

La nouvelle ère monétaire rebat les cartes de la gestion d'actifs

Par Thomas VEIT, Senior Portfolio Manager
Spirit Asset Management

Historiquement, la plupart des gestions d'actifs se compose de trois poches. Une partie en actions gérée de manière active et dynamique dans le but de battre les indices de marchés, une partie obligataire gérée de manière statique, la fameuse stratégie «Buy and Hold» ainsi qu'une partie monétaire. La poche actions ayant pour but de générer une surperformance, la poche obligataire pour assurer un rendement minimum en limitant le risque et la poche monétaire pour pouvoir saisir les opportunités sur le marché.

Cette approche traditionnelle était suffisamment performante lorsque les rendements des obligations de bonnes qualités oscillaient de 3% à 5% et quand le cash était positivement rémunéré. La nouvelle ère de taux bas voir négatifs doit nous pousser à revoir la manière de gérer ces classes d'actifs.

Un constat de la situation actuelle

Cela fait désormais 6 ans que les taux d'intérêt sont négatifs en zone Euro. La crise du COVID-19 a accentué les politiques monétaires ultra-accommodantes poussant les rendements obligataires mondiaux sur des niveaux de plus en plus bas. On compte à ce jour près de 15.000 milliards en équivalent dollar de dette à taux négatifs à travers le monde. Le rendement à maturité de l'indice global obligataire (qui se compose des dettes «Investment Grade» en devises locales de 24 pays) s'établit aujourd'hui à 1%. Bien que la Réserve Fédérale veuille dans un avenir proche ralentir, voir stopper son programme d'achat d'actifs, la remontée des taux directeurs devrait se faire de manière progressive et prudente aux Etats-Unis.

En Europe, la question de la remontée des taux d'intérêt semble ne pas se poser à en croire les prévisions inflationnistes de la BCE et les anticipations du marché monétaire. En effet, à en croire les anticipations futures sur l'Euribor 3 mois, le taux de dépôt de la BCE n'est pas attendu en territoire positif avant 2028... En partant de ce constat, les gestions obligataires traditionnelles qui consistent à acheter des obligations et à les tenir jusqu'à maturité ne font plus de sens. De plus, en agissant ainsi, elles s'exposent aux principaux risques obligataires (risque de remontée des taux et d'élargissement des spreads de crédit) sans espoir de rendement. La conséquence de cette situation pour beaucoup d'investisseurs est simple : ils sont tentés de prendre plus de risque pour une espérance de rendement équivalente en forçant leur profil et leur tolérance à la volatilité. Le deuxième constat réside dans la difficulté historique des gestions actions à battre leur indice de référence. En effet, selon les études SPIVA de S&P Global 75,27% des fonds actions américains sous-performent leur indice de référence (S&P500) à horizon 5 ans. Pour l'Europe, la conclusion est identique avec 75,17% des fonds qui accusent des performances en dessous de leur indice (S&P Europe 350) sur la même période. Plus on augmente l'horizon d'observation et plus le pourcentage s'accroît.

Enfin, on constate une croissance exponentielle de la gestion passive via l'essor des ETF. Ces instruments, répliquant les indices de marché avec des coûts de gestion extrêmement bas, sont en pleine expansion depuis 10 ans. En quelques chiffres, fin 2020, le marché des ETF représentait un encours de plus de 7.700 milliards de dollars dans le monde contre 1.313 milliards de dollars 10 ans plus tôt soit une croissance annuelle de près de 20%. Selon une étude du Boston Consulting Group de juillet 2021, la gestion passive dans sa globalité (ETF, fonds indiciels, ...) représente 22.000 milliards de dollars (soit 21% de la gestion d'actifs mondiale) contre 6.000 milliards en 2009 (soit 12% de la gestion d'actifs mondiale). L'essor de cette approche de gestion passive sur les 10 dernières années est flagrant tant en terme de croissance des actifs qu'en part de marché et cela devrait encore s'accroître dans les prochaines années selon cette même étude.

Changer et moderniser l'approche de gestion

L'allocation d'actifs reste bien évidemment l'un des principal facteur de performance et se doit d'être aujourd'hui plus que jamais flexible et dynamique pour s'adapter aux environnements de marché qui changent rapidement. Outre cette gestion de l'allocation entre les différentes poches, le constat précédant doit nous pousser à revoir notre façon d'appréhender la gestion de ces dernières.

