



Active is:
Thinking without limits

Pourquoi est-il rémunérateur de rester flexible dans un environnement marqué par de faibles taux d'intérêt

fr.allianzgi.com

Août 2021



Franck Dixmier
Global CIO
Fixed Income

Dans un environnement marqué par de faibles taux d'intérêt et des craintes inflationnistes, les investisseurs peuvent se sentir pris au piège au moment de chercher à protéger et augmenter leur épargne. Comment doivent-ils repenser leurs portefeuilles afin de suivre l'évolution des marchés ?

L'an dernier durant la période la plus grave de la crise du Covid 19, les principales banques centrales de la planète sont intervenues dans une mesure sans précédent, abaissant les taux d'intérêt, achetant des emprunts d'État et injectant massivement des liquidités au sein de l'économie mondiale. Les rendements des obligations souveraines ont réagi en chutant à des points bas historiques : -0,9 % pour le Bund allemand à 10 ans et 0,5 % pour les bons du Trésor américain à 10 ans.

Compte tenu d'une reprise économique soutenue, mais inégale, en cours dans la plupart des économies mondiales et des rendements sensiblement supérieurs à leur récent point bas, certains commentateurs pensent que les taux mondiaux ont pris un tournant. Leur argument est que le marché haussier des obligations d'une durée de 4 décennies, qui a tiré les rendements régulièrement à la baisse, est désormais arrivé à son terme. Une reprise de la croissance et de l'inflation signifie qu'une forte hausse des taux est inévitable.

Grandes idées à retenir

- Les taux pourraient continuer de progresser légèrement, mais les preuves laissent à penser qu'ils demeureront extrêmement faibles eu égard à l'ensemble des indicateurs historiques.
- Un excès de capital à l'échelle mondiale a coïncidé avec une pénurie relative d'opportunités d'investissement, tirant encore plus à la baisse les taux.
- Les niveaux d'endettement sont actuellement à des niveaux record. Cette dette est remboursable à des taux faibles, mais elle tend à étouffer la croissance future.
- L'assouplissement quantitatif, qui était considéré comme expérimental il y a dix ans, est devenu une situation de *statu quo* et la politique monétaire restera accommodante.



Ingo Mainert
CIO Multi Asset
Europe

Même s'il est tentant de penser que la récente progression des rendements obligataires annonce un changement de contexte, nous pensons que ce point de vue est erroné. Si les taux présentent encore un léger potentiel haussier, nombreuses sont les preuves qu'ils resteront extrêmement faibles eu égard à l'ensemble des indicateurs historiques.

En effet, de multiples facteurs indiquent que les taux d'intérêt resteront « faibles pendant encore longtemps » sur la base des tendances économiques à long terme et des évolutions plus récentes. Repenser les portefeuilles afin de tenir compte de ces perspectives doit être une priorité urgente des investisseurs.

Le ralentissement de la croissance étouffe les taux d'intérêt

S'agissant tout d'abord des facteurs à long terme, les forces qui ont impulsé le marché haussier des emprunts d'État pendant 40 ans, et la baisse concomitante des taux d'intérêt des marchés développés (voir graphique), semblent loin d'être épuisées. Tant qu'elles ne le sont pas, il est prématuré de parler de tournant décisif.

Deux facteurs clés ont contribué à la baisse des taux : un ralentissement de la croissance économique d'une durée d'une décennie et l'inflation et la baisse des prévisions d'inflation sur le long terme. Les rendements nominaux des obligations suivent de près le PIB nominal. À mesure du ralentissement de la croissance, les taux d'intérêt et les rendements obligataires tendent à diminuer. Dans ce contexte, un taux d'intérêt donné représente le niveau d'équilibre entre la demande de capital à investir et l'offre d'épargne disponible pour satisfaire cette demande. Un ralentissement de la croissance tend à étouffer la demande de capital à investir et exerce donc une pression baissière sur les taux d'intérêt.

De même, si les taux de croissance nominale à long terme augmentent, la hausse de la demande de capital devrait tirer à la hausse les taux d'intérêt. Or cette tendance est peu probable dans un avenir prévisible. Les principales raisons en sont la situation démographique, la nature

changeante des économies modernes et le ralentissement de la croissance de la productivité, qui se conjuguent pour étouffer la demande de capital tout en augmentant l'offre.

En raison de la situation démographique, le monde est submergé par de l'épargne

L'augmentation de la longévité au sein des pays développés a fait basculer l'équilibre démographique, réduisant la taille de la population active par rapport aux générations plus âgées. Cette situation a contribué à créer un excès mondial d'épargne qui cherche à être investi dans des actifs sûrs, notamment les marchés obligataires.

Dans le même temps, les opportunités d'investissement de cette épargne sont moins nombreuses. Cela s'explique par une transition à long terme au sein des économies développées de l'industrie et l'activité manufacturière gourmande en capitaux vers les entreprises de services moins consommatrices en capital et dont les besoins d'investissement sont moindres.

