

ALLOCATION D'ACTIFS : LA FÊTE EST FINIE



MICHEL DONEGANI, CEO Prismoinvest

DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE 2000, LES PORTEFEUILLES DIVERSIFIÉS ONT GÉNÉRÉ DES PERFORMANCES CONVENABLES, PRINCIPALEMENT GRÂCE À L'EFFET DE LA BAISSÉ DES TAUX D'INTÉRÊT SUR LA VALORISATION DES INSTRUMENTS À REVENUS FIXES. S'IL ÉTAIT NÉCESSAIRE DE REVOIR SA STRATÉGIE OBLIGATAIRE DEPUIS PLUSIEURS TRIMESTRES DÉJÀ (VOIR MARKET 119, SEPTEMBRE 2014), IL EST DÉSORMAIS INDISPENSABLE DE REVOIR ÉGALEMENT SA STRATÉGIE GLOBALE D'ALLOCATION D'ACTIFS.

APRÈS QUINZE ANS DE PRIME AU PORTEFEUILLE DÉFENSIF...

Que l'on soit un investisseur privé ou institutionnel, les indices de performance de portefeuilles fournissent des mesures intéressantes

quant aux résultats réalisés par des allocations d'actifs relativement simples et facilement répliquables dans un portefeuille réel. À titre d'exemple, le tableau ci-dessous donne les performances sur quinze ans de trois indices de portefeuilles largement utilisés dans le monde de la prévoyance suisse : les indices LPP. Ces portefeuilles sont clas-

PLUSIEURS FAITS INDIQUENT QUE NOUS SOMMES PROBABLEMENT ARRIVÉS À UN POINT D'INFLEXION

sés par ordre croissant de proportion aux investissements en actions. Comme leur nom l'indique, cette proportion passe de 25% (portefeuille défensif) à 40% puis à 60% (portefeuille agressif). Ces portefeuilles ne diffèrent entre eux que par la proportion allouée aux mêmes actifs sous-jacents, dont nous donnons également les résultats individuels obtenus sur la même période.

PERFORMANCE COMPARÉE DES INDICES LPP SUR 15 ANS (1/1/2000-3/7/2015)

RÉSULTATS DU 01.01.2007 AU 31.07.2015	PERFORMANCE ANNUALISÉE	VOLATILITÉ
LPP 25	3,3%	4,40%
LPP 40	3,1%	6,40%
LPP 60	2,6%	9,50%

Obligations Confédération	3,70%	3,20%
Obligations Internationales (Citi Wbgi)	1,23%	7,80%
Actions Suisses (SMI)	4,00%	14,20%
Actions Monde (MSCI World)	0,04%	16,20%
Actions Usa (S&P500)	1,02%	17,10%

Au niveau du risque (simplement résumé ici par la volatilité des performances), pas de réelle surprise. Les performances générées par le portefeuille contenant le plus d'actions ont été les plus volatiles. C'est de la performance que vient la mauvaise surprise. L'augmentation de volatilité ne s'est en effet pas traduite, sur cette période pourtant longue

de 15 ans, par une augmentation de la performance. Ces résultats sont encore plus consternants si l'on souligne que le meilleur résultat en termes de couple rendement/risque aurait été obtenu en investissant uniquement en obligations de la Confédération suisse... Étant donné les résultats relativement médiocres des actions suisses, et surtout des actifs hors devises étrangères (obligations internationales, actions monde et actions USA) sur cette même période, il est logique que le portefeuille le plus performant ait été le LPP25. Rappelons que le portefeuille LPP25 possède une proportion de 25% d'actions et de 70% d'actifs libellés en francs, alors que le portefeuille LPP60 est investi à 60% en actions et ne possède que 45% d'actifs libellés en francs. Autant dire que sur cette période, ce n'est pas la sophistication ni la diversification qui ont ajouté de la valeur ! Il suffisait de rester bien sagement en francs et de profiter de la baisse des taux d'intérêt. Les faits sont là. N'est-il pas pour le moins déstabilisant que sur les 15 dernières années, un portefeuille des plus basiques, composé par exemple de 75% d'obligations de la Confédération et de 25% d'actions suisses, ait connu un rendement/risque supérieur à celui de la grande majorité des portefeuilles gérés (institutionnels et privés confondus) de type LPP25 ?

