

## S'appuyer sur les hypothèses de marché pour planifier le long terme



**Stuart Jarvis,**  
Quantitative Research  
Director dans l'équipe  
Solutions d'investissement



**Joshua Kutin,**  
Head of Asset Allocation,  
Amérique du Nord



**Lorenzo Garcia,**  
Head of Investment  
Solutions, EMOA & APAC



**Kavir Tolia,**  
Senior Quantitative Analyst  
dans l'équipe Solutions  
d'investissement

### Introduction

L'allocation d'actifs stratégique (AAS), processus permettant de définir une stratégie d'investissement à long terme bien diversifiée, nécessite d'évaluer les rendements potentiels de différents actifs financiers, ainsi que les risques auxquels ces actifs et l'allocation définitive peuvent être exposés. Dans cet article, nous présentons les hypothèses pour les marchés de capitaux que nous utilisons comme prévisions centrales des risques et des rendements dans le cadre des analyses AAS menées pour les clients de Columbia Threadneedle.

Nous présentons nos hypothèses à moyen terme (cinq ans) et à long terme (10 ans et plus) à compter du 31 décembre 2020. Elles ne sont pas les mêmes : bien qu'en définitive, la performance soit dictée par les caractéristiques fondamentales des actifs, notre processus tient compte du fait que l'offre et la demande peuvent engendrer des écarts significatifs entre les valeurs de marché et ces fondamentaux sur le court terme. Comme le dit cette citation souvent reprise de Benjamin Graham : « A court terme, le marché est une machine à voter, mais à long terme c'est une machine à peser ».<sup>1</sup>

### Stratégie d'investissement en 2021

Une stratégie d'investissement se doit selon nous de tenir compte de ces marchés sous-jacents, et ne doit pas être une allocation d'actifs fixe que l'investisseur rééquilibre constamment. Aujourd'hui, par exemple, les rendements monétaires sont extrêmement bas par rapport aux niveaux historiques. En outre, la prime inhérente aux prêts de longue durée accordés à des gouvernements et des entreprises par rapport aux prêts de courte durée n'est pas aussi élevée que d'ordinaire.

Les faibles taux du marché monétaire et de la « prime à terme », de même que nos prévisions concernant la normalisation à venir de ces variables, ont des conséquences nettes pour les portefeuilles. L'une d'entre elles est qu'il est devenu relativement plus intéressant pour les investisseurs de s'exposer aux risques dans des classes d'actifs autres que les obligations et, que, dans le secteur obligataire, il paraît judicieux, dans l'immédiat, de détenir des instruments à durée plus courte, dans l'optique de renforcer la durée à mesure que la prime à terme se normalisera. La mesure dans laquelle les investisseurs peuvent – ou doivent – orienter leurs portefeuilles dans ces directions dépend de leur situation personnelle : leur volonté ou leur capacité à diversifier leur allocation dans le temps, les interactions actif/passif, etc. Les hypothèses présentées dans cet article ne sont qu'une composante parmi d'autres dans le processus complexe de définition d'une stratégie d'investissement.

<sup>1</sup> Cité par Warren Buffett dans une lettre aux actionnaires de Berkshire Hathaway Inc, 1er mars 1994.