Le ralentissement de la croissance de la productivité a renforcé cette tendance en réduisant les rythmes d'expansion économique à long terme, étouffant encore une fois la demande de capital à investir.

Il en résulte une abondance de capital et une pénurie relative d'opportunités pour l'investir, entraînant des pressions baissières sur les taux d'intérêt.

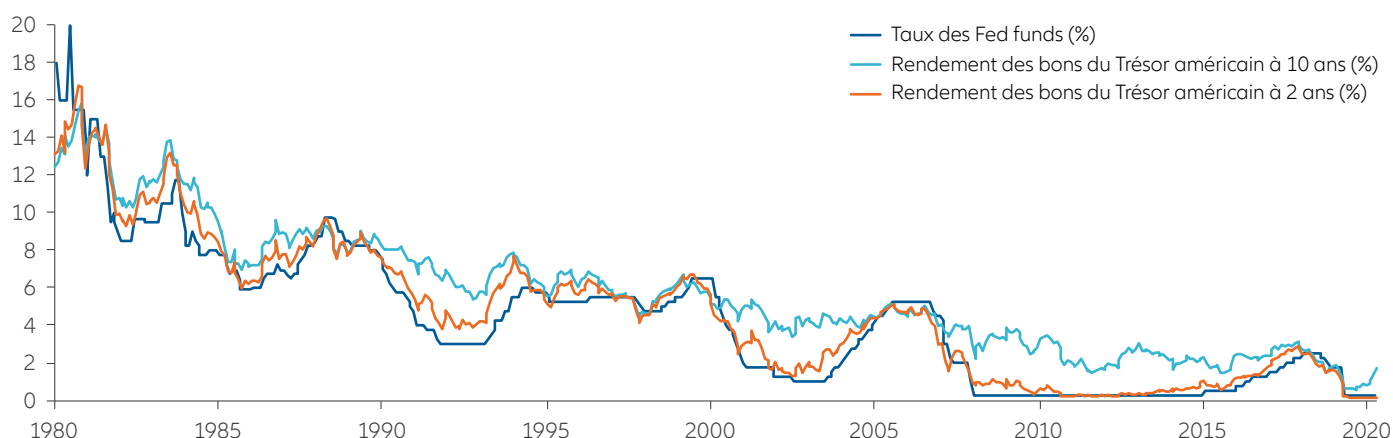
Une dette à des niveaux record

Par ailleurs, le monde a cumulé des volumes significatifs de dette (publique et privée) au cours des années qui ont suivi la crise financière internationale, et plus particulièrement depuis la crise du Covid-19 qui a débuté en 2020. Une dette massive, toutefois plus facile à financer à des taux d'intérêt très faibles, tend à étouffer la future croissance en détournant la trésorerie des investissements productifs vers le service de la dette. Elle rend également les emprunteurs plus vulnérables à toute hausse inattendue des taux d'intérêt.

Avec une dette des principales économies développées à des niveaux record, les banques centrales sont

Graphique : les taux et les rendements baissent depuis des décennies

Taux des Fed funds et rendements des bons du Trésor américain (1980-2021)



Source : Refinitiv Eikon Datastream, Bloomberg, Allianz Global Investors GmbH.

confrontées à un défi de taille. Toute hausse significative des taux d'intérêt pourrait rendre des volumes énormes de dette existante non viables et déstabiliser les gouvernements et les marchés financiers. Par conséquent, la répression financière, caractérisée par une inflation constamment plus élevée que les taux d'intérêt, devient un outil nécessaire de politique monétaire afin de s'assurer que la dette des emprunteurs reste viable. Mais elle crée un problème aux investisseurs en quête de rendement pour protéger leur épargne.

En effet, le centre de gravité de la politique des banques centrales s'est déplacé. Des politiques telles que l'assouplissement quantitatif (QE), qui était expérimental il y a dix ans, deviennent une habitude. Loin de trouver rapidement une voie de sortie des politiques actuelles, les banques centrales sont désormais plus susceptibles de souligner les dangers d'un soutien insuffisant à l'économie plutôt qu'un soutien trop important.

Il n'est donc pas surprenant que même si un solide rebond de l'activité économique est probable cette année et l'an prochain, tout indique que la politique monétaire restera accommodante. La Réserve fédérale américaine devrait réduire son programme d'achats obligataires de manière très progressive sans hausse des taux probablement avant 2023. Au sein de la zone euro, la politique monétaire demeurera extrêmement accommodante.

Pris dans leur ensemble, ces facteurs laissent fortement à penser que les perspectives les plus probables au sein des économies développées sont de nombreuses années supplémentaires de taux d'intérêt historiquement faibles qui vont maintenir les performances des valeurs refuges à des niveaux proches de zéro.

Les implications pour les portefeuilles

Comment les investisseurs doivent-ils réagir ? Il a rarement été aussi difficile de générer un revenu fiable. De même, la préservation du pouvoir d'achat lors d'une période de répression financière est un casse-tête constant. Et si les investisseurs s'aventurent dans des classes d'actifs non traditionnelles en quête de rendement supplémentaire, comment doivent-ils diversifier et gérer leurs risques ?

