

Schroders

talkingpoint



Il faut savoir emprunter une autre voie



Lorsqu'il a été demandé en 1971 au Premier Ministre chinois de l'époque Zhou Enlai d'évaluer les conséquences de la Révolution française, celui-ci s'est illustré en répondant qu'il était trop tôt pour le dire. Par chance, il n'était pas gérant de fonds ! Maintenant que la phase critique de la crise financière est juste derrière nous, la communauté des investisseurs ne peut pas se permettre d'ignorer les leçons des 30 derniers mois. Dans le présent article, **Alan Brown, Directeur des gestions du Groupe**, explique comment et pourquoi les investisseurs doivent modifier leur manière de penser.

Croire en la diversification

« Au 4e trimestre 2008, il n'y avait nulle part où se cacher. »

Durant la phase critique de la crise, la plupart des classes d'actifs évoluaient dans la même direction, à savoir à la baisse, ce qui a conduit bon nombre de personnes à douter de l'intérêt de la diversification.

Il est vrai que la diversification n'est d'aucune aide dans un environnement où la quasi-totalité des catégories d'actifs s'inscrivent en baisse. Au 4e trimestre 2008, il n'y avait nulle part où se cacher pour éviter la propagation du risque à vos actifs. Les corrélations n'ont jamais été aussi proches de 1 et cela a incité les gens à douter de l'intérêt de la diversification, du moins durant une courte période. Dès la fin de cette phase extrême et le retour du marché à des conditions légèrement plus normales, le thème de la diversification a refait surface. Nous sommes d'ailleurs d'avis que l'incertitude qui règne en ce moment devrait justement pousser les investisseurs à faire de la diversification une priorité.

La fin des actions ?

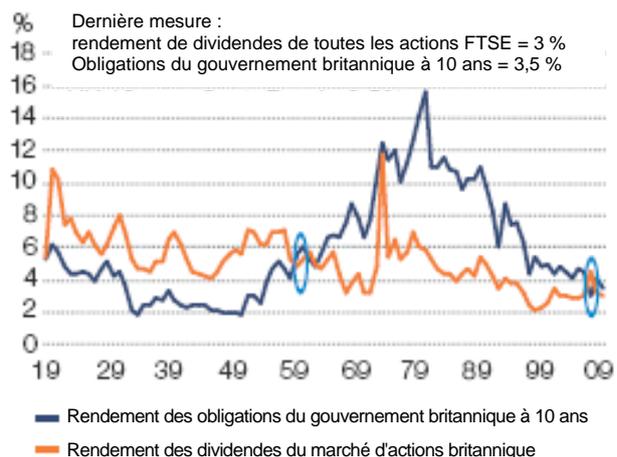
« La prime de risque actuelle sur les actions ne fait que révéler la bulle qui se développe ailleurs – dans le segment des obligations d'Etat »

De manière générale, les investisseurs semblent s'être lassés d'attendre de « récolter les fruits » de leurs placements en actions. Selon nous, cette impatience est quelque peu justifiée étant donné que ces dix dernières années, les actions n'ont abouti à rien, sauf à faire peine à voir en ne cessant de faire le yoyo. Cela dit, la vérité est un peu plus complexe : la dernière décennie a débuté sous la menace d'une importante bulle sur les actions. Cette bulle s'est progressivement résorbée au fil des dix années qui ont suivi. Si l'on observe la prime de risque actuelle des actions (c'est-à-dire le « rendement bénéficiaire » des actions - soit l'inverse du PER - moins le rendement des obligations d'Etat à 10 ans), elle apparaît relativement attrayante en comparaison

historique. Cela explique en partie pourquoi nous ne pensons pas que les investisseurs devraient renoncer aux actions pour le moment. Il est bon de garder à l'esprit également que la raison pour laquelle les actions semblent intéressantes ne réside pas uniquement dans les actions elles-mêmes. La situation est partiellement due au niveau anormalement bas des rendements obligataires (voir Graphique 1). De fait, la prime de risque actuelle des actions ne fait que révéler la bulle qui se développe ailleurs – dans le segment des obligations d'Etat.

