

3 Comment ajouter de la valeur dans un environnement de taux courts bas, de taux longs bas et de *spreads* de crédit serrés ?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

L'environnement de taux bas – voire même négatifs – a poussé à revoir à la baisse les espoirs de rendement des actifs de taux, et donc de l'ensemble des portefeuilles qui intègrent, par construction ou par précaution, des actifs obligataires. De nombreuses approches permettent néanmoins d'apporter du rendement aux portefeuilles. L'objet de cet article est de les présenter¹.

Pour ajouter de la valeur dans les portefeuilles dans un environnement de taux bas, 11 approches distinctes et non exclusives les unes des autres nous semblent envisageables.

11 approches distinctes nous semblent envisageables.

SOLUTION # 1 La première solution est évidemment d'**aller plus loin en durée** afin de trouver du rendement... mais cela revient à ajouter du risque dans le portefeuille. Ajoutons que les pentes des courbes sont désormais faibles, ce qui revient à dire que la rémunération pour le risque supplémentaire engagé (la prime de terme) l'est également.

SOLUTION # 2 La deuxième solution est d'**aller plus bas en qualité de crédit**, mais cela devient également plus compliqué, non seulement en termes de risques, mais aussi en termes d'opportunités : malgré la récente remontée des *spreads* de crédit, près de 25 % de l'univers de crédit livrent un rendement négatif, et plus de 50 % offrent un rendement inférieur à 0,50 %. Comme pour la durée, le faible niveau des *spreads* représente une rémunération faible pour le risque supplémentaire engagé (prime de *spread*).

SOLUTION # 3 Une troisième solution est d'**ajouter du levier dans les positions**, une solution dangereuse si l'on pense que le risque sur les taux et les *spreads* devient plus asymétrique ;

SOLUTION # 4 Une autre façon d'ajouter du rendement est d'**ajouter du levier en « overlay »** via les distorsions de courbe des taux et sur l'évolution des *spreads* inter- courbes. Les courbes 2 ans – 5 ans – 10 ans ou 2 ans – 5 ans – 10 ans – 30 ans, ainsi que la courbe UST-Bonds vs. Bunds ou, encore mieux US-TBonds vs. périphériques de la zone euro ont considérablement varié depuis 3 ans, sur toutes les maturités. Miser sur l'évolution des *spreads* intra-courbes et inter-courbes est sans doute la meilleure façon de jouer les divergences et les découplages. La divergence de cycles de politiques monétaires entre Fed et BCE a ainsi été un réel moteur de performance (ajouts d'alpha par les positions de courbes respectives) au cours des deux dernières années.

SOLUTION # 5 **Rechercher les actifs sous-valorisés parce que largement délaissés.** Les classes d'actifs délaissés ont généralement des valorisations attractives, et elles sont habituellement très largement sous-pondérées dans les portefeuilles. Actuellement, on peut citer notamment les actifs émergents (dette, actions et devises), mais aussi les actifs indexés sur l'inflation. Sur les émergents, la forte chute des flux de capitaux vers ces pays (rumeurs d'abandon du QE américain, abandon effectif du QE américain, ralentissement de la Chine, peur d'une dévaluation du yuan, fléchissement de la croissance mondiale, craintes liées aux premiers gestes de resserrement monétaire de la Fed...) a fait dévisser bon nombre de devises, dont certaines ne méritaient pas un tel traitement. Même chose sur les marchés d'actions ou de dette, dont le mouvement de baisse a été dans certains cas trop

L'essentiel

L'environnement de taux bas a poussé à revoir à la baisse les espoirs de rendement des actifs de taux, et donc de l'ensemble des portefeuilles qui intègrent, par construction ou par précaution, des actifs obligataires.

Pour apporter du rendement, il convient
1) d'allonger la durée des portefeuilles, 2) d'accepter un risque de crédit plus grand (davantage de crédit, des notations plus basses...), 3) d'ajouter du levier, 4) de jouer les distorsions de courbes de taux, 5) de rechercher des actifs sous-valorisés car largement délaissés, 6) de chercher des actifs à plus haut rendement et à plus faible volatilité (ABS, infrastructure, dette privée...), 7) d'ajouter une composante change dans les portefeuilles, 8) de capter les primes de liquidité, 9) de revoir la construction des benchmarks suivis (approches « smart Beta »), 10) de mieux évaluer les facteurs d'investissement (approches « factor investing ») et enfin 11) d'accepter des portions plus grandes de rendement absolu.