Mais, toutes les belles histoires ont une fin. Si ces allocations d'actifs, d'une désarmante simplicité, ont fonctionné de manière remarquable dans le passé récent, il pourrait en être tout autrement à l'avenir.

Plusieurs faits indiquent que nous sommes probablement arrivés à un point d'inflexion.

Il est dès lors temps de revisiter de manière critique chaque composant du portefeuille afin d'en déterminer sa contribution future probable.

Passons en revue quelques facteurs déterminants.

... PLACE À UNE NOUVELLE ALLOCATION,
DONT LA CLÉ SERA LE FRANC

Rappelons tout d'abord que le couple rendement/risque est le résultat de la contribution de trois facteurs. Le rendement est le résultat du rendement pondéré de chaque actif composant le portefeuille, en francs. Le risque est quant à lui fonction des risques de chaque actif, mais également de la corrélation entre ces actifs, le tout en francs.

Commençons par la variable la plus importante, le franc. Les résultats des portefeuilles diversifiés en devises étrangères comparés aux portefeuilles surpondérés en francs sont sans appel sur la période. Ce n'est pas une surprise, notre devise n'a cessé de s'apprécier. À l'avenir, le comportement de notre monnaie sera la clé du succès de toute allocation stratégique car c'est elle qui définit la proportion de francs dans le portefeuille. Les meilleurs spécialistes étant au mieux médiocres dans la prévision des taux de change, inutile de s'y risquer. Dans le cadre particulier des caisses de pension de sociétés dépendant de l'exportation, il serait judicieux d'intégrer cette variable dans l'allocation d'actifs afin que les mouvements du franc n'impactent pas simultanément les revenus de la société et les performances de la caisse de pension.

Examinons maintenant les actifs à revenus fixes en francs. Cette classe d'actifs a été le contributeur principal de la performance passée des portefeuilles, étant donné sa taille prépondérante dans l'allocation. Non seulement sa performance annualisée a été proche de celle des actions suisses sur la période 2000 à 2015 (3,7% contre 4%), mais sa volatilité a été très faible (3,2% contre 14,2%). À cela, il faut ajouter l'effet de diversification obtenue sur cette même période, confirmé par une corrélation négative de -0,3 face aux actions suisses ! Comme illustration concrète de cet effet stabilisateur, il suffit de comparer la performance des actions suisses durant la dernière phase de crise du crédit entre juillet 2007 et septembre 2009 : +22% pour les obligations de la Confédération, 37,8% pour les actions suisses. Ou encore de manière plus littérale : à chaque fois que le marché suisse des actions corrigeait fortement à la baisse, les obligations suisses s'appréciaient.

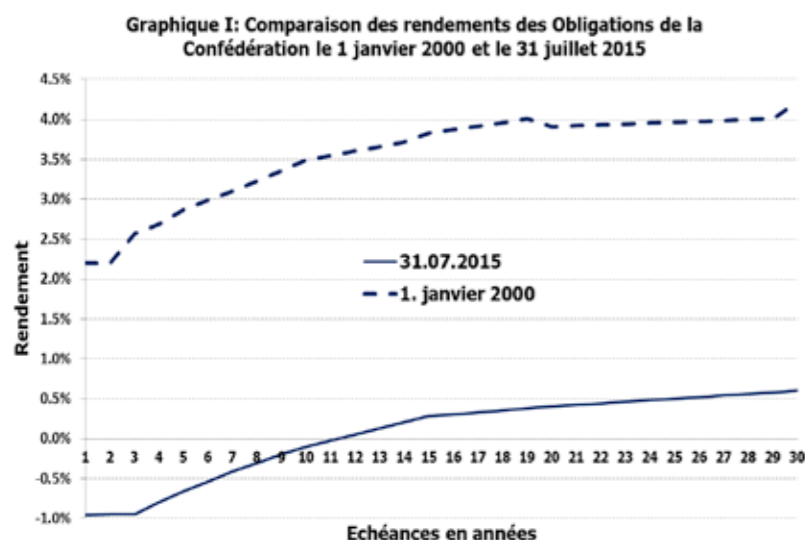
Avec la situation actuelle des taux, proches de 0% sur toute la courbe des échéances (voir graphique I), on ne pourra plus compter sur cet agréable comportement. Tout au plus peut-on espérer ne pas essayer de pertes dans le portefeuille obligataire lors de la prochaine correction du marché des actions. En conséquence, la corrélation entre obligations et actions va augmenter. Sachant que la volati-