Graphique 1 : les actions sont-elles bon marché ?

Les rendements des actions et des obligations d'Etat britanniques concordent à nouveau



Données annuelles : Rendement du dividende du marché des actions britanniques ; rendement du dividende du FTSE All shares (2010 – 1965), rendement du dividende des actions britanniques selon Global Financial Data (1964 – 1919) ; rendement des obligations d'Etat britanniques à 10 ans ; rendement DataStream (2010 – 1980) ; obligations britanniques à 10 ans selon Global Financial Data (1979 – 1919). Source : Global Financial Data, Datastream, Schroders, 29 novembre 2010.



Schroders

Le problème des fonds de pension

« Certains fonds se préparent à mettre en oeuvre une stratégie concertée de désensibilisation / de réduction progressive du niveau de risque du portefeuille »

Avec la fermeture des régimes de retraite à prestations définies et la réduction de l'horizon temporel, il est compréhensible que les investisseurs dans des fonds de pension craignent de ne pas avoir suffisamment de temps pour récolter les fruits de leurs placements en actions. En vérité, la plupart des régimes, même s'ils sont fermés aux nouveaux membres et aux comptes de régularisation, disposent probablement encore d'une quarantaine d'années devant eux. Ils deviennent toutefois de plus en plus matures, ce qui devrait les inciter à procéder par étapes à la réduction des risques. Conscients de cette réalité, certains fonds songent à mettre en oeuvre une stratégie concertée de désensibilisation, saisissant ainsi chaque opportunité qui se présente pour réduire peu à peu les risques du portefeuille. Chez Schroders, nous abordons bien évidemment ce sujet avec nos clients car nous souhaitons les aider à constituer des portefeuilles qui soient plus dynamiques et aptes à répondre rapidement à l'évolution du marché.

La théorie de l'efficacité des marchés

« Nous aimerions replacer les indices de référence dans leur contexte d'origine »

Les événements des 30 mois écoulés ont ébranlé la suprématie de nombreuses grandes théories sur les marchés boursiers. La théorie de l'efficacité des marchés, par exemple, est apparue pour ce qu'elle est, à savoir rien de moins qu'une abstraction de la réalité. En disant cela, la théorie nous a plutôt été utile dans le sens où il n'a jamais été facile de surperformer les indices pondérés par la capitalisation boursière, une thèse pourtant défendue par la théorie de l'efficacité des marchés. D'un autre côté, si l'on compare la volatilité des marchés d'actions à celle des économies sous-jacentes, qui sont le moteur des bénéfices, les marchés sont nettement plus turbulents.

Si les marchés s'envolaient parce qu'ils ont à juste titre anticipé une hausse des bénéfices, ce serait une bonne chose. S'ils s'inscrivaient en baisse parce qu'ils ont à juste titre anticipé un repli des bénéfices, ce serait également une bonne chose. Malheureusement, rien n'indique que les marchés se comportent ainsi. Cela a des implications profondes car dès que vous commencez à remettre en cause la théorie de l'efficacité des marchés, vous commencez aussi à contester l'importance que notre secteur a placée dans les indices pondérés par la capitalisation boursière. Vous n'êtes pas sans savoir que l'adoption d'une approche fondée sur la capitalisation boursière implique de surpondérer les valeurs chères et de sous-pondérer celles présentant un cours attractif. Bien que nous ne disposions d'aucun moyen infallible pour identifier quels titres entrent dans l'une ou l'autre catégorie, nous savons de plus en plus sûrement comment faire la différence.



Lors de leur création, les premiers indices Dow Jones visaient essentiellement à offrir un point de référence global pour aider les investisseurs à évaluer le comportement de leurs placements par rapport à ceux des autres investisseurs. Ils ne devaient pas constituer le point de départ de la construction d'un portefeuille ni l'étape finale dans le cas d'un fonds passif. En résumé, nous aimerions vraiment replacer les indices dans leur contexte d'origine !

