

LORSQUE LES TAUX D'INTÉRÊT AUGMENTENT, FAUT-IL PRIVILÉGIER LA VALEUR ET DÉLAISSER LA CROISSANCE? PAS SI VITE!

Juillet 2022

Jerry Lu, Michael Sager, David Wong¹



Résumé

- Selon la croyance populaire, les variations de taux d'intérêt sont un indicateur fiable des écarts de rendement entre les styles de placement axés sur les actions de valeur et de croissance.
- En nous appuyant sur plus de quatre décennies de données, nous avons conclu que cette affirmation est fausse.
- Les changements tactiques de style sont difficiles à maîtriser, et les indicateurs démontrant de manière fiable les périodes où la valeur ou la croissance offre des rendements supérieurs sont rares.
- Nous privilégions plutôt une approche de placement de base qui combine stratégiquement de nombreux styles de placement en voyant d'une manière globale la répartition du portefeuille.

¹ Jerry Lu, CFA, FRM, CAIA, est analyste principal, Recherche, Solutions de placement, Recherche et surveillance. Michael Sager, Ph. D., est directeur exécutif, Multiclasse d'actifs et gestion des devises. David Wong, CFA, FRM, est directeur général, Solutions de placement, Recherche et surveillance.

Introduction

L'univers des gestionnaires d'actions englobe plusieurs styles de placement, ou philosophies, entre gestion passive et active, grande et petite capitalisation, qualité, revenu, valeur ou croissance. Il existe également des combinaisons stratégiques de plusieurs styles, notamment la CAPR, qui superpose des éléments de valeur et de croissance². Chaque gestionnaire qui utilise un style particulier cherche à créer de la valeur pour les portefeuilles des investisseurs, en sélectionnant continuellement des sociétés dans son univers de placement selon des caractéristiques particulières. Il s'agit notamment d'un faible ratio cours/bénéfice et d'un rendement en dividendes élevé pour les investisseurs visant la valeur et d'un potentiel de croissance des bénéfices élevé pour les investisseurs visant la croissance. Le risque est ensuite attribué aux sociétés qui ont été repérées positivement par cette première évaluation, selon une évaluation secondaire des rendements et des corrélations prévus ajustés au risque. Il en résulte un portefeuille de positions surpondérées ou

² CAPR signifie croissance à prix raisonnable.

sous-pondérées régulièrement mis à jour par rapport à un indice de référence déterminé, qui vise à maximiser le rendement ajusté au risque à long terme.

Valeur et croissance : rendement historique

Dans le présent document, nous mettons l'accent sur deux styles de placement, axés sur la valeur et sur la croissance. À long terme, c'est-à-dire depuis janvier 1979 et selon les indices Russell 1000, leur rendement a été à peu près le même. Les deux ont obtenu des rendements annuels moyens historiques de 12 %, en chiffres arrondis (en \$ US). La différence entre les rendements mensuels annualisés axés sur la valeur et sur la croissance pour cet échantillon est de 23 points de base, au profit de la croissance. Dans le contexte d'un écart-type annualisé des rendements axés sur la valeur de 15 % et des rendements axés sur la croissance de 17 %, et d'un écart-type annualisé des rendements mensuels relatifs entre ces styles de 9,3 %, cet écart de rendement n'est pas très loin de zéro.

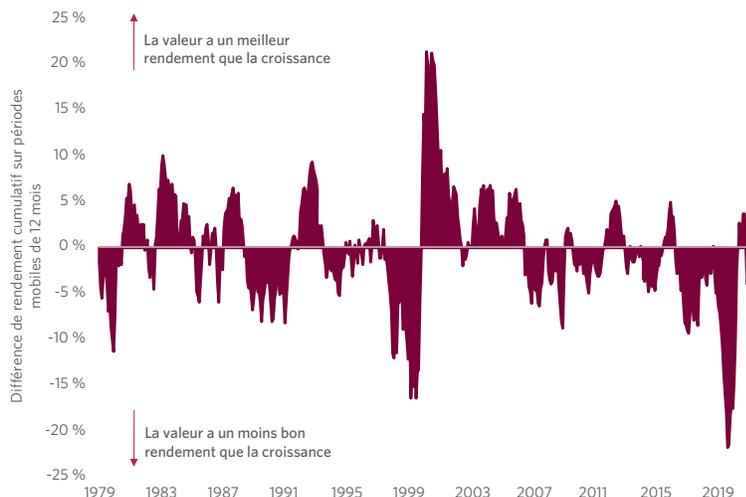
Nous pouvons donc déclarer de façon générale que rien ne prouve la supériorité constante d'un style sur un autre au cours des 43 dernières années, même si nous avons observé des périodes relatives de rendement excédentaire et de contre-performance. Les deux styles se justifient. Cette conclusion souligne l'importance que nous, à Gestion d'actifs CIBC (GAC), accordons à un style axé sur les actions de base pour l'ensemble de notre gamme de solutions gérées, y compris les portefeuilles de solutions totales SGC et Intelli, qui combinent stratégiquement plusieurs styles de placement. De ce fait, nous cherchons à maximiser le rendement prévu à long terme en profitant stratégiquement de la diversification qui découle de la combinaison de répartitions dans divers styles de placement³. Il est prévu que le portefeuille total procure un plus grand avantage que la somme de ses composantes.