- **Pensez aux allocations sous la forme d'une structure en « barre d'haltères »** – Afin de relever ses défis, les investisseurs devraient envisager leurs choix comme une « barre d'haltères » qui couvre deux groupes d'actifs : ceux adaptés à la préservation du capital (dont la dette souveraine, le crédit et la trésorerie) et ceux destinés

à générer une appréciation du capital et des revenus (dont les obligations émergentes, les actions et les actifs des marchés hors cote tels que les actions et les obligations liées aux infrastructures et le crédit privé). Les investisseurs peuvent alors choisir parmi une gamme de solutions multi-actifs qui conjuguent les caractéristiques de chaque groupe afin de viser une série de résultats.

- **Rester flexible est essentiel** – Les dernières années ont illustré une caractéristique clé des marchés financiers actuels : la rapidité avec laquelle les conditions peuvent changer. Dans un environnement où les scénarios peuvent évoluer rapidement, l'allocation optimale d'actifs aura naturellement besoin d'évoluer en conséquence, ce qui nécessite une approche très dynamique du positionnement qui modifie rapidement les allocations d'actifs au sein du portefeuille à mesure de l'évolution de la conjoncture économique afin de préserver les avantages de la diversification et de veiller à une gestion flexible du risque.
- **Envisager d'apporter des changements permanents aux portefeuilles** – Certains changements apportés aux portefeuilles peuvent se révéler plus permanents. Cela laisse notamment supposer un avenir où l'équilibre des portefeuilles traditionnels d'actions/d'obligations penchera clairement vers les actions : un portefeuille équilibré conventionnel composé à 70 % d'obligations et 30 % d'actions pourrait évoluer vers une répartition à 50/50 par exemple. Un portefeuille 60/40 plus agressif pourrait évoluer vers une répartition de 80 % en faveur des actions et de 20 % en faveur des obligations, voire de 100 % en faveur des actions assorties d'une couverture du risque actions. Cela suggère également que les allocations du marché hors cote ont pour but de générer une appréciation du capital et le rendement supplémentaire augmentera sensiblement. Leur pondération peut atteindre 20 % dans un portefeuille multi-actifs institutionnel classique.

Les facteurs qui ont conditionné l'évolution des taux d'intérêt vers le niveau de zéro au cours des quatre dernières décennies demeurent présents et resteront dominants dans un avenir prévisible. Dans ce contexte, l'approche de l'allocation d'actifs par les investisseurs doit changer et leur approche de la gestion du risque et de la diversification doit devenir encore plus flexible afin de traverser une période où les conditions de marché sont évolutives.

Gestionnaire actif de premier plan, **Allianz Global Investors** emploie plus de 690 professionnels de l'investissement dans 23 bureaux situés dans le monde entier. La société gère 598 milliards EUR d'actifs pour le compte de particuliers, de family offices et d'investisseurs institutionnels.

Le terme « actif » constitue la clef de voûte de leur vocabulaire. Allianz Global Investors met en œuvre une approche résolument active de la création de valeur pour le compte de leurs clients. Leur démarche n'est pas guidée par des motivations commerciales : ils cherchent avant tout à répondre aux besoins de leurs clients en apportant une réelle valeur ajoutée, au-delà d'un simple gain économique. Ils investissent sur le long terme, en capitalisant sur leur expertise innovante de l'investissement et leurs ressources mondiales. Leur objectif est d'offrir des prestations de premier plan à leurs clients, où qu'ils soient dans le monde et quels que soient leurs besoins d'investissement.

Active is: Allianz Global Investors

Données en date du 31 mars 2021.

Tout investissement comporte des risques. La valeur et le revenu d'un investissement peuvent diminuer aussi bien qu'augmenter et l'investisseur n'est dès lors pas assuré de récupérer le capital investi. Les avis et opinions exprimés dans la présente communication reflètent le jugement de la société de gestion à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment et sans préavis. Certaines des données fournies dans le présent document proviennent de diverses sources et sont réputées correctes et fiables à la date de publication. Les conditions de toute offre ou contrat sous-jacent, passé, présent ou à venir, sont celles qui prévalent. La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite ; excepté dans les cas d'autorisation expresse d'Allianz Global Investors GmbH.

Pour les investisseurs en Europe (hors de la Suisse)

Ceci est une communication publicitaire éditée par Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, une société à responsabilité limitée enregistrée en Allemagne, dont le siège social se situe Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francfort/M, enregistrée au tribunal local de Francfort/M sous le numéro HRB 9340 et agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH a constitué une succursale en Grande Bretagne, France, Italie, Espagne, Luxembourg, Suède, Belgique et aux Pays-Bas. Contacts et informations sur la réglementation locale sont disponibles ici (www.allianzgi.com/Info).

Pour les investisseurs en Suisse

Il s'agit d'une communication marketing d'Allianz Global Investors (Suisse) AG, succursale à 100 % d'Allianz Global Investors GmbH.