## Fonctionnement de nos prévisions de rendement

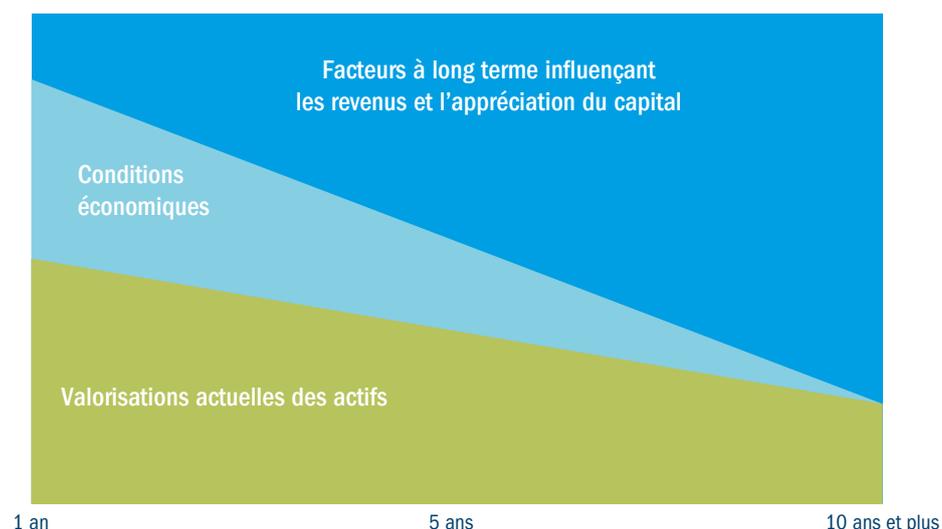
Le rendement d'un actif découle à la fois de ses revenus, d'une appréciation du capital et de la variation de la valorisation de cet actif sur le marché. Bien que le rendement total soit le plus important aux yeux des investisseurs, il est souvent plus facile d'analyser puis d'anticiper les trois composantes séparément.

Les niveaux de croissance économique et les conditions financières influencent fortement les composantes « revenus » et « appréciation » du rendement d'un actif. Sur de courtes périodes, les conditions économiques à l'œuvre et les opportunités présentes sur le marché jouent un rôle clé dans la performance des actifs individuels. Au fil du temps, en revanche, c'est la rémunération perçue pour avoir encouru les risques applicables à l'ensemble du marché (facteurs larges et persistants, comme l'exposition à la croissance économique ou à l'inflation) qui devient le principal déterminant de la performance de la classe d'actifs.

La dernière composante clé est la variation des valorisations. Celle-ci joue un rôle significatif sur de courtes durées, après quoi les composantes plus fondamentales prennent le pas sur de plus longues durées, comme indiqué à la figure 1. Bien que les fluctuations des valorisations soient difficiles à prédire, puisqu'elles dépendent en partie de la confiance du marché qui peut changer sans prévenir, nous constatons que, sur des périodes de cinq ans, le niveau actuel de sous-évaluation ou de surévaluation des actifs est important et doit être pris en compte dans nos prévisions.

Pour résumer, nous articulons nos prévisions de rendement à cinq ans autour de trois piliers : les revenus attendus (ou « carry »), la croissance escomptée des revenus et la variation attendue de la valorisation de l'actif concerné.

**Figure 1 : Les moteurs de performance ont une influence variable en fonction du temps**



Source : Columbia Threadneedle Investments, mars 2021. Si les fluctuations des valorisations dominent sur de courtes durées, les moteurs économiques fondamentaux prennent le pas sur des horizons plus longs. Données fournies à titre indicatif uniquement.

Pour prévoir les rendements à long terme, la troisième composante, à savoir l'impact des fluctuations des valorisations, devient moins importante, de telle sorte que notre attention se porte entièrement sur les revenus attendus et l'appréciation du capital. En utilisant les mêmes quantités pour les prévisions à cinq ans et à plus long terme, nous assurons la cohérence sur tous les horizons temporels. Parallèlement, en connectant les prévisions par classes d'actifs avec des facteurs de risque plus larges représentant les risques applicables à l'ensemble du marché, nous assurons aussi la cohérence sur l'ensemble des types d'actifs. Cette perspective multi-actifs est importante dans le contexte de l'AAS, où la gestion des interactions entre les rendements de différentes classes d'actifs joue un rôle crucial. Les primes inhérentes aux facteurs de risque sont les suivantes :