«Vers une gestion obligataire active et dynamique»

L'approche passive qui a toujours consisté à investir dans un portefeuille d'obligations et attendre le rendement à maturité ne procure plus de rentabilité. Actuellement l'indice obligataire corporate «Investment

Grade» en euro offre un rendement à peine positif pour une durée de plus de 5 années. Prendre plus de risque en dégradant la qualité de l'émetteur permet certes d'obtenir un rendement supérieur (2,50% actuellement sur l'indice obligataire High-Yield en euro), mais est-on suffisamment rémunéré pour le risque encouru ?

Le marché obligataire est une classe d'actifs possédant de nombreuses spécificités très intéressantes. Pour commencer, c'est un marché possédant une multitude de sous-classes d'actifs à exploiter : les obligations d'Etat, d'entreprises plus ou moins risquées, indexées à l'inflation, émergentes, hybrides, subordonnées financières et bien d'autres. La corrélation entre ces différentes sous-classes d'actifs est variable et certaines sont même négativement corrélées, c'est-à-dire qu'elles évoluent dans un sens opposé pour un environnement donné. C'est souvent le cas par exemple entre les obligations d'Etat de bonne qualité et les obligations d'entreprises à haut rendement. Ces corrélations négatives entre certaines sous-classes d'actifs montrent qu'il est possible de trouver un investissement obligataire performant pour chaque environnement de marché.

Ensuite, la durée est un facteur primordial à faire évoluer de manière active. Une durée bien calibrée

permet de limiter la baisse dans des périodes de hausse de taux et de profiter de la hausse en phase de baisse de taux. Un exemple récent est la hausse des taux de ce début d'année aux Etats-Unis, l'obligation d'Etat à 2 ans perdait -0,50% lorsque celle à 30 ans baissait de -16% sur le premier trimestre 2021. Cela signifie qu'en gérant activement cette poche obligataire, c'est-à-dire en faisant évoluer les différentes sous-classes d'actifs en fonction de l'environnement et en ajustant la sensibilité aux taux d'intérêt, il y a la possibilité de créer de la performance sur ce marché. La mission est certes beaucoup plus délicate que par le passé car la certitude du rendement à maturité de la gestion «Buy and Hold» n'est plus présente, cela demande une attention et une implication plus forte mais générer de la performance reste toujours possible.

«Vers une gestion actions passive»

La montée en puissance des instruments de gestion passive et la difficulté à moyen/long terme de battre les indices de référence plaident en faveur d'une approche de gestion passive sur la poche actions. Même le plus célèbre des gérants actions, Warren Buffet, a déclaré en 2013 qu'il avait demandé à la fiduciaire s'occupant de l'héritage de son épouse d'investir 90% dans un fonds actions indiciel après sa mort... Ces instruments ETF permettent une réactivité et une flexibilité très intéressante dans l'environnement actuel. L'utilisation d'instruments qui répliquent physiquement les indices (en détenant les sous-jacents) est un facteur important qui permet de limiter le risque de contrepartie bancaire présent dans ceux répliquant synthétiquement leur indice (via l'utilisation de pro-

duits dérivés). Il est par exemple plus aisé de capter une partie de la rotation sectorielle des technologiques vers les cycliques de ce début d'année en investissant en ETF plutôt qu'en faisant des dizaines de transactions en lignes directes.

Enfin, à la différence du marché obligataire, les différents marchés actions sont positivement corrélés entre eux. Par exemple, le marché américain (S&P500) a une corrélation positive historique avec le marché européen (Stoxx 600) comprise entre 30% et 80%. Même les fameux styles de gestion actions «Value» et «Growth» sont corrélés positivement entre eux, entre 40% et 100% pour le S&P Value et le S&P Growth. Cela ne veut pas dire qu'un style ne surperforme pas l'autre sur une période mais que les tendances haussières et baissières sont simultanées.

En Conclusion

Cette nouvelle ère de taux bas voir négatif nous encourage à inverser les approches traditionnelles de gestion sur les deux grandes classes d'actifs. Une gestion obligataire active combinée à une gestion actions passive semble être l'approche la plus performante et résiliente dans les années à venir. Plutôt que de délaisser la classe d'actifs obligataire car les taux sont bas, mettons là au centre des préoccupations pour la travailler de manière plus actuelle. Cette nouvelle approche a également un avantage certain, celui de permettre à l'investisseur de rester fidèle à son profil de risque et de lui éviter de voir ses investissements fluctuer de manière inconsidérée lors des prochains stress de marché.

your legal, tax and
business services firm
in Luxembourg



more than one third of Luxembourg
investment funds are advised by Arendt.*

is yours?

arendt.com

*according to Monterey Insight Luxembourg Fund Report 2020