

Ne nous laissons pas intimider par l'incertitude

L'investissement est l'art de faire face à l'incertitude dans un contexte en évolution constante. Le gestionnaire de fortune n'a donc pas de raison de se sentir démuni.



Chief Investment Officer, Banque Profil de Gestion, Genève
PATRIZIO MERCIAI

Que peut-on dire de neuf sur la gestion de patrimoine «en période d'incertitude»? D'emblée, il paraît important de ne pas se laisser intimider par un mot, celui d'incertitude justement. La période que nous vivons est-elle vraiment plus incertaine que d'autres? Certes, la crise de 2008 est encore dans toutes les mémoires, mais depuis lors, l'évolution des prix de nombreux actifs n'a pas été très différente de ce que l'on avait vécu dans les cycles précédents. C'est le cas par exemple de la reprise de l'indice S&P, ou même de celle, pourtant spectaculaire, des cours des métaux de base. Quant au contexte économique et politique mondial, il n'a rien d'inédit. Combien de «guerres des monnaies» avons-nous vécues depuis vingt ans? Combien de crises de surendettement? Combien de bulles immobilières?

Autant que le sport, l'investissement est l'art de faire face à la glorieuse incertitude. C'est un art ancestral, dont certaines méthodes sont éprouvées depuis des siècles. Mais il s'exerce dans un contexte en évolution constante, dont il faut sans cesse renouveler l'analyse. L'expérience ainsi acquise a d'ailleurs permis de définir de nouvelles techniques et de les mettre à disposition d'un public de plus en plus large. L'investisseur d'aujourd'hui n'a pas de raison de se sentir démuni.

Diversification. Depuis Markowitz, nul ne conteste l'utilité de la diversification. Elle n'a jamais été une panacée pour autant. Sa valeur de limitation du risque diminue lorsque la corrélation entre actifs augmente. On sait hélas que cela se produit inmanquablement en cas de crise, lorsque les investisseurs sont amenés à vendre plusieurs des actifs qu'ils détiennent en portefeuille. Mais dans notre monde globalisé, les corrélations tendent à augmenter même en dehors de ces périodes extrêmes.

Il est de plus en plus fréquent qu'un seul facteur dicte des décisions d'achat sur plusieurs actifs de nature différente. Ainsi par exemple, toute confirmation de la réaccélération de la croissance en Chine va être positive tant pour la bourse de São Paulo que celle de Francfort, pour le cours du cuivre comme pour la consommation de cognac. Mais la «croissance chinoise», ou tout autre paramètre de cet ordre, est elle aussi une anticipation, dépendante à son tour de la dynamique des marchés.

A la fin d'octobre par exemple, les investisseurs du monde entier ont ignoré les décisions restrictives de la Banque centrale chinoise et salué la confirmation par la Fed de son programme d'achat d'actifs. La

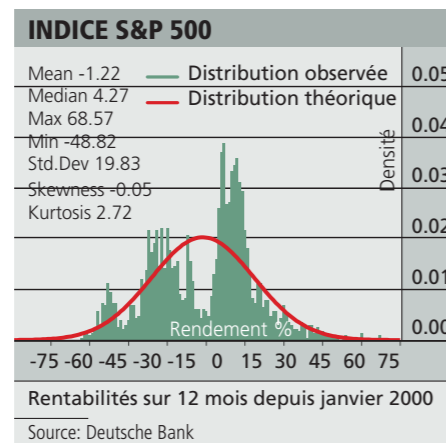
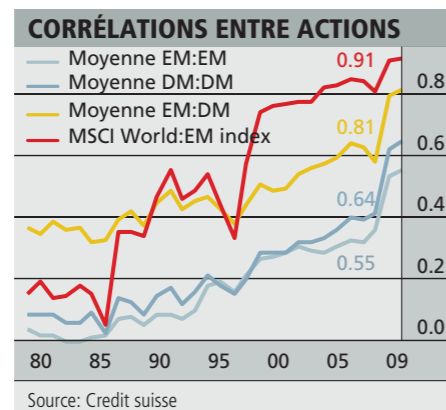
réalité sur le terrain a eu moins d'impact que les décisions de Washington, pourtant largement attendues, censées raviver l'appétit pour le risque.