Est-il judicieux de basculer tactiquement entre les styles?

Le rendement relatif de ces styles varie au fil du temps, car l'attrait de l'un par rapport à l'autre augmente et diminue pour des raisons que nous verrons ci-dessous (graphique 1). La variation dans le temps du rendement relatif des styles de placement incite souvent ceux qui établissent les portefeuilles à basculer activement entre les styles de placement, notamment orientés sur la valeur et sur la croissance, afin d'augmenter le rendement attendu du portefeuille.

³ Ces solutions de portefeuille permettent de prendre des risques tactiques, parmi les catégories d'actif et entre celles-ci, en se fondant sur une évaluation rigoureuse des rendements relatifs prévus, notamment en raison des conditions macroéconomiques prospectives. Toutefois, cette orientation tactique ne tient pas compte des styles de placement.

Graphique 1 - Variation dans le temps du rendement axé sur la valeur et la croissance

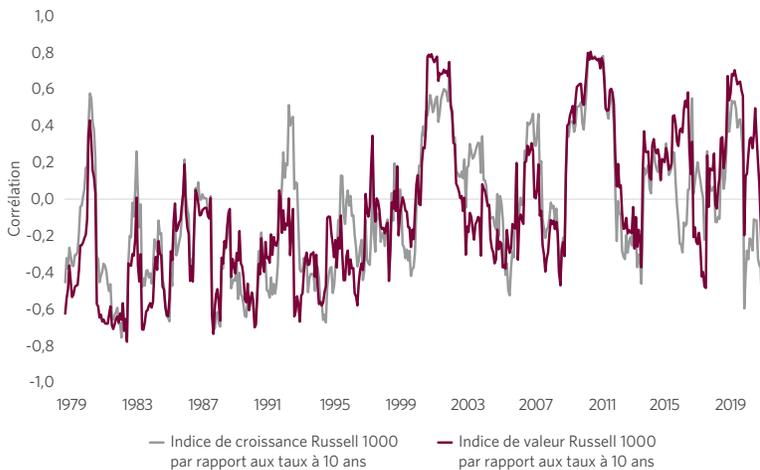


L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : eVestment; FRED®; Bloomberg. Échantillon : janvier 1979 à mars 2022. Données mensuelles accessibles au 30 mai 2022.

Y a-t-il lieu d'orienter le risque des actions du portefeuille selon les styles de placement? Dans l'analyse qui suit, nous testons cette proposition à l'aide d'un historique de données de plus de 40 ans. Les investisseurs qui sont tentés de s'orienter vers un style ont besoin d'un indicateur avancé fiable pour repérer les périodes où la valeur est susceptible de surpasser la croissance, et vice versa. Selon une croyance populaire, les variations des taux d'intérêt délimitent de façon constante de telles périodes. Lorsque les taux augmentent, la croissance doit ainsi enregistrer un rendement inférieur à celui de la valeur, car les bénéfices qui devraient s'accumuler à long terme sont actualisés à un taux plus élevé de sorte que leur valeur actuelle diminue par rapport à celle de bénéfices plus stables générés par des sociétés axées sur la valeur.

Pour le moment, acceptons cette croyance populaire et examinons la corrélation entre les rendements axés sur la valeur et sur la croissance, ainsi que les variations de taux d'intérêt (graphique 2). Encore une fois, en utilisant notre échantillon de 1979 et un taux d'intérêt des bons du Trésor américain à 10 ans, les corrélations moyennes de l'échantillon complet coïncident statistiquement : -0,10 pour la valeur et -0,08 pour la croissance. En d'autres termes, les hausses de taux d'intérêt, examen plus scientifique à l'appui, nuisent autant aux actions de valeur qu'à leurs homologues de croissance. Une prise pour la croyance populaire.