“ Plus long en durée, plus bas en note de crédit, plus haut en levier...” ”

“ Rechercher les actifs sous-valorisés et délaissés, ainsi que les actifs à haut rendement et à faible volatilité ” ”

¹ Ce texte représente une partie d'une présentation faite en mars 2015 au conseil scientifique de l'AMF « l'environnement de taux bas : quel impact pour les sociétés de gestion d'actifs ? » par Marie-Anne Allier et Philippe Ithurbide.

indifférencié. Rebâtir des positions longues sur ces actifs pourrait s'avérer intéressant à moyen terme.

SOLUTION # 6 **Rechercher des actifs à plus haut rendement et à plus faible volatilité.** Quand on fait référence à de tels actifs, on pense immédiatement aux infrastructures, à la dette privée, aux placements privés, aux ABS... Une nuance cependant: certains de ces actifs ont une faible volatilité parce qu'ils ont une valorisation peu fréquente. La faible volatilité est parfois un peu illusoire. C'est ce que la crise financière de 2008 était venue rappeler à certains investisseurs, trop chargés en actifs illiquides...

SOLUTION # 7 **Ajouter une composante change dans la construction des portefeuilles** a d'autant plus de sens que les ajustements de change se sont multipliés dans cet environnement de taux bas, allant même jusqu'à générer des valorisations extrêmes; c'est le cas pour de nombreuses devises émergentes, mais aussi pour le yen japonais... (voir sur ce point notre scoring de change, Cross Asset Investment Monthly, novembre 2015, page 47). En l'absence de fortes variations de taux d'intérêt, on peut même penser que les devises vont dans certains cas jouer le rôle de variable d'ajustement.

SOLUTION # 8 **Miser sur les actifs illiquides** est une opportunité intéressante dans le contexte actuel: la captation de la prime de liquidité (Private equity vs. actions listées, dette privée vs. dette listée et notée) permet d'ajouter de la valeur. Sacrifier un peu de liquidité dans un portefeuille est un acte rémunéré. Attention toutefois: cette captation s'effectue désormais dans un monde où ce qui est censé être liquide l'est beaucoup moins. Cela montre bien l'intérêt des actifs peu liquides, mais aussi les dangers d'un excès d'illiquidité dans les portefeuilles.

SOLUTION # 9 **Revoir les benchmarks** est également une piste intéressante; on sait depuis longtemps combien les benchmarks traditionnels (basé sur la capitalisation) peuvent être sous-optimaux. Les approches Smart beta permettent de corriger ce biais de construction et d'apporter de la valeur de façon systématique;

SOLUTION # 10 **Miser sur les facteurs** et non plus seulement sur les classes d'actifs est d'autant plus judicieux que les QE des banques centrales, entre autres, ont perturbé le comportement relatif des classes d'actifs, qui ont tendance, pour certaines d'entre elles, à évoluer de concert. C'est pour cela que le *factor investing* devient populaire, mais aussi parce que cette approche « traverse » l'ensemble des classes d'actifs.

SOLUTION # 11 Enfin, une façon de contourner l'environnement de taux bas et de *spreads* bas est de **redonner un plus grand rôle aux approches de rendement absolu et d'allocation**. Exit les benchmarks, et bienvenue aux processus d'investissement hautement flexibles, permettant de mettre en place des contraintes différentes (maximum *drawdown*, concentration...) de celles qui prévalent dans le cas de gestions totalement indicielles (*tracking error*...) et d'autre part d'élargir l'univers d'investissement afin de profiter d'opportunités de rendement plus nombreuses.

Conclusion

L'environnement de taux bas a été intégré dans l'ensemble des portefeuilles. Il s'agit d'un atout pour les marchés d'actions par des effets directs et indirects comme le financement plus aisé des activités de M & A ou de rachat d'actions, attrait des politiques de dividendes, renforcement des perspectives de croissance, amélioration des résultats grâce aux impacts sur le cours de change.