Il est devenu courant de parler de propension et d'aversion au risque, mais en quoi ces notions sont-elles différentes de la lutte immémoriale entre fear et greed? Round après round, c'est l'un puis l'autre qui prend le dessus. Certains paramètres, par exemple le niveau des taux d'intérêt réels ou la croissance du crédit bancaire, influencent l'appétit pour le risque à l'échelle planétaire. Qui a le plus contribué, durant toute la décennie, à l'engouement pour les marchés émergents: le Président Lula ou M. Bernanke?

Appétit. Avant même que n'éclate la crise de 2008, certains décrivait la montée des corrélations, l'interdépendance dangereuse entre actifs, comme un one-decision market: peu importait la sélection de valeurs ou l'allocation entre classe d'actifs, il suffisait de prédire correctement l'appétit pour le risque. En 2006-2007, alors même que les déséquilibres du système financier mondial s'aggravaient, la corrélation entre actifs avait continué d'augmenter, par exemple entre actions et obligations longues, ou entre les actions des pays développés et celles des marchés émergents.

Sans nécessairement mettre en œuvre un vrai risk budgeting avec toute la rigueur qu'il impliquerait, il paraît essentiel aujourd'hui de composer son portefeuille moins en termes d'actifs qu'en termes de contributions au risque, qui à leur tour peuvent se décomposer en facteurs. Même s'il n'est pas toujours simple de le calculer, on comprendra facilement, pour reprendre l'exemple précédent, qu'un portefeuille comportant des actions de mines brésiliennes, d'exportateurs allemands de machines ou d'automobiles et de producteurs de cognac, des futurs sur le cuivre, soit particulièrement exposé à un seul risque.

Depuis le krach de 2008, la notion que les



Nul ne conteste l'utilité de la diversification. Elle n'a jamais été une panacée pour autant



baisses (et les hausses) extrêmes seraient plus probables que ne l'implique la distribution normale, a gagné tous les esprits. Les «fat tails» et «black swans» peuplent désormais notre bestiaire. Certains stratèges vont encore plus loin, par exemple Vinay Pande¹, qui met en évidence la distribution bimodale de certains rendements durant la décennie écoulée. Il a ainsi défini des segments de portefeuille correspondant à différents scénarios, qui peuvent être mutuellement exclusifs. Certains segments servent de protection à l'ensemble puisqu'ils performeront dans le cas où le scénario de base ne se vérifiera pas. La mise en œuvre de pareilles méthodes demande des outils d'analyse puissants, mais sous une forme simplifiée, cette approche est connue depuis des lustres. C'était par exemple le rôle qui était traditionnellement dévolu à l'or dans un portefeuille d'actions et d'obligations: fournir une réserve de valeur en cas de crise grave du système financier ou d'autre catastrophe. Soulignons le mot traditionnellement, puisque ce n'est plus le cas aujourd'hui. L'engouement pour l'or atteint des sommets – justifiés ou non, là n'est pas la question – mais de ce fait même son évolution n'est plus celle d'un actif contracyclique. Le cours de l'or a été largement influencé par les mêmes facteurs qui ont propulsés certains actifs risqués: la création monétaire excessive, et donc les taux d'intérêt nuls, voire négatifs en termes réels. Si une remontée des taux réels, bien que peu probable aujourd'hui, devait se concrétiser, ce n'est assurément pas l'or qui protégera les portefeuilles.

Revenu. Un investisseur qui voudrait se prémunir contre pareil risque serait au contraire bien inspiré de rechercher des actifs qui produisent un revenu. Un supplément de rendement par rapport aux obligations de référence est même particulièrement indiqué pour fournir un coussin de protection dans un scénario de remon-

tée des taux réels. Dans ce même scénario, il n'est évidemment pas question de s'exposer à un risque de crédit trop élevé. Nous voici donc à la recherche d'un actif négligé voire délaissé, produisant un rendement élevé en termes absolus et relatifs, mais sans risque excessif d'insolvabilité. Où trouver cette pierre philosophale?

