

Pourquoi et comment repenser le modèle de portefeuille 60/40

Par Vincent JUVYNS, Global Market Strategist, J.P. Morgan Asset Management

L'un des défis les plus immédiats auxquels sont confrontés les investisseurs depuis la pandémie consiste à construire des portefeuilles résistants qui offrent des «performances décentes» compte tenu du niveau actuellement bas des rendements des obligations souveraines. Les emprunts d'État offraient auparavant des revenus et la possibilité de solides performances positives en périodes de récession et de marché baissier. Dans ce contexte, le maintien d'une exposition équilibrée aux actions et aux obligations d'État a toujours permis de bien diversifier son portefeuille.



certaine : les gouvernements crouleront sous une montagne de dettes, comme le montre l'explosion des ratios dette/PIB. Après une décennie d'austérité, les gouvernements n'auront vraisemblablement pas la volonté de tailler dans les dépenses publiques au-delà des niveaux d'avant-pandémie ni d'augmenter les impôts pour réduire la dette, au moins à court terme.

Toute la pression, selon nous, reposera sur les épaules des banques centrales pour que celles-ci maintiennent les taux à de bas niveau dans l'espoir que les gouvernements parviennent ainsi à s'extraire de leurs difficultés budgétaires. Les banques centrales devraient maintenir les taux d'intérêt à des niveaux négatifs ou nuls pendant une période prolongée.

Les investisseurs doivent revoir modèle de portefeuille 60/40

L'impact sur les rendements souverains des taux d'intérêt ultra-bas est évident : plus de 85% des obligations souveraines des marchés développés ont un rendement inférieur à 1% et près de 35% dégagent des rendements négatifs.

Les rendements obligataires faibles, voire négatifs posent d'immenses défis aux investisseurs qui recourent traditionnellement aux actifs obligataires dans deux buts précis : obtenir des revenus réguliers et protéger leur portefeuille en période de volatilité. Durant les crises passées, les banques centrales abaissaient les taux d'intérêt pour soutenir l'économie, ce soutenait les prix des obligations. La corrélation négative entre actions et obligations était alors la meilleure amie de l'investisseur.

Mais avec des taux d'intérêt aussi bas, le potentiel haussier des emprunts d'État en période de récession

a diminué. Les emprunts d'État ont généralement dégagé des performances positives pendant les phases de marché baissier précédentes mais ce ne fut pas le cas en Europe, durant l'effondrement du marché provoqué par la pandémie sur fond de taux déjà historiquement bas.

Revenu et diversification, le double défi

Selon nos hypothèses 2021 sur l'évolution à long terme des marchés de capitaux, un portefeuille d'actions/obligations appliquant la traditionnelle allocation 60/40 ne devrait rapporter que 2,7% par an environ au cours de la prochaine décennie. Toute la difficulté pour les investisseurs consiste à revoir le modèle de portefeuille 60/40 et à recréer les revenus et la diversification que l'exposition obligataire traditionnelle offrait auparavant. Les alternatives existent heureusement, à l'instar des obligations d'entreprises à haut rendement et de la dette émergente même si ces classes d'actifs présentent généralement une corrélation historiquement élevée avec les actions internationales.

Solutions potentielles

Selon nous, les obligations ont encore un rôle central à jouer dans les portefeuilles, mais les stratégies doivent avoir une portée globale, être suffisamment flexibles et s'efforcer d'anticiper les risques macroéconomiques et politiques. Les obligations souveraines chinoises en sont un exemple, avec un rendement de 2 à 3% selon leur maturité, une corrélation limitée ou nulle avec les actions internationales et un potentiel d'appréciation de la devise sur le long terme.

En termes de revenus, les actions à dividendes élevés joueront également un rôle croissant dans les portefeuilles. Bien que les dividendes aient été réduits en 2020, les analystes ont commencé à revoir à la hausse leurs prévisions pour 2021. Cependant, nous estimons que les solutions les plus intéressantes en termes de

revenus et de diversification se situent au niveau des instruments alternatifs. Les actifs réels tels que l'immobilier ou les infrastructures dégagent en effet des rendements plus élevés que les emprunts d'État.

Les infrastructures stratégiques mondiales ont dégagé des flux de revenus remarquablement réguliers et défensifs à différentes périodes, y compris pendant les deux dernières récessions, grâce à des flux de trésorerie généralement contractuels ou réglementés. L'inconvénient de certains instruments alternatifs provient de leur relative illiquidité ou de leur corrélation plus élevée avec les actions s'ils sont cotés (par exemple, les titres immobiliers).

Les hedge funds font partie des stratégies alternatives plus liquides susceptibles de fournir une certaine garantie contre le risque baissier. Toutefois, toutes les différentes stratégies de hedge funds ne suivent pas la même évolution en phase de marché baissier. Les fonds macro offrent la protection la plus régulière et une bonne sélection des gérants peut contribuer à améliorer les performances au cours des périodes de hausse des marchés, tout en offrant une protection durant leurs phases de baisse.