Cet environnement a également poussé à revoir à la baisse les espoirs de rendements des actifs de taux, et donc de l'ensemble des portefeuilles qui intègrent, par construction ou par précaution, des actifs obligataires. Pour apporter du rendement, il convient d'être actif et nous avons évoqué ci-dessus de nombreuses solutions :



Rechercher des actifs à plus haut rendement et à plus faible volatilité



Smart Beta et factor investing, populaires à juste titre



Exit les benchmarks, et bienvenue aux processus d'investissement hautement flexibles



- Allonger la duration des portefeuilles,
- Accepter un risque de crédit plus grand (davantage de crédit, des notations plus basses...),
- Ajouter du levier,
- Jouer les distorsions de courbes de taux,
- Rechercher des actifs sous-valorisés car largement délaissés,
- Chercher des actifs à plus haut rendement et à plus faible volatilité (ABS, infrastructure, dette privée...),
- Ajouter une composante change dans les portefeuilles,
- Capter les primes de liquidité,
- Revoir la construction des benchmarks suivis (approches « Smart Beta »),
- Mieux évaluer les facteurs d'investissement (approches *factor investing*),
- Accepter des portions plus grandes de rendement absolu.

Toutes ces solutions sont légitimes, mais elles peuvent être fort différentes s'agissant de perspectives de rendement, de contraintes de liquidité, ou encore de risque. Pour conclure, il convient de rappeler deux choses :

- Les taux, les primes de terme et les *spreads* sont bas parce que les politiques monétaires les ont comprimés. Certes, les banques centrales ne sont pas seules responsables des niveaux atteints, mais elles ont amplifié le mouvement. Plus important encore, ne pas oublier que les banques centrales n'ont pas été freinées par le risque de leurs politiques sur les valorisations d'actifs (bulles potentielles) et sur leur volatilité. Un des objectifs poursuivis et atteints était de lever tout stress sur les obligations d'État, mais cela n'est pas immuable. Il faudra tenir compte de cela quand il sera temps, plus tard, de revenir ou de tenter de revenir vers des politiques monétaires plus conventionnelles.
- L'environnement de taux bas est en train de devenir un environnement de taux négatifs, ce qui change la donne pour certains acteurs. *Spreads* de crédit et courbe des taux sont en outre devenus encore moins protecteurs et intègrent un risque de plus en plus asymétrique, alors que les modèles de valorisation des actifs « classiques » ont perdu de leur intérêt...



L'environnement de taux bas est en train de devenir un environnement de taux négatifs, ce qui change la donne pour certains acteurs





Amundi Research Center

Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets **Equities**

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate **High Yield**

Publications récentes

Working Papers

- **Towards Greater Diversification in Central Bank Reserves**
MARIE BRIÈRE, *Recherche, Stratégie et Analyse*, VALÉRIE MIGNON, *EconomiX-CNRS, University of Paris Ouest and CEPII*, KIM OOSTERLINCK, *Université Libre de Bruxelles (ULB), SBS-EM, CEB*, ARIANE SZAFARZ, *Université Libre de Bruxelles*
- **Global Excess Liquidity and Asset Prices in Emerging Markets: Evidence from the BRICS**
JULIEN MOUSSAVI – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Sovereign default in Emerging market countries: A transition model allowing for heterogeneity**
ANNE-CHARLOTTE PARET, *Stratégie et Recherche Économique* & GILLES DUFRÉNOT – *AMSE, CEPII, Banque de France*

Discussion Papers Series

- **Les banques centrales: premier pilier du cycle d'investissement**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Investir dans les facteurs de risque des actions en fonction de l'environnement macroéconomique**
ALESSANDRO RUSSO – *Recherche Quantitative*
- **Les cycles longs et les marchés d'actifs**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*

Spécial Focus

- **La BCE a-t-elle atteint ses limites? Bilan avant le conseil des gouverneurs du 10 mars**
VALENTINE AINOZ, BASTIEN DRUT – *Recherche, Stratégie et Analyse*
- **La Banque du Japon à bout de souffle**
AKIO YOSHINO – *Recherche, Stratégie et Analyse*
- **L'approche par facteurs: quels bénéfices pour l'allocation d'actifs?**
MARIE BRIÈRE – *Recherche, Stratégie et Analyse*, ALESSANDRO RUSSO – *Recherche Quantitative*, ÉRIC TAZÉ-BERNARD – *Conseil en allocation d'actifs*
- **Hybrid Pensions Schemes with Risk-Sharing: Are They the Future of Occupational Pensions?**
MARIE BRIÈRE, LING-NI BOON – *Recherche, Stratégie et Analyse*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE

Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*,
MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

Support

– PIA BERGER

Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

– BENOIT PONCET

Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué

Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 596262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images _ultraforma_