Le comportement face au risque

« Notre perception de ce qui est sûr doit probablement changer »

S'agissant de savoir s'il existe encore des actifs sans risque, il serait plus approprié pour l'heure de parler de risque sans performance ! Plus sérieusement, on constate que les obligations d'Etat sont extrêmement chères suite au faisceau de mesures exceptionnelles mises en oeuvre (de la politique de taux d'intérêt zéro à l'assouplissement quantitatif), et ayant eu pour incidence un déplacement de la courbe des taux vers le bas. Pour preuve, les rendements de Sainsbury's, Marks & Spencer ou GlaxoSmithKline se situent tous nettement au dessus de ceux des gilts/emprunts d'Etat britanniques à 10 ans. Il est très rare que les indices d'actions dégagent un rendement égal ou supérieur aux obligations d'Etat et il faut remonter au début des années 70 pour observer un tel phénomène de cette ampleur. Les investisseurs peuvent raisonnablement se poser la question : qui de Sainsbury's ou du gouvernement britannique présente les recettes et les dépenses les plus prévisibles ?

Ce que je veux dire, c'est que la notion de « valeur sûre » n'est pas immuable. Il est fort possible qu'un portefeuille de sociétés de qualité, dégageant un rendement raisonnable et correctement évaluées constitue un pari plus sûr que de miser sur les obligations d'Etat.





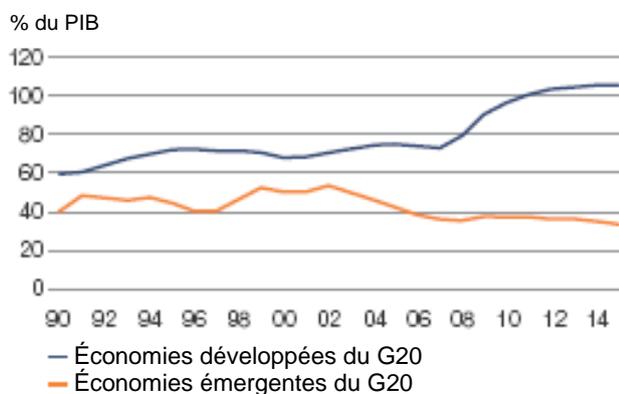
Les pays développés face aux pays en développement

« Voulez-vous nager dans les rapides ou rester échoués sur la rive ? »

La crise a manifestement modifié la relation entre les pays développés et les pays émergents. Selon nous, les marchés émergents ne sont pas encore intégrés aussi fortement qu'ils le devraient dans les structures d'allocation des actifs. Loin de nous l'idée que les marchés émergents et les marchés développés n'évoluent pas au même rythme, au même titre que la tentation d'oublier que les marchés émergents seront toujours plus volatils que les marchés développés. Cela dit, quel que soit le critère de mesure adopté, le monde émergent fait meilleure figure que le monde développé, que l'on prenne le ratio dette/PIB (voir Graphique 2), les comptes externes ou internes, l'endettement, les systèmes commerciaux et bancaires ou la démographie. Il semble quasiment impossible de trouver un critère de mesure à l'aune duquel ils sont moins bons que nous. Certes, le trajet risque d'être plus chahuté, mais préférez-vous nager dans les rapides ou rester échoués sur la rive ?

Graphique 2 : allons-nous faire faillite ?

Pays du G20 : ratios dette publique sur PIB



Source : World Economic Outlook (WEO), FMI, octobre 2010.

Taux d'intérêt bas, inflation élevée

« Les investisseurs n'ont pas nécessairement de craintes inflationnistes pour aujourd'hui, mais ils en ont pour demain »

Les années à venir seront sans doute caractérisées par le choc entre le bas niveau des taux d'intérêt et une forte inflation et il y a des signes montrant que les investisseurs commencent à positionner leurs portefeuilles dans cette optique. Un nombre croissant de nos clients se tourne désormais vers les fonds immobiliers car, s'ils ne sont pas pour l'heure inquiets à propos de l'inflation, ils la redoutent pour l'avenir.