AUTREMENT DIT,
NOUS ALLONS AU-DEVANT DE
PERFORMANCES INFÉRIEURES
ET PLUS VOLATILES

lité des obligations et des actions a atteint des plus bas historiques en raison des injections massives de liquidité, la volatilité de ce type de portefeuille ne peut qu'augmenter à l'avenir. Quant à la performance, elle dépend désormais uniquement du comportement du marché des actions. Autrement dit, nous allons au-devant de performances inférieures et plus volatiles

Passons enfin aux actifs à revenus fixes en devises étrangères. Le succès de cette classe d'actifs dépendra principalement du compor-

tement du franc. En effet, les taux d'intérêt des pays développés étant à des niveaux presque aussi bas que ceux du franc, il n'y a presque aucun rendement à attendre en devise locale. Il ne reste que de la volatilité du taux de change. Pour un investisseur limité dans son allocation en devises étrangères, il sera probablement plus profitable de privilégier des actions et non des obligations. En effet, pour un risque de change égal, les obligations n'ont presque aucun rendement ni potentiel de hausse, ce qui n'est pas le cas des actions. Mais ce choix a un prix : une augmentation de la volatilité dont il faudra tenir compte.



Avec le niveau actuel des taux d'intérêt sur l'ensemble des échéances, on ne peut plus compter sur l'effet amortisseur de cette classe d'actifs dans des phases de panique des marchés actions.

On procèdera de la même manière à un passage en revue de l'ensemble de l'allocation d'actifs, souvent plus complexe que ces indices de portefeuilles utilisés ici comme support de discussion.

Le point crucial, souvent négligé, consiste à intégrer l'impact du changement de la corrélation entre les actifs. Les performances des marchés sont en effet de plus en plus corrélées, encore plus dans les phases de baisse malheureusement. Ainsi, la diversification ne jouera sans doute plus son rôle lorsque l'on en aura vraiment besoin. Cette tendance à la hausse de la corrélation entre les actifs aura pour conséquence directe une tendance à la hausse de la volatilité du portefeuille, quelle que soit son allocation stratégique.

Les conséquences de cette analyse méthodique et prospective du rendement/risque seront sans doute de devoir modifier tout d'abord l'allocation stratégique des actifs, puis d'adapter les marges d'intervention tactiques. Si, en toute connaissance de cause, la décision est prise de conserver la stratégie actuelle, il faudra s'attendre à une baisse des rendements futurs accompagnée d'une volatilité supérieure. Pour conserver un niveau de risque stable, il faudra donc réduire de manière stratégique la proportion allouée aux investissements les plus volatils (par exemple en réduisant la durée du portefeuille

obligataire ou la proportion des actions) ainsi qu'à ceux qui se corréleront de manière causale (comme les obligations à haut rendement et les actions de petites capitalisations). Les défis sont de taille.

Durant les 15 dernières années, les performances annualisées d'allocations d'actifs très différentes ont été très proches. Tel n'a pas été le cas au niveau de leur volatilité. À l'avenir, les performances de ces mêmes portefeuilles seront sans doute plus hétérogènes et plus volatiles. Le défi est d'autant plus grand que la génération de performances positives risque finalement de dépendre principalement du comportement de notre monnaie. En effet, la majorité des portefeuilles réels sont investis de manière relativement importante en devises étrangères. Les investissements financiers et l'économie réelle ont peut-être finalement trouvé un intérêt commun : la baisse du franc suisse ! ■

INVESTISSEZ DANS LE NOUVEAU MARKET.

LE MÉDIA SUISSE DES HIGH NET WORTH INDIVIDUALS



ABONNEZ-VOUS SUR MARKET.CH

1 an/8 éditions pour 109 chf

2 ans/16 éditions pour 188 chf

