

# Comment se positionner sur les allocations d'actifs en 2013

La pondération majoritaire en actions doit être considérée.



PIERRE MOUTON

Membre du comité d'allocation d'actifs, Notz Stucki & Cie

du marché. L'indice qu'un fonds indiciel cherche à répliquer représente la moyenne de ce marché. A la fin d'une période déterminée, la moitié des actifs se trouvera à gauche de cette moyenne (sous-performance), tandis que l'autre moitié sera à droite (surperformance).

On pourrait déduire de ce schéma que la possibilité de surperformer le marché est d'environ 50%. Comment s'explique-t-il alors que la plupart des fonds se trouve «à gauche», dans la partie sous-performante du marché ? Il y a plusieurs raisons à cela, mais les coûts y jouent un rôle important. S'il est vrai que la performance brute de tous les actifs d'un marché est distribuée symétriquement autour de la moyenne, la performance nette, c'est-à-dire après déduction des frais de gestion, pousse la moyenne vers la gauche. Il s'ensuit qu'après coûts, la plupart des investisseurs doivent forcément sous-performer.

**Rendement.** La gestion passive engendre généralement des frais de gestion beaucoup moins importantes que la gestion active et le rendement net qu'un investisseur peut obtenir sera plus élevé que celui d'un fonds actif avec la même performance brute. La gestion active part donc déjà du mauvais pied.

Dans son ouvrage «Winning the Loser's Game», Charley Ellis avance que pour réussir un placement, il faut avant tout ne pas perdre plutôt que gagner, est c'est précisément le but de la gestion indicielle. Plutôt que d'essayer en vain de battre un indice et entraîner des coûts supplémentaires en l'occurrence, un fonds indiciel bien géré cible justement cet indice et tente de répliquer sa performance le plus fidèlement possible en minimisant les coûts de gestion. C'est pourquoi un investisseur optant pour un fonds indiciel a de bonnes chances d'obtenir des rendements compétitifs. Compte tenu du bilan des fonds à gestion active, on ne s'étonne pas du succès grandissant de cette stratégie. ///

**A**vant d'élaborer un plan pour l'année 2013, il convient de jeter un œil sur 2012. Contrairement aux idées reçues, 2012 aura été une bonne année pour les investisseurs, au moins jusqu'à aujourd'hui: la plupart des marchés actions ont été bien soutenus, les marchés de taux d'intérêts ont performé au-delà des espérances (notamment le crédit), et les monnaies, bien que volatiles, n'ont varié finalement qu'assez modestement depuis le début de l'année. La principale difficulté de cette année 2012 aura été de ne pas céder à la panique dans les moments difficiles ou à l'euphorie dans les périodes plus favorables.

**Thèmes.** Alors, que faire en 2013? Si nous nous penchons sur l'exemple d'un portefeuille équilibré, plusieurs thèmes d'investissement doivent pouvoir être mis à profit. Commençons par le crédit, qui reste selon nous une classe d'actifs à ne pas négliger, même s'il est inenvisageable de reproduire les performances de 2012. Nous privilégions le crédit de bonne qualité, y compris sur des institutions financières, avec des maturités courtes ou moyennes. Les durations longues sont à éviter dans la mesure où les rendements trop faibles ne compensent pas suffisamment le risque pris par les investisseurs. Pour le reste des

marchés de taux, il nous paraît hasardeux de miser sur les soi-disant «valeurs sûres» telles que les emprunts d'État allemands, suisses, néerlandais ou suédois, tant leurs niveaux de taux sont bas.

Poursuivons par les marchés actions, sur lesquels nous restons positifs. Le plus simple pour expliquer cet optimisme est de prendre pour exemple le marché américain: l'économie croît, la Fed reste très active, les sociétés privées jouissent de bilans extrêmement sains, les conditions de financement sont exceptionnellement avantageuses, le système bancaire prête à l'économie réelle, le marché de la construction montre une reprise prometteuse et, enfin, une dynamique importante s'est créée autour de l'exploitation des gaz et pétroles de schistes, avec des implications positives pour de nombreux secteurs de l'économie.

Cependant, ces multiples facteurs favorables se sont déjà traduits par une surperformance remarquable des actions américaines: +43% par rapport à l'Europe depuis trois ans. Aujourd'hui, de nombreux marchés européens affichent des valorisations plus attractives qui constituent sans doute une opportunité. Toutefois, la volatilité risque de rester élevée en Europe, en raison des incertitudes quant à la stabilité du système financier du vieux continent. Les menaces venant des situations grecque, espagnole ou italienne sont connues de tous,

mais la France pourrait être la cause d'une grande tempête, si elle n'améliore pas sa compétitivité et ses finances publiques.