Conclusion

Face à la baisse généralisée des rendements attendus sur les marchés financiers en général et sur les marchés obligataires en particulier, augmenter sensiblement la pondération des actions, par exemple avec un portefeuille 80/20, pour doper les performances est une fausse bonne idée. En effet, cela exigerait d'accepter une volatilité bien plus élevée, ce qui pourrait s'avérer particulièrement déstabilisant pour les investisseurs ayant des objectifs d'épargne à court terme.

Nous estimons qu'il est important que les investisseurs conservent une exposition obligataire flexible mais qu'ils diversifient celle-ci avec de l'immobilier, des infrastructures et des fonds macro.

Mais aujourd'hui, les rendements souverains extrêmement faibles offrent peu de revenus et de potentiel de hausse, contraignant les investisseurs à adopter une approche de diversification plus créative pour dégager des revenus et diversifier leurs portefeuilles.

Les marchés obligataires porteront les stigmates de la crise sanitaire durant de longues années

On ignore si le Covid-19 aura un impact durable sur l'économie et notre mode de vie. Mais une chose est

Des ressources insoupçonnées

Par Alexis BIENVENU, gérant, La Financière de l'Echiquier

L'expérience enseigne que l'on trouve parfois, lorsqu'on est au pied du mur, des ressources insoupçonnées. Aussi n'est-il pas étonnant que les Etats-Unis, au pied du mur de la dette, redécouvrent depuis peu une source de financement qu'ils n'avaient cessé de réduire au cours des dernières années, voire des décennies : l'impôt sur les sociétés.

Janet Yellen, Secrétaire au Trésor, vient ainsi d'annoncer que les Etats-Unis envisagent de construire un large consensus mondial autour d'un taux minimal d'imposition sur les sociétés. Celui-ci serait de 21% à 28% pour les bénéfices générés sur leur sol, et de 21% minimum pour les bénéfices réalisés ailleurs dans le monde. Un taux modeste par rapport à ce qui est en place dans de nombreux pays, notamment européens,

mais qui constitue une révolution aux Etats-Unis où le dernier mouvement en la matière, effectué par D. Trump peu après son arrivée au pouvoir, fut justement de baisser ce taux.

Si les Etats-Unis changent soudainement de doctrine, ce n'est pas seulement parce qu'ils viennent de passer sous administration démocrate, mais par intérêt bien compris, à l'heure où l'Etat dépense sans (presque) compter. La somme des stimulus budgétaires mis en place par les Etats-Unis pour passer la crise du Covid-19 approche en effet, selon le FMI, 27% de leur PIB.

Et ce n'est pas terminé : un nouveau plan est en discussion, portant notamment sur les infrastructures, qui pourrait atteindre 2.250 milliards de dollars, répartis sur 8 ans. Pour l'instant, ces dépenses sont aisément financées par la dette, elle-même achetée en grande partie par la Fed. Mais ce mécanisme n'est pas extensible à l'infini. Si l'économie américaine se reprend, en partie justement grâce à ce stimulus hors-norme, la Fed n'aura plus la légitimité d'acheter autant de dette. Dans ce cas, il y a peu de choix : si l'on exclut le recours

à une inflation galopante, dont personne ne veut, il ne reste qu'à monter les impôts.

L'avantage des Etats-Unis est que la plupart des pays sont au pied du mur de la dette. Ils peuvent donc compter sur une large coopération mondiale pour monter les impôts. Naturellement, la France et l'Allemagne sont leurs premiers soutiens...

Quelle conséquence sur les marchés financiers ? De façon générale, les entreprises américaines pourraient s'avérer un peu moins profitables après impôts. Cela pourrait affecter leurs cours de Bourse. Mais toutes ne seront pas également touchées : d'après une étude Bloomberg, les plus concernées appartiennent aux secteurs de la technologie et de la santé, à l'opposé de secteurs de l'énergie, des matériaux et de la consommation courante qui sont les moins concernés. Les grandes capitalisations, dont la proportion de revenu étranger est généralement plus élevée que les petites, sont plus concernées, d'autant que les cinq plus grandes sont justement des actions apparentées au secteur de la technologie.

Dans le même temps, si l'Etat se finance mieux par les impôts, il pourrait devoir émettre moins de dette, ce qui pourrait freiner la hausse des taux. Ce facteur-ci est davantage favorable aux actions typées «croissance», comme la technologie. Un équilibre pourrait donc en résulter en termes de type de valeur.

Les effets de ce revirement seront donc multiples, et nul ne peut aujourd'hui les pronostiquer avec assurance. Sauf l'effet principal : mieux financé, moins dépendant de l'endettement, l'Etat américain pourrait retrouver un mode de financement plus durable. Et non seulement lui, mais une grande partie du monde qui lui emboîterait le pas : la guerre à la baisse d'impôt devrait moins déstabiliser les Etats qui coopéreront.