Selon une idée très répandue, cette décennie nous verrait flirter avec la déflation en début de période – avec le risque que la Réserve fédérale tarde trop à abandonner les mesures de relance – pour renouer ensuite avec l'inflation en fin de décennie. Cette analyse est clairement trop simpliste. Chez Schroders, nous estimons aujourd'hui que l'économie mondiale flirtera effectivement simultanément avec l'inflation et la déflation, dans différentes régions du monde. Dans le monde développé, des pays comme l'Irlande, la Grèce et le Japon sont d'ores et déjà aux prises avec la déflation. Ce qui complique les choses à l'échelle internationale, c'est que de nombreux pays asiatiques indexent leurs taux de change et leurs politiques monétaires, de manière formelle ou informelle, sur les Etats-Unis. Il en résulte que la politique « d'argent bon marché », qui est sans doute appropriée pour les Etats-Unis, ne l'est certainement pas pour ces économies en développement, d'où le risque de provoquer une bulle du prix des actifs en Asie. De toute évidence, le premier pays qui suscite des inquiétudes est la Chine.

En début d'année, la croissance de la masse monétaire en Chine a explosé pour atteindre près de 40 % par an et les autorités chinoises ont paru être en mesure de dompter le tigre de l'inflation. Les données les plus récentes indiquent toutefois qu'elles ne sauraient baisser la garde et les pressions inflationnistes se renforcent à nouveau. Dans l'ensemble, nous pensons que le monde entre dans une ère économique très complexe.



Schroders

Quelle alternative avons-nous ?

« Les investisseurs doivent être sûrs que les profits ne vont pas seulement dans la poche du gestionnaire de fonds »

Au lendemain de la crise, de nombreux investisseurs envisagent les actifs alternatifs comme un moyen pour diversifier leurs portefeuilles. Pour les fonds de petite ou de taille moyenne, la seule façon réaliste d'accéder à ces instruments est de passer par des fonds de croissance diversifiés. A cet égard, les investisseurs doivent toutefois être attentifs aux coûts. Il est important de rappeler que nous évoluons dans un environnement où les performances nominales sont relativement faibles et certains produits alternatifs peuvent être plutôt chers. Les investisseurs doivent donc s'assurer qu'une performance brute plus élevée se traduise par une performance nette supérieure, c'est-à-dire que les profits n'aillent pas uniquement dans la poche du gestionnaire de fonds. Cela quelque soit notre sympathie pour les gestionnaires de fonds !

Comment avez-vous vécu personnellement la crise ?

« Nous devons nous demander si, en tant qu'industrie, nous nous sommes endormis au volant »

Quels sont donc en définitive les enseignements que nous devons tirer de cette crise afin de continuer à avancer ? Les leçons à tirer sont manifestement légion. Pour ma part, cette crise m'a fait vivre une expérience semblable à la conversion de St Paul sur le chemin de Damas. Ces 30 dernières années, notre industrie s'est focalisée sur la conduite d'études en matière d'allocation stratégique des actifs et il est peut-être temps d'arrêter. En effet, si l'on se réfère aux quatre dernières décennies, les montants qui auraient été investis dans les études d'allocation d'actifs stratégique au début de chacune de ces décennies auraient eu peu de rapport avec les performances dégagées à la fin de ces mêmes décennies. Il semble que cette soi-disant science ait été un leurre pour le secteur, masquant le fait que si les données initiales sont douteuses, les résultats le seront aussi. Si l'on considère la façon dont les prix des actifs ont été « ballottés » au cours de la décennie écoulée et les modifications très marginales que les institutions ont apportées à leurs allocations d'actifs, nous ne pouvons que nous demander, en tant qu'industrie, si nous ne nous sommes pas endormis au volant. Je pense que le secteur doit faire une pause et revenir aux fondamentaux, à savoir

étudier les scénarios plausibles en matière d'évolution possible des prix des actifs. Ensuite, lorsqu'un scénario donné se voit attribuer une forte probabilité d'occurrence, il faut oser modifier l'allocation d'actifs. En vérité, c'est ce que les investisseurs avaient coutume de faire.