Graphique 2 - Corrélations sur une période mobile de 12 mois entre les taux des obligations des bons du Trésor américain sur 10 ans et les rendements axés sur la valeur et sur la croissance



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : eVestment; FRED®. Échantillon : janvier 1979 à mars 2022. Données mensuelles accessibles au 30 mai 2022.

Les choses deviennent plus intéressantes si l'on considère uniquement l'échantillon de courte durée, depuis janvier 2021. Les corrélations entre les variations des taux d'intérêt à 10 ans et les rendements mensuels s'établissent ici à +0,17 pour la valeur, mais à -0,33 pour la croissance. Les derniers mois semblent donc marquer une rupture, avec une hausse des taux relativement pénalisante pour les actions de croissance, du moins dans cette conjoncture.

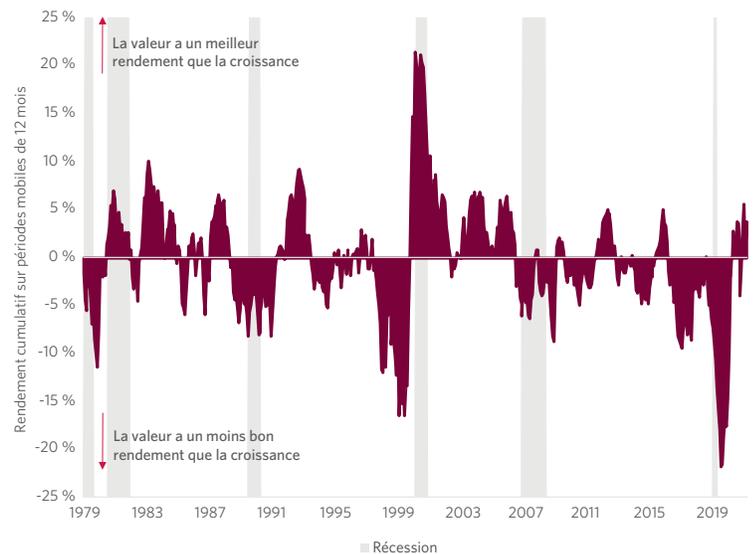
Pas si vite! Vérifions ce scénario tentant à première vue, étant donné que nous avons 40 ans de données prouvant le contraire. Le fait de se laisser bernier par des aléas (et un bon argumentaire) reste très humain malgré tout. Pour vérifier la rigueur de cette conclusion contradictoire depuis 2021, nous calculons aussi des corrélations par paires en utilisant le taux d'intérêt des bons du Trésor américain à 2 ans. Cette mesure est souvent considérée comme meilleure que celle avec le taux à 10 ans, car elle tient mieux compte des réactions du marché à l'égard des futures politiques des banques centrales. Avec ce taux, les corrélations par paires moyennes sont encore une fois statistiquement les mêmes pour l'ensemble de l'échantillon : -0,14 pour la valeur et -0,20 pour la croissance. En outre, elles ne changent pas tellement depuis 2021 : soit -0,55 et -0,63.

Pourquoi? Nous faisons peut-être fausse route. Il est possible que les fluctuations des titres axés sur la valeur et la croissance n'aient pas réellement changé depuis 2021, contrairement aux variations des taux d'intérêt à 10 ans. Dans quelle mesure? Les achats d'actifs des banques centrales, qui ont faussé le marché obligataire, constituent une piste intéressante. Ils ne se sont pas concentrés exclusivement sur le segment à 10 ans de la courbe des taux, mais concernaient en grande partie les échéances supérieures à 2 ans. Il est donc possible qu'ils aient contribué à nos résultats contradictoires.

A-t-on d'autres éléments? L'analyse du bêta, qui nous permet de tenir compte de l'ampleur des rendements des styles de placement en actions et de leur corrélation, révélera-t-elle des écarts entre valeur et croissance durant les périodes de fluctuations des taux d'intérêt qui confirmeraient la croyance populaire? Malheureusement, non. Pour l'ensemble de notre échantillon de données depuis 1979, les deux bêtas sont négatifs. La hausse des taux d'intérêt a donc été en moyenne défavorable pour les actions de valeur et de croissance. Le bêta des titres de valeur est en fait plus négatif pour l'ensemble de l'échantillon, ce qui contredit notre scénario sur les styles de placements, là encore dans des proportions toutefois non significatives statistiquement. Deux prises.