Les marchés émergents bénéficient toujours d'une croissance enviable, mais il ne s'agit pas d'une classe d'actifs homogène, tant les situations sont radicalement différentes d'un pays à l'autre. Notre thème favori reste le dé-

## PERFORMANCES 2012 (AU 10 NOVEMBRE) DE QUELQUES CLASSES D'ACTIFS

|  | MONNAIE LOCALE | CHF    |
|--|----------------|--------|
| ACTIONS SUISSES (SMI TOTAL RETURN)                 | 16.11%         | 16.11% |
| ACTIONS US (SP500 TOTAL RETURN)                    | 11.82%         | 12.94% |
| ACTIONS EUROPE (STOXX50 TOTAL RETURN)              | 10.73%         | 9.78%  |
| ACTIONS EMERGENTES (MSCI EMERGING TOTAL RETURN)    | 11.07%         | 12.18% |
| OBLIGATIONS GLOBALES (INDICE GBMI, AU 31.10.2012)  | 4.62%          | 4.19%  |
| OBLIGATIONS CORPORATE (INDICE GBCI, AU 31.10.2012) | 10.23%         | 9.77%  |

SOURCE: NOTZ STUCKI & CIE SA

# La France pourrait être la cause d'une grande tempête si elle n'améliorait pas rapidement sa compétitivité et ses finances publiques.



veloppement de la consommation dans le monde émergent, thème qui peut être exploité au travers de sociétés domestiques ou via les grandes multinationales des marchés occidentaux.

**Combinaison.** En ce qui concerne les matières premières, nous estimons que la combinaison d'une croissance mondiale modeste avec l'amélioration de l'efficacité énergétique et l'augmentation de la production liée aux énormes investissements de ces dernières années ne milite pas en faveur de cette classe d'actifs en général, dont nous nous tenons à l'écart. Enfin, il nous semble indispensable d'incorporer des stratégies dites «décorrélées» dans un portefeuille, telles que l'arbitrage, le long/short crédit (market neutre) ou l'or. Ces investissements doivent permettre de diminuer la volatilité de l'ensemble d'un portefeuille, sans toutefois péjorer sa performance.

Sur les monnaies, le dollar nous semble être bien supporté par les facteurs expliqués antérieurement, mais l'euro pourrait bénéficier d'un rebond temporaire si de bonnes nouvelles venaient à émerger sur le front de la dette. Par conséquent, nous maintiendrions une exposition d'environ 10% à l'euro et de 20% au dollar (essentiellement sur les actions pour les deux monnaies) pour un portefeuille basé en francs

suisses. Au final, notre portefeuille équilibré type entamerait l'année 2013 comme suit: 20 à 25% de stratégies obligataires (surtout du crédit avec des maturités courtes), 25 à 30% d'actifs décorrélés, et 50% de stratégies actions, dont une bonne part aux États-Unis et en Europe et, pour les plus courageux, une allocation spécifique aux sociétés financières de part et d'autre de l'Atlantique compte tenu de leur très faible valorisation.

Les trois raisons fondamentales qui nous guident vers cette pondération majoritaire en actions sont les suivantes:

- Comparativement aux autres actifs, les actions sont valorisées de manière raisonnable (les ratios Cours/Bénéfices sont partout assez faibles) et offrent dans bien des cas des rendements de dividendes supérieurs à la plupart des actifs obligataires (à titre d'exemple le dividende moyen sur l'indice SMI est de 3,3%, à comparer avec les taux à 10 ans de la Confédération qui atteignent à peine 0,50%).

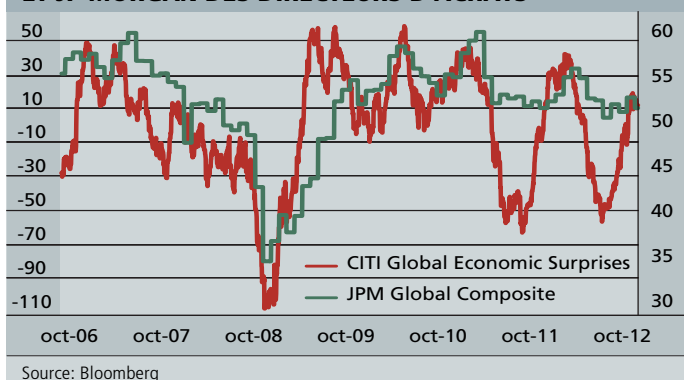
- La croissance économique mondiale est positive: elle sera sans doute de l'ordre de 3% l'année prochaine, soit un niveau relativement modeste (voir le graphique ci-dessous à gauche). Seules les actions des sociétés exposées à l'économie globale pourront bénéficier de cette croissance, quel que soit leur pays d'origine. Un in-

vestisseur en actions achète un flux de bénéfices, non la croissance du PIB: la Chine connaît une croissance forte, qui ne se traduit pas dans les résultats des sociétés cotées localement, dont les bénéfices sont en moyenne stables depuis 3 ans.

En revanche, les bénéfices du SP500 ont crû de plus de 50% sur la même période alors que l'économie américaine a nettement moins progressé que l'économie chinoise. Et que dire de certaines sociétés basées dans des pays en grandes difficultés: Inditex en Espagne, qui, malgré une conjoncture locale désastreuse, a vu ses résultats croître de 55% sur les trois dernières années...

- Le mouvement de flux en faveur des stratégies obligataires au détriment des actions depuis l'éclatement de la bulle internet est arrivé à un point extrême (voir graphique ci-dessous à droite, dans lequel les flux vers les actions aux États-Unis sont représentés par la ligne bleue, alors que ceux vers les obligations sont représentés par la ligne orange). Compte tenu de la faible attractivité de la plupart des rendements sur les obligations aujourd'hui, il est probable que les stratégies actions retrouvent progressivement les faveurs des investisseurs, même si ce retournement de situation risque de prendre beaucoup de temps. ///

## INDICES CITIGROUP DES SURPRISES ÉCONOMIQUES ET JP MORGAN DES DIRECTEURS D'ACHATS



## LES PARTICIPATIONS AU MARCHÉ ACTIONS ONT BAISSÉ

