

9 MARS 2021

## Comment les investisseurs devraient-ils se positionner face à la hausse des taux à long terme ?



**Laurent DENIZE,**  
CIO Asset Management



**Jan VIEBIG,**  
CIO Private Wealth Management

Les investisseurs s'interrogent à raison sur la valorisation des actions. Les attentes de croissance des bénéfices peuvent-elles continuer à augmenter suffisamment pour compenser la hausse du taux d'actualisation liée à l'augmentation des taux d'intérêt à long terme ? - les bons du Trésor américain à 10 ans se négocient actuellement à 1,60%. Les actions américaines se valorisent déjà sur la base d'une forte croissance attendue des bénéfices : les prévisions des analystes concernant la croissance des bénéfices par action (BPA) du S&P 500 sont de 24 % pour 2021 et de 15 % pour 2022. Il est intéressant de noter que les prévisions de croissance des BPA à long terme ont fortement été révisées à la hausse pour les actions américaines et émergentes (EM). En somme, le principal risque pour les actions américaines est que leur valorisation est très élevée à un moment où l'inflation et les taux d'intérêt sont appelés à augmenter.

### Que devraient faire les investisseurs ?

Après le rally de début d'année, le marché des actions entre dans une période risquée et nous recommandons une position un peu plus prudente.

Les marchés financiers pourraient à nouveau se replier si les données de l'économie réelle corroborent la thèse d'une inflation plus élevée. Et soyez en certains, les prochains chiffres de l'inflation seront beaucoup plus élevés que les précédents en raison d'effets de base et d'une distorsion transitoire entre l'offre et la demande.

**Nous ne nous positionnons pas dans une perspective baissière** mais néanmoins, nous ajustons notre positionnement en fonction des nouvelles évolutions du marché. Les rendements obligataires ont augmenté de façon très rapide au cours des six derniers mois. Toutefois, ils restent très bas en termes absolus. Bien que la hausse des rendements puisse entraîner une correction temporaire des marchés boursiers, il faudrait que les conditions financières s'installent en territoire restrictif afin de déclencher une récession et un marché actions baissier qui l'accompagne. Nous n'en sommes pas encore là.

Concrètement, une hausse des rendements des obligations américaines implique que les actions mondiales de style croissance sous-performeront les actions mondiales de style value. Les premières sont beaucoup plus chères et, par conséquent, plus vulnérables à une hausse du taux d'actualisation.

En outre, les portefeuilles d'actions mondiales devraient sous-pondérer les États-Unis, adopter une position neutre sur les marchés émergents et surpondérer l'Europe et le Japon. En Europe également, nous privilégions surtout les actions de petites capitalisations dans une perspective de plus forte croissance des bénéfices par action. Les États-Unis, suivis par les marchés émergents recèlent le plus d'actions de style croissance en capitalisation boursière. En ce sens, les bourses européennes et japonaises sont moins vulnérables à la hausse des rendements obligataires.

Enfin, les investisseurs ne possèdent pas suffisamment de titres dans les secteurs de

l'énergie, des matériaux, de l'industrie et de la finance. À l'inverse, ils restent très exposés aux entreprises technologiques. La concentration des cinq plus grandes capitalisations technologiques dans le S&P demeure sur des niveaux extrêmes (21%), même si elle est légèrement en baisse par rapport à son pic (25%). Les actions à « durée longue » sont à risque et leur poids dans les indices américains augmente la probabilité d'un décrochage du marché. Dans le secteur technologique, les actions ayant une valorisation raisonnable ou un profil plus cyclique, présentent un risque moins élevé que les titres à forte croissance.

### **En résumé:**

Nous passons d'une surpondération en actions à une position neutre et acheteuse, avec une rotation

importante des portefeuilles. Nous sommes toujours confiants qu'une fois que le marché aura revu à la hausse la prime de risque, le rebond macroéconomique entraînera une forte hausse des BPA, donc des dividendes et des cours. Partout, les obligations d'État font l'objet d'un positionnement prudent. Nous privilégions les obligations à haut rendement ainsi que les obligations indexées sur l'inflation qui sont plus à même de résister à un environnement de hausse des taux longs.