Est-il possible que la valeur surpasse toujours la croissance en période de récession, par association à une prévision de baisse des taux d'intérêt? Encore une fois, il n'y a pas de preuve constante à l'appui de cette affirmation. Les titres de valeur ont nettement surpassé les titres de croissance durant la récession de 2001, mais pas lors de la plupart des autres survenues depuis 1979 (graphique 3).

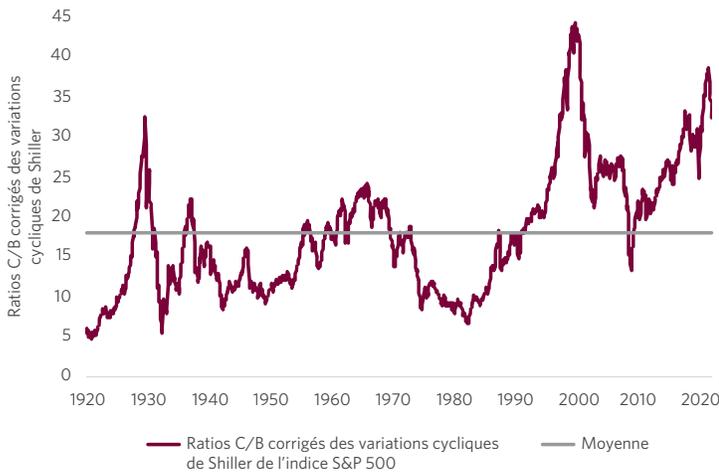
Graphique 3 - Rendements des styles de placement axés sur la valeur ou la croissance pendant les récessions



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : eVestment; FRED®; Bloomberg. Échantillon : janvier 1979 à mars 2022. Données mensuelles accessibles au 30 mai 2022.

C'est peut-être là un indice. En 2000, la dernière bulle technologique a éclaté. Les valorisations des actions de croissance avaient atteint des niveaux extrêmes, tout comme à la fin de 2021 (graphique 4). Cela suggère que nous devrions nous appuyer sur une analyse approfondie des paramètres fondamentaux des valorisations – selon les marchés, secteurs, sociétés et styles – afin de déterminer les rendements potentiels, plutôt que de considérer uniquement les variations cycliques de taux d'intérêt comme indicateur fiable de rendement boursier. Une rigoureuse analyse fondamentale des valorisations constitue la pierre angulaire d'un processus de placement fiable et reproductible, le fondement même de tout ce que nous faisons à GAC.

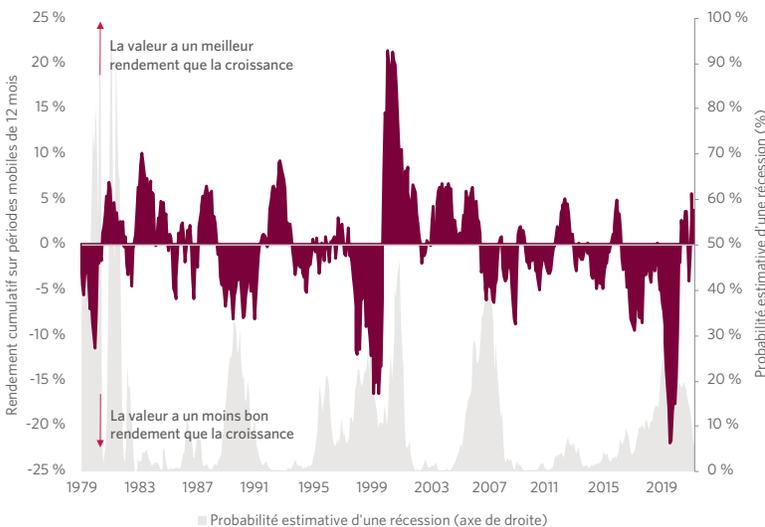
Graphique 4 – Ratios C/B corrigés des variations cycliques de l'indice S&P 500



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Robert Shiller. Échantillon : janvier 1920 à mai 2022. Données accessibles au 14 juin 2022.