Des francs-tireurs résisteront certes, mais tout dépend de leur taille : s'il ne s'agit que de quelques «paradis», ce n'est pas un problème. S'il s'agit de la Chine, la question sera différente. Les Etats-Unis ne peuvent pas laisser la Chine devenir un paradis pour les entreprises. Heureusement pour eux, le risque n'est pas aujourd'hui flagrant. Mais à long terme ?

ESG vs non ESG portfolios:

SFDR unveiled real sustainable funds and greenwashing attempts

An ever-increasing number of portfolio managers disclose to include ESG criteria in their investment process. SFDR regulation entered in force in March 2021, supporting fund selectors with a precise classification of ESG strategies, in order to identify the purely sustainable investments and to avoid greenwashing.

2020 has proved to be a year of great volatility on markets, and 2021 started with inflation rise fears which caused a yield increase and led to a sector rotation into equity strategies. Although socially responsible funds do not guarantee a positive financial performance, also in the current market environment comparative returns analysis has shown that a company particularly attentive to ESG criteria has a lower risk of incurring into frauds, scandals, sanctions and reputational damages.

At the same time, the exposure to sustainable investment themes (e.g. renewable energy, circular economy, healthcare and well-being thematic, demography issues,

social and Green Bonds), have been able to generate higher returns compared to non ESG-focused funds, both in the long term and during periods of high volatility.

In this context, empirical evidence demonstrates that over the last three years, the main ESG global equities and bonds indexes have outperformed the corresponding non-ESG benchmarks. As an example, the MSCI World ESG Leaders index has outperformed the traditional MSCI World by +1,84%, while the JP Morgan ESG EMBI Global Diversified index has beaten the equivalent non-ESG index by +1,94% in the same period (Source: Bloomberg, end of March 2021 data).

The result of this over-performance is even more evident when comparing active funds' results, and especially in the last two years. Focusing on balanced-flexible funds, sustainable vehicles were able to outperform their historical non-sustainable competitors, while successfully limiting volatility and drawdowns during market corrections. Furthermore, their bull capture ratio is aligned to that of non-ESG

funds, thus providing a very attractive risk-reward profile for investors.

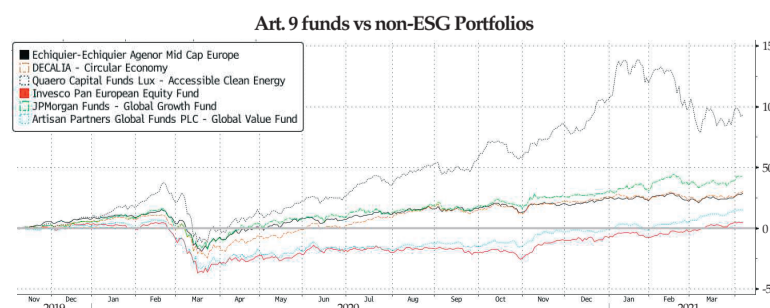
We should point out the necessity for investors to avoid selecting, within the huge ESG funds offer available, those asset managers which are just applying the so-called "greenwashing". In this context, SFDR ("Sustainable Finance Disclosure Regulation") entered in force in March 2021, supporting fund selectors with a precise classification of ESG strategies. Several funds that previously claimed to follow ESG criteria are actually classifying themselves as "Art. 6" (i.e. mainstream funds with no explicit sustainability scope), and others have been required to change the

fund name itself to remove all references to "sustainability" from the fund's name. On the other hand, the number of funds that declare themselves as "Art. 9" (i.e. fund with an explicit sustainable investment objective) is still relatively limited. Nevertheless, "Art. 9" funds proved not only to deliver an extra-financial results, but resulted in outperforming significantly their relative not-sustainable competitors.

In this context, GreenEthica by FIA Asset Management has developed an internal proprietary ESG scoring system applied to fund managers. It is based on the ESG analysis adopted within their investment processes, as well as its "weight" for the

final decision on investments, with a specific screening on investments which are aligned to the 17 SDGs (UN Sustainable Development Goals). The fund analysis is extremely accurate, since both qualitative and quantitative parameters are considered. Besides, it provides the investor also the measurable figures on how much its investment is contributing to the sustainable transition and to the achievement of the 2030 Agenda for Sustainable Investments of the United Nations.

The current market environment and COVID-19 crisis proved to be a successful test for the ESG investment approach. During the whole 2020 and also in the first quarter 2021, the returns of sustainable funds ranked in their category's best quartile. The main reason is attributable to the fact that these funds have benefitted from their ESG screenings and analysis. Eventually, these funds proved to be more resilient during market corrections, with limited maximum drawdowns, while taking advantage of the market uptrend.



Gianluca D'ALESSIO
Senior Portfolio Manager
FIA Asset Management S.A.