrie, les technologies de l'information, les matériaux et l'immobilier ; valeurs défensives américaines = moyenne des indices S&P 500 pour la consommation de base, l'énergie, la santé, les services de télécommunication et les services aux collectivités.

² Théoriquement, l'écart entre rendement nominal et rendement réel, ou compensation de l'inflation, correspond à la somme de l'inflation prévue et de la prime de risque d'inflation sur une période définie (qui est globalement égale à la durée d'une obligation)

³ Bloomberg, mars 2021

Les rendements réels peuvent augmenter pour diverses raisons.

Les prévisions d'inflation ont évolué, parallèlement aux prix du pétrole et aux autres mesures de la pression sur les coûts, si bien que toute hausse escomptée des rendements nominaux sera probablement causée par l'accroissement des taux réels à partir de leurs plus bas depuis 2003. Et c'est là que les choses se compliquent, car les variations des rendements réels peuvent traduire une multitude de facteurs, tels que les prévisions de croissance et la politique de la Fed – et ils se sont inscrits en hausse pour diverses raisons dans l'histoire récente.

Par exemple, l'augmentation des rendements réels au cours du « taper tantrum » de 2013 et du quatrième trimestre 2018 a fortement perturbé les marchés des actifs risqués qui percevaient les actions de la Fed comme des erreurs politiques. En revanche, la hausse des taux réels au moment de la réforme fiscale mise en place par Donald Trump et des périodes de reflation de 2016 et de fin 2017 a été considérée comme un simple reflet des perspectives de hausse de la croissance et a suscité de forts rebonds au niveau des actifs risqués. Dans l'ensemble, alors que la vie retrouve son cours normal grâce aux mesures de relance supplémentaires de grande ampleur et à la vaccination, les rendements réels pourraient tout à fait augmenter dans un contexte de reflation favorable au risque : nos prévisions pour la croissance américaine se situent actuellement dans la fourchette supérieure du consensus tant pour cette année que la suivante ; nous sommes tout aussi optimistes à l'égard du Japon et nous avons également relevé nos anticipations de croissance en Europe pour 2021.

Banques centrales et flux de trésorerie

Mais, naturellement, la politique de la Fed (et des autres banques centrales) est déterminante – aussi bien pour sa capacité à re-ancrer la courbe des rendements qu'à garder à l'œil l'envolée de l'inflation quand l'économie se normalisera et que la croissance rebondira plutôt fortement au deuxième semestre de cette année. Dans la mesure où les conditions financières générales sont restées remarquablement accommodantes en dépit de l'agitation plus marquée des marchés obligataires, et compte tenu de la stabilité des spreads de crédit, il n'est pas certain que la Fed ressentira le besoin d'intervenir dans l'urgence. De même, le principe selon lequel le ciblage flexible de l'inflation moyenne vise à faire tourner l'économie à plein régime est incohérent avec l'anticipation par les marchés d'un resserrement politique prématuré et avec les rendements obligataires à long terme très proches des estimations du niveau neutre de la Fed.

Enfin, les bénéfices ou les flux de trésorerie représentent la dernière pièce du puzzle. Les publications de résultats du quatrième trimestre ont été remarquablement solides dans la plupart des régions et nos anticipations pour 2021 et 2022 sont légèrement plus optimistes que les prévisions actuellement haussières du consensus. En effet, la croissance des bénéfices est suffisamment forte pour assurer des rendements totaux satisfaisants pour les actions, même en cas de diminution des valorisations, et une modeste baisse des ratios cours/bénéfices est déjà intégrée pour les deux prochaines années. La question principale concerne l'ampleur de cette baisse. Pour les portefeuilles multi-actifs de Columbia Threadneedle Investments, nous avons privilégié une exposition aux risques sur les marchés d'actions affichant des profits en nette hausse, comme les pays émergents d'Asie et le Japon, qui bénéficient d'un levier opérationnel élevé leur permettant de profiter d'une amélioration des perspectives à l'échelle mondiale. Nous conservons nos positions sur des actions américaines de qualité et un éventail d'obligations d'entreprises, et restons prudents en ce qui concerne les emprunts d'Etat de référence étant donné la situation actuelle.

Certains l'aiment chaud !

Figure 3 : L'allocation d'actifs en bref

	Très défavorable	Défavorable	Neutre	Favorable	Très favorable
Allocation d'actifs		Secteur public Titres indexés	Liquidités Immobilier Matières premières	Actions Crédit	
Actions - Régions			R.-U. Marchés ém. Europe hors Royaume-Uni	Japon Etats-Unis	Pacifique hors Japon
Actions - Secteurs mondiaux		Immobilier Finance Services aux collectivités Energie Biens de cons. de base	Industrie Biens de cons. cyclique Matériaux	Santé Technologie Services de communication	
Obligations - Couv. FX		Japon	Allemagne Etats-Unis R.-U.	Pays nordiques Australie Titres ém. en dev. loc.	
Crédit			Dettes émergentes	Obl. d'entreprises HY Obl. d'entreprises IG	
Matières premières		Bétail Energie	Matières premières agricoles Métaux de base	Métaux précieux Céréales	
Devises		USD	Euro GBP Devises nordiques AUD	JPY	
Risque du portefeuille			X		

Source : Columbia Threadneedle Investments, 1er mars 2021

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.

Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs. La valeur des investissements et le revenu qui en découle ne sont pas garantis et peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et être affectés par des fluctuations de change. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Votre capital est exposé à des risques. Les analyses contenues dans ce document ont été produites par Columbia Threadneedle Investments dans le cadre de ses propres activités de gestion d'investissement. Il se peut qu'elles aient été utilisées avant la publication et elles ont été incluses dans ce document à titre informatif. Les opinions exprimées dans les présentes sont celles de leur auteur à la date de publication mais peuvent changer sans préavis et ne sauraient être interprétées comme un conseil en investissement. Les informations obtenues auprès de sources externes sont jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. Le présent document inclut des prévisions et notamment des projections relatives aux conditions économiques et financières futures. Columbia Threadneedle Investments, ses dirigeants, représentants ou employés ne formulent aucune attestation, garantie ou assurance quant à l'exactitude de ces prévisions.

Les références à des actions ou des obligations spécifiques ne sauraient être considérées comme une recommandation d'investissement. Le présent document est fourni à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation d'ordre en vue d'acheter ou de vendre un quelconque titre ou tout autre instrument financier, ni une proposition de conseils ou de services d'investissement. Le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, juridique, fiscal ou comptable. Les investisseurs doivent consulter leurs propres conseillers professionnels concernant toute question d'investissement, juridique, fiscale ou comptable relative à un investissement via Columbia Threadneedle Investments.

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). Pour les distributeurs : 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. Pour les clients institutionnels : 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.