Nous pourrions peut-être raviver la sagesse populaire en estimant les récessions avant qu'elles ne surviennent. Pour ce faire, nous utilisons l'estimation de la probabilité d'une récession au cours des 12 prochains mois de la Réserve fédérale de New York, qui est fondée sur la pente de la courbe des taux des obligations du Trésor à 10 ans - 3 mois (graphique 5). Pour que notre scénario de placement soit fidèle à notre style, la valeur surpassera la croissance lorsque cette probabilité augmente de façon significative. Selon cette approche, la sagesse conventionnelle a de nouveau été valide pendant la récession de 2001; la valeur a surpassé la croissance. Mais cette situation demeure une exception et non la règle. Troisième prise pour la sagesse conventionnelle.

Graphique 5 – Rendement du style de placement et probabilité de récession estimative



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : Bloomberg, Banque de réserve fédérale de New York. Échantillon : janvier 1979 à mars 2022. Données mensuelles accessibles au 30 mai 2022.

Conclusion

En résumé, la corrélation entre les rendements axés sur la valeur et sur la croissance et les variations de taux d'intérêt semblent statistiquement identiques à long terme. Rien ne prouve que les premiers surpassent constamment les seconds en période de hausse des taux d'intérêt, ou qu'ils affichent un rendement inférieur en période de baisse. Le rendement relatif dépend des paramètres fondamentaux qui sous-tendent les valorisations, lesquels restent notamment conditionnés par la conjoncture économique. Depuis janvier 2021, les titres de valeur ont toutefois surpassé les titres de croissance au cours d'une période de hausse des taux, mais il s'agit vraisemblablement d'une situation exceptionnelle, sans doute attribuable en partie aux achats massifs des banques centrales et à leur effet de distorsion sur les taux d'intérêt.

Que faire de cette conclusion? Comme pour toutes les décisions de placement, il est important de faire la distinction entre les dimensions tactiques et stratégiques. L'analyse présentée dans ce document met en évidence la difficulté de créer de la valeur de façon constante en basculant tactiquement entre les styles de placement, notamment de valeur et de croissance. Il est effectivement délicat de trouver des indicateurs du futur rendement relatif d'un style offrant un niveau de précision approprié. Aucun doute que la croyance populaire sur les incidences de la variation des taux d'intérêt survive difficilement à l'épreuve des données. Nous ne recommandons pas et ne pratiquons pas l'orientation tactique fondée sur le style de placement.

Sur un plan stratégique, nous considérons que les styles axés sur la valeur et la croissance présentent tous les deux certains atouts. À GAC, dans l'ensemble des équipes de placement en actions à l'interne et de notre liste de sous-conseillers approuvés, nous faisons la promotion des deux styles, associant des gestionnaires axés sur l'un comme sur l'autre dans le cadre de la construction stratégique des portefeuilles, afin de tirer le meilleur parti des deux mondes. C'est logique, car le rendement cumulatif des deux styles a été soutenu au cours des quatre dernières décennies et il n'y a aucune raison de croire à une contre-performance substantielle à long terme. L'affectation de placements à des gestionnaires de valeur et de croissance de calibre supérieur, ainsi qu'auprès de ceux ayant une démarche CAPR qui consiste à combiner stratégiquement les éléments des deux styles de gestion de manière cohérente et rentable, permet aux portefeuilles des clients de tirer leur épingle du jeu, peu importe le style qui se démarque sur les marchés au cours d'une période donnée. Une orientation stratégique axée sur le segment de base et une aversion à des changements tactiques de style sont de rigueur.

Parlons ensemble

Si vous avez des questions à propos de ce rapport ou de tout autre sujet, n'hésitez pas à communiquer avec :

Michael Sager, Ph. D.

Directeur exécutif, Multiclasse d'actifs et devises

Gestion d'actifs CIBC

michael.sager@cibc.com

Sauf indication contraire, tous les renseignements du présent document sont pertinents en date du 31 mai 2022.

Le présent document vise à donner des renseignements généraux et ne doit pas être interprété comme un conseil de placement. Il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses diverses plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Gestion de portefeuilles de clients et non celles des autres équipes. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

« Bloomberg® » est une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited (« BISL »), l'administrateur des indices (collectivement, « Bloomberg »), que Gestion d'actifs CIBC inc. est autorisée à utiliser, à certaines fins, en vertu d'une licence. Bloomberg n'est pas affiliée à Gestion d'actifs CIBC inc., et Bloomberg n'approuve, n'endosse, n'examine ni ne recommande les produits de Gestion d'actifs CIBC inc.

Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (la Banque CIBC), utilisées sous licence.

Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit de Gestion d'actifs CIBC inc.