Nul besoin de de compulsiver de vieux grimoires ou de s'embarquer vers des contrées inaccessibles: les actions qui paient des dividendes élevés dans des secteurs défensifs répondent à tous ces critères. Faut-il rappeler que les principales valeurs pharmaceutiques, pétrolières et de télécommunications en Suisse et en Europe offrent des rendements supérieurs à ceux des obligations d'Etat et même des emprunts de sociétés? Dans certains cas – pas tous – cette valorisation reflète des perspectives médiocres de croissance comparées à celles d'autres secteurs plus dynamiques. Mais là n'est pas la question. Il ne s'agit pas de constituer un portefeuille agressif, mais de contrebalancer ce dernier.

Autre avantage, cette approche ne nécessite pas un timing aussi rigoureux que d'autres stratégies. Sur la longue période, environ 40% de la rentabilité totale des indices d'actions provient des dividendes, et on a pu calculer que des stratégies concentrées sur les grandes valeurs dont le rendement est le plus élevé présentaient des ratios de rentabilité/risque systématiquement meilleurs que toutes les alternatives².

Pour affronter l'incertitude, l'investisseur serait bien inspiré de diversifier ses sources de risque sur la base de scénarios alternatifs, surtout lorsque l'unanimité semble se faire sur un seul scénario. L'or est assurément un métal fascinant, mais ne perdons pas de vue que ce sont les dividendes avant tout qui ont enrichi les générations précédentes. ///

(1) Chief Investment Advisor, Deutsche Bank. (2) James P. O'Shaughnessy, *What Works on Wall Street*, New York, McGraw-Hill, 3rd ed. 2003, chap. 9.

Catalyseurs de revalorisation

LUKE STELLINI
Président, Directeur Produits Actions européennes, Invesco Perpetual.

Le rapport entre les rendements des actions et ceux des emprunts d'Etat est souvent cité comme preuve que les actions sont bon marché. Selon Luke Stellini, Directeur Produits en Europe au sein de l'équipe Actions européennes d'Henley, la volonté de sécuriser des rendements, en dépit des valorisations de moins en moins attractives sur les marchés obligataires, démontre que les cicatrices liées à la volatilité des actions sont profondes et qu'elles prennent du temps à disparaître. «Dans un monde caractérisé par une inflation faible, voire négligeable, des taux d'intérêt durablement bas et une faible croissance, on estime généralement que cette relation pourrait perdurer au cours des mois et années à venir», dit-il. «Cependant, notre sentiment est que les investisseurs ne pourront pas ignorer indéfiniment l'élargissement des écarts de rendement en faveur des actions.» Bien que l'écart de rendement entre les actions et les obligations dans de nombreux secteurs, comme les télécoms, ait atteint des niveaux records, l'analyse de l'équipe à propos de la capacité des entreprises à verser des dividendes l'amène à conclure que «le risque d'une réduction des dividendes est extrêmement mince et, par conséquent, la comparaison des valorisations est justifiée.» Selon Luke Stellini, il s'agit désormais d'identifier ce qui pourrait pousser le marché à prendre conscience que des rendements de 4 à 7% sont «trop beaux pour ne pas en tenir compte.» Alors que la saison des publications du troisième trimestre devrait permettre aux entreprises d'affiner leurs indications sur l'évolution des différents marchés et secteurs, Luke Stellini prévient que des questions demeurent sur le front macroéconomique. Selon les gérants d'Invesco, les investisseurs devraient rester particulièrement attentifs à la tendance des données économiques américaines et à l'évolution des marchés des changes, où un nouveau renforcement de l'euro pourrait freiner les économies exportatrices de l'Europe. Aussi bien le récent regain de fusions et acquisitions que les rumeurs sur la reprise des introductions en Bourse après la pause estivale pourraient signaler aux acteurs du marché que la confiance est de retour.