Si l'on remonte à la fin des années 80, les investisseurs utilisaient tous les moyens existants pour réduire la pondération du Japon dans leurs portefeuilles internationaux. Ils ne craignaient pas de s'écarter des indices boursiers dans leurs tentatives pour réduire leurs positions au Japon. Pourtant, à la fin des années 90, cet esprit avait complètement disparu. Le secteur avait presque peur de faire la même chose lorsque nous avons été confrontés à une bulle des valeurs technologiques ; il ne le fait pas non plus aujourd'hui alors que la menace d'une bulle des obligations d'Etat pèse sur nous.

Nous devons apprendre à utiliser les instruments dont nous disposons de façon plus efficace. On peut effectuer une analyse raisonnable de la performance que tel ou tel actif pourrait dégager. Les universitaires émettent rarement des commentaires sur la cherté ou non du marché mais deux professeurs américains, Eugene Fama et Ken French, ont publié en 2001 un article pertinent à ce sujet. Ils ont affirmé que les marchés d'actions étaient surévalués. Ils sont parvenus à cette conclusion simplement en remontant le temps jusqu'en 1950 et en se demandant ce qu'un universitaire intelligent et rationnel aurait dit des performances des marchés d'actions à cette époque. Ils ont ensuite comparé cette prévision avec le résultat obtenu 50 ans plus tard pour découvrir que les performances qui auraient été dégagées étaient nettement supérieures aux attentes. Ils se sont donc demandés en quoi nous nous étions trompés en 1950. Etait-ce le fait que les économies ou les bénéfices ou les dividendes avaient connu une croissance beaucoup plus rapide que prévu ? Non. La vérité, c'est qu'une expansion massive des multiples cours/bénéfices est intervenue au cours des cinq dernières années du siècle. Sur la base de cette simple observation, Fama et French en ont donc conclu que si vous tablez sur le même niveau de performances à l'avenir, vous devez vous attendre à une nouvelle expansion du ratio cours/bénéfices. Quelle est la probabilité d'une telle évolution ? Très faible. Et si les multiples cours/bénéfices renouent avec leur tendance historique, comme ils l'ont fait récemment, alors selon Fama et French, vous pouvez compter sur une décennie de piètres performances. Si seulement nous les avions écoutés !

Information importante :

Ce document exprime les opinions de Alan Brown, Directeur des gestions du Groupe, et ne représente pas nécessairement les opinions formulées ou reflétées dans d'autres supports de communication, présentations de stratégies ou de fonds de Schroders. Réservé aux investisseurs et aux conseillers financiers professionnels. **Ce document n'est pas destiné aux particuliers.**

Ce document n'est destiné qu'à des fins d'information et ne constitue nullement une publication à caractère promotionnel. Il ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un instrument financier quelconque. Il n'y a pas lieu de considérer le présent document comme contenant des recommandations en matière comptable, juridique ou fiscale, ou d'investissements. Schroder Investment Management Limited (Schroders) considère que les informations contenues dans ce document sont fiables, mais n'en garantit ni l'exhaustivité ni l'exactitude. Nous déclinons toute responsabilité pour toute opinion erronée ou pour toute appréciation erronée des faits. Cela ne limite en aucune manière la responsabilité de Schroders à l'égard de ses clients en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (tel qu'éventuellement modifié) ou de toute autre système réglementaire. Aucun investissement et/ou aucune décision d'ordre stratégique ne doit se fonder sur les opinions et les informations contenues dans ce document. Publié par Schroder Investment Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA, société agréée et contrôlée par la Financial Services Authority. Pour votre sécurité, les communications peuvent être enregistrées et surveillées. W935468