- *Prime à terme* – La rémunération que les investisseurs exigent sur les prêts à long terme (par rapport aux prêts à court terme) pour avoir encouru le risque de hausse des taux d'intérêt.
- *Prime d'inflation* – Les investisseurs exigent un rendement supérieur sur les actifs dont la performance n'est pas protégée contre la hausse de l'inflation (par exemple les obligations nominales).
- *Prime de risque de crédit* – La rémunération que les investisseurs exigent pour prêter à des institutions non souveraines, en raison du risque de défaut.
- *Prime de risque des actions* – Les investisseurs détenant des actions, des actifs réels ou des matières premières peuvent connaître des difficultés si la future croissance économique est inférieure aux prévisions, et exigent donc une prime pour supporter ce risque.
- *Prime de risque des marchés émergents* – Les marchés et pays moins développés peuvent subir des dislocations et présenter un risque politique accru.
- *Prime d'illiquidité* – Les investisseurs exigent souvent une rémunération supplémentaire pour la détention d'actifs qui peuvent moins facilement être vendus, surtout lorsque les conditions sont tendues sur le marché.

## Rendements monétaires et des emprunts d'Etat

Pour illustrer notre cadre, nous considérons les rendements monétaires et des emprunts d'Etat aux Etats-Unis. Les rendements des bons du Trésor à court et à long terme, bien que leur diminution n'ait pas été régulière, affichent une nette tendance à la baisse depuis les années 1980. Toute prévision doit donc faire un pari sur la question primordiale : dans quelle mesure les futurs niveaux ou fluctuations des taux d'intérêt ressembleront-ils à ceux du passé ?

Les taux d'intérêt à court terme étaient proches de zéro à la fin 2020 et le marché table sur une lente remontée seulement au cours des prochaines années. Notre analyse va également dans ce sens. Les obligations à plus long terme offrent habituellement des rendements supérieurs à ceux des obligations à court terme ; il s'agit d'une « prime à terme » perçue par l'investisseur en rémunération de son exposition aux risques d'inflation et de fluctuations des taux d'intérêt sur la durée du prêt.

Toutefois, nous rejoignons les économistes de la Réserve fédérale américaine<sup>2</sup> sur le fait que cette prime a fortement diminué et est même négative actuellement. Nous pensons qu'elle retrouvera des niveaux plus élevés durant nos horizons prévisionnels, mais que les rendements à court terme resteront faibles pendant longtemps. La hausse des rendements sera probablement lente et se limitera à 1,5% ou 2% sans renouer avec les niveaux observés par le passé. Nous pensons également que les investisseurs seront rémunérés sur de longues périodes, c'est-à-dire que la prime à terme deviendra positive, mais tout en demeurant en deçà des niveaux historiques. La figure 2 récapitule les prévisions que nous avons établies pour les rendements à cinq et à dix ans aux Etats-Unis.

**Figure 2 : Prévisions de rendement aux Etats-Unis**

Composante	Prévision à 5 ans	Prévision à 10 ans
a. Monétaire	0,1%	0,8%
b. Bons du Trésor (échéance 7 ans)	0,6%	1,3%
c. Prime à terme, (b-a)	0,5%	0,5%

Source : Columbia Threadneedle Investments, prévisions de rendement annualisées (base arithmétique), 31 décembre 2020. Bons du Trésor représentés par l'indice ICE BofAML 5-10 Year US Treasury.

## Rendements des actions

Les faibles rendements monétaires et des obligations a des répercussions. Si, à court terme, le soutien apporté par de faibles taux d'intérêt peut accroître les rendements relatifs des instruments plus risqués, la prime que ces instruments doivent offrir aux investisseurs n'augmente pas continuellement. Les rendements à plus long terme des actifs ont donc diminué en termes absolus mais sont restés stables en termes relatifs.

Nous pouvons illustrer cette situation au moyen des actions américaines. Nos modèles suggèrent que, sur les cinq prochaines années, la croissance réelle des bénéfices des entreprises du S&P 500 atteindra 3,5% par an, légèrement au-dessus de son niveau habituel. En tenant compte des prévisions d'inflation et de revenus, nous obtenons pour les actions un rendement excédentaire escompté supérieur de 7,1% à celui que nous prévoyons pour le monétaire. Cette prévision de prime de risque dépasse largement la moyenne historique à long terme – à plus long terme, nous anticipons une baisse des revenus et de l'appréciation du capital alors que la faiblesse persistante des rendements monétaires devrait compresser les rendements globaux des actifs, de telle sorte que la prime de risque des actions américaines s'établira à 5,2% sur une base arithmétique, ce qui correspond mieux aux niveaux historiques (figure 3).