À plus long terme, nous continuons à privilégier les actions de qualité qui génèrent un cash-flow disponible élevé avec un effet de levier limité. Nous n'oublions pas que nous vivons toujours dans un univers où le potentiel de croissance reste modeste.

## **Le cas des matières premières et les financières (avec une préférence pour les compagnies d'assurance)**

Un déficit physique sur les marchés des métaux, en particulier pour le cuivre et l'aluminium, devrait également persister cette année. Si le boom de la production de véhicules électriques (VE) représente une menace à long terme pour le pétrole, il représente « un eldorado » pour de nombreux métaux. Un véhicule électrique alimenté par batterie peut contenir plus de 80 kg de cuivre, contre 23 kg pour les voitures conventionnelles. D'ici 2030, la demande pour les véhicules électriques à elle seule devrait s'élever à près de 4 millions de tonnes de cuivre par an, ce qui représente une forte hausse de la demande sur un marché qui consomme environ 26 millions de tonnes par an. La forte demande continue de métaux en provenance de Chine devrait également faire grimper les prix des métaux. Bien que la croissance tendancielle du PIB en Chine ait ralenti, l'économie est beaucoup plus importante qu'elle ne l'était dans les années 2000. La consommation globale annuelle de métaux en Chine est cinq fois plus élevée qu'à l'époque. L'augmentation progressive de la consommation de métaux en Chine, mesurée par le volume des matières premières consommées, est également deux fois plus importante qu'il y a 20 ans.

D'un point de vue ESG\*, il est nécessaire d'être sélectif et de s'assurer que les entreprises choisies se conforment à des orientations prudentes. Néanmoins, notre approche repose sur une approche dite "best-in-universe" et nous permet d'accompagner les entreprises pendant leur phase de transition vers un meilleur profil ESG.

Aux côtés des producteurs de matières premières, les financières, dont les compagnies d'assurance, qui génèrent des flux de trésorerie disponibles (Free Cash Flows) élevés, seront les moteurs de performance des indices de style value. Bien qu'il soit peu probable que la croissance du crédit revienne à son niveau d'avant la crise financière mondiale, elle est en hausse tant aux États-Unis qu'en Europe. En outre, l'atténuation de la pandémie devrait alléger le coût des sinistres des compagnies d'assurance ou de réassurance. Les analystes commencent à intégrer l'amélioration des perspectives de bénéfices des institutions financières. Les estimations des BPA pour les compagnies d'assurance, par exemple, augmentent plus rapidement que pour les entreprises technologiques des deux côtés de l'Atlantique. Non seulement le "E" du ratio cours/bénéfice (P/E) est susceptible d'augmenter, mais le ratio lui-même augmentera. Actuellement, les institutions financières américaines et européennes se négocient respectivement à 14 et 10 fois les bénéfices à terme, ce qui représente une forte décote par rapport au marché en général, et aux actions technologiques en particulier.

\*ESG: critères environnementaux, sociaux et de gouvernance

### **Avertissement**

Ce document a été préparé par ODDO BHF dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF. Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de ODDO BHF. Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.

### **ODDO BHF**

12, boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 France – Tél. : 33(0)1 44 51 85 00 – Fax : 33(0)1 44 51 85 10 – [www.oddo-bhf.com](http://www.oddo-bhf.com)

ODDO BHF SCA, société en commandite par actions au capital de 70 000 000 € – RCS 652 027 384 Paris – agréée en qualité d'établissement de crédit par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et immatriculée à l'ORIAS en qualité de courtier d'assurance sous le numéro 08046444.

[www.oddo-bhf.com](http://www.oddo-bhf.com)