**Figure 3 : Rendements des actions américaines par rapport à ceux des liquidités**

Composante	Prévision à 5 ans	Prévision à 10 ans
a. Rendement monétaire	0,1%	0,8%
b. Rendement des actions américaines	7,2%	6,0%
c. Prime de risque des actions américaines	7,1%	5,2%

Source : Columbia Threadneedle Investments, prévisions de rendement annualisées (base arithmétique), 31 décembre 2020.

<sup>2</sup> Les estimations de Tobias Adrian, Richard Crump et Emanuel Moench's sont publiées sur le site [https://www.newyorkfed.org/research/data\\_indicators/term\\_premia.html](https://www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term_premia.html) et sont mises à jour quotidiennement.

## Application de nos hypothèses pour les marchés de capitaux dans la construction de l'AAS

La figure 4 montre comment nos rendements permettent de déterminer l'allocation d'actifs pour l'investisseur institutionnel à long terme. Les objectifs d'un établissement dont les investissements s'entendent typiquement sur le long terme, comme une université ou un fonds de dotation caritatif, seraient les suivants :

- Un objectif de dépense, par exemple 5% si la dotation doit être consacrée à des projets chaque année ;
- Une appréciation réelle du capital, suffisante pour préserver à vie le pouvoir d'achat du fonds de dotation.

Par exemple, si l'inflation est mesurée à l'aide des prix à la consommation, le rendement cible pourrait être exprimé comme étant l'IPC +5% par an sur le long terme.

**Figure 4 : Nos dernières hypothèses pour les marchés de capitaux**

Classe d'actifs	Prévision à 5 ans (USD)	Prévision à long terme (USD)
Monétaire Etats-Unis	0,1%	0,8%
Bons du Trésor américain	0,6%	1,3%
Obligations d'Etat Monde	0,1%	2,1%
TIPS américains	1,7%	2,3%
Obligations d'entreprises Etats-Unis	2,0%	2,9%
Obligations d'entreprises Monde	1,6%	3,0%
Haut rendement américain	4,7%	4,1%
Dette des pays émergents (USD)	4,0%	4,0%
Actions de grande capitalisation Etats-Unis	7,2%	6,0%
Actions de petite capitalisation Etats-Unis	8,5%	7,5%
Actions Europe, Australasie, Extrême-Orient	7,4%	5,9%
Actions du secteur des infrastructures Monde	7,9%	7,1%
Actions émergentes	9,2%	8,8%
Capital-investissement	9,7%	8,2%
Immobilier Etats-Unis	7,9%	8,8%
Rendement absolu	2,1%	2,8%
Matières premières	2,7%	4,0%

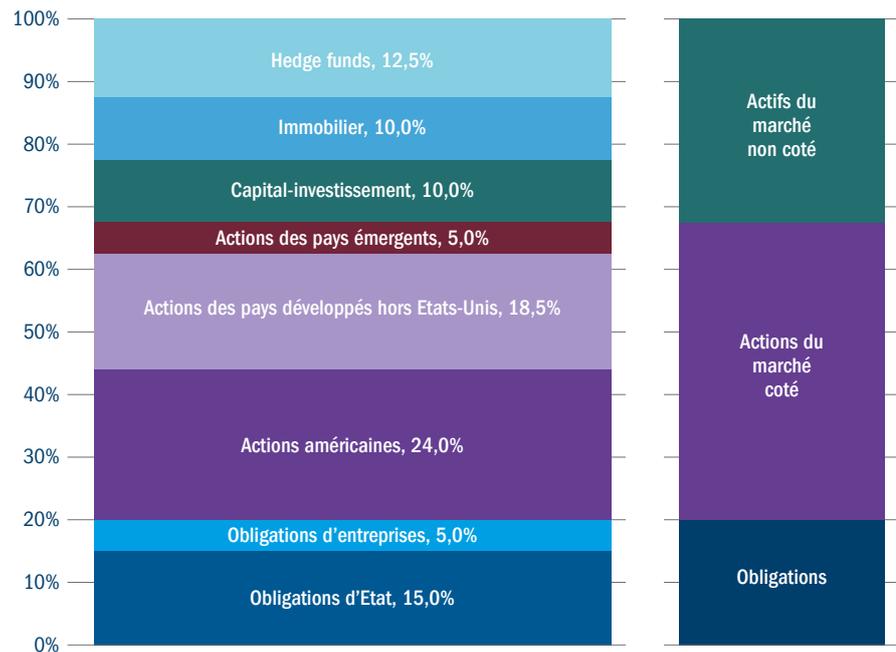
Source : Analyse Columbia Threadneedle Investments, mars 2021. Les indices de référence sont indiqués dans la mention légale.

Pour définir une stratégie d'investissement permettant d'atteindre ces objectifs, la priorité peut être donnée à l'objectif de revenu ou à l'objectif de rendement. Traditionnellement, les établissements privilégient les actifs immobiliers dégagant des revenus élevés, et l'appréciation réelle du capital sur le long terme n'a alors qu'un rôle secondaire. Toutefois, depuis quelques dizaines d'années, priorité est donnée au rendement total,<sup>3</sup> au moyen d'une ensemble d'actifs plus diversifié. L'objectif de dépense ne correspond plus aux revenus dégagés par les actifs.

<sup>3</sup> Le mode de gestion de la dotation du King's College par John Maynard Keynes en est un premier exemple, tandis que les pratiques appliquées sous la houlette de David F. Swensen pour la dotation de l'université Yale établissent un modèle plus moderne de cette approche.

Un horizon d'investissement à long terme présente des opportunités car il confère à l'établissement concerné un avantage concurrentiel lui permettant d'investir dans des classes d'actifs moins liquides. La taille peut également procurer un avantage d'échelle pour accéder aux classes d'actifs alternatives. Le capital-investissement, l'immobilier et les hedge funds sont donc inclus dans l'univers d'investissement au côté des actifs plus traditionnels lors de la définition de l'AAS.

**Figure 5 : Fonds de dotation : allocation à haut niveau du capital**

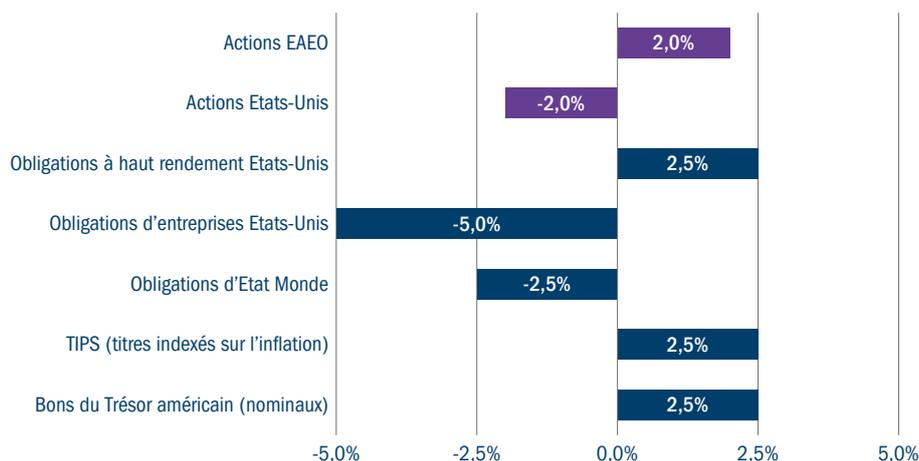


Source : Analyse Columbia Threadneedle Investments, mars 2021.

Après une optimisation à l'aide de nos hypothèses à long terme pour les marchés de capitaux, notre portefeuille est dominé par les actions en raison du niveau élevé du rendement exigé (figure 5). Les actions des marchés cotés et non cotés représentent environ 60% de l'allocation du capital. Une allocation obligataire, répartie entre obligations d'Etat et d'entreprises, ajoute du lest et diversifie le portefeuille. Nous procédons ensuite à une deuxième optimisation basée sur nos hypothèses pour les marchés de capitaux sur cinq ans, ce qui définit les biais recommandés pour le portefeuille afin qu'il puisse exploiter au mieux les opportunités actuellement présentes sur le marché. Il en découle une réduction de l'exposition aux actifs censés enregistrer de mauvaises performances dans un avenir proche, et une augmentation de celle aux actifs censés produire de relativement bonnes performances, tout en maintenant une cohérence avec le profil de risque global défini à la première étape.

Les biais résultant de nos hypothèses formulées fin 2020 sont représentés à la figure 6. Bien que les Etats-Unis bénéficient toujours la plus forte allocation dans le secteur des actions, leur pondération a été réduite de 2% en faveur d'actions d'Europe, d'Australasie et d'Extrême-Orient (EAEO) en raison de prévisions de rendement légèrement supérieures dans ces régions.

**Figure 6 : Biais résultant des conditions observées sur le marché fin 2020**



Source : Analyse Columbia Threadneedle Investments, mars 2021. Les indices de référence sont indiqués dans la mention légale.

Parmi les investissements obligataires, les principaux changements sont les suivants :

- La durée globale est réduite en raison de l'actuel bas niveau des rendements et de l'impact escompté de leur hausse sur la performance des obligations nominales :
- En revanche, la durée des spreads de crédit est augmentée car nous sommes optimistes envers les rendements des obligations d'entreprises par rapport à ceux des obligations nominales.

De plus, en termes relatifs, nous préférons les obligations indexées sur l'inflation aux obligations nominales et les Etats-Unis au reste du monde, ce qui établit les allocations définitives indiquées à la figure 5.

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



**Informations importantes :**

Les indices mentionnés aux figures 4 et 6 sont les suivants : Liquidités Etats-Unis = LIBOR USD 3 mois ; Bons du Trésor Etats-Unis = indice ICE BofAML 5-10 Year US Treasury ; Obligations d'Etat Monde = indice Barclays Global Aggregate Treasuries ; TIPS Etats-Unis = indice ICE BofAML US Inflation-Linked Treasury ; Obligations d'entreprises Etats-Unis = indice ICE BofAML 5-7 Year US Corporate ; Obligations d'entreprises Monde = indice Barclays Global Aggregate Corporate ; Obligations à haut rendement Etats-Unis = indice ICE BofAML US High Yield Master ; Dette des pays émergents (USD) = indice JPM EMBI Global Diversified ; Actions de grande capitalisation Etats-Unis = indice S&P 100 ; Actions de petite capitalisation Etats-Unis = indice Russell 2000 ; Actions EAEO = indice MSCI EAFE US Dollar Hedged Net ; Actions du secteur des infrastructures Monde = indice S&P Global Infrastructure ; Actions des pays émergents = indice MSCI Emerging Markets (USD) ; Capital-investissement = indice S&P Listed Private Equity ; Immobilier Etats-Unis = indice Dow Jones US Real Estate ; Matières premières = indice Bloomberg Commodities Total Return.

**Document exclusivement réservé aux investisseurs professionnels et/ou qualifiés (non destiné aux particuliers).** 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 : AQ4779). Enregistrée à Hong Kong en vertu de la Companies Ordinance (chapitre 622) sous le n° 1173058.

**Dans la région EMEA :** Publié par Threadneedle Asset Management Limited. Une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204, sise Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG, Royaume-Uni, agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. Le présent document est distribué par Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, qui est réglementée par l'Autorité des services financiers de Dubaï (DFS). 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. **Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.**  
columbiathreadneedle.com

Publié en mars 2021 | Valable jusqu'en septembre 2021 | J31416 | 3481974