

# Ni défensives, ni refuge: les vraies valeurs du marché des actions suisses

Le marché suisse est aujourd'hui le plus attractif du monde en termes de rentabilité. Encore faut-il cibler quelques pépites particulièrement dynamiques.



NICOLAS VIALIS, CFA, CAIA  
Fund Manager, fonds Bruellan Swiss Equities

«**D**éfensif», «fonds de portefeuille», «valeur refuge». Ce sont les premiers mots pour caractériser le marché actions suisse. Pas spécialement dynamique ou attractif... Ceci concerne spécialement l'indice phare SMI et sa composition qui repose sur l'importance des trois poids-lourds que sont Nestlé, Novartis et Roche. En effet, additionnées, ces trois valeurs représentent plus de 60% de l'indice, et «seulement» 50% de l'indice élargi SPI. Impossible pour les gérants de fonds de compter sans ces entreprises. Contradictoire aussi, car même si un gérant a un avis très négatif sur l'une d'elles, il pourra tout au plus la sous pondérer mais il lui sera très difficile de la vendre complètement, auquel cas il se mettrait en position short. Imaginez qu'un fonds sans position Nestlé, et se comparant au SPI, a en fait une position short de 20%! Même s'il a raison sur le long terme, il lui est très difficile de pouvoir tenir un tel pari sur le court ou moyen terme avec

**STRAUMANN, U-BLOX, YPSOMED... DES VALEURS POUR COMPENSER LES ÉCARTS DE PERFORMANCE DES MASTODONTES.**

les conséquences qu'il peut avoir. On peut donc en conclure, sans grand risque d'erreur, que 99% des fonds suisses ont du Nestlé, du Novartis et du Roche en position, ce qui soutient leur cours et les rend encore plus défensifs.

Investir sur le marché suisse devient donc bien plus stratégique et intéressant que ce qu'on aurait pu penser au départ, et il faut pouvoir passer par un fonds de placement qui tentera de, non seulement d'identifier des entreprises intéressantes de plus petite taille mais également de gérer stratégiquement son exposition aux trois mastodontes dans le but de battre l'indice, chose plus facile à faire au sein d'un fonds que dans un portefeuille de client privé.

La stratégie gagnante, depuis l'abandon du taux plancher, aurait été de sous pondérer le plus possible les trois valeurs en question au profit de petites et moyennes capitalisations présentes dans le SPI.

Novartis et Roche sont les pires performeurs depuis le début de l'année (-13% et -17%). De façon générale, le SMI a perdu 14% après la décision de la BNS de janvier 2015, avant de rebondir au cours des semaines suivantes à des niveaux légèrement supérieurs au niveau pré-décision. Cependant l'indice se traite aujourd'hui 16% en dessous du niveau de janvier 2015. Alors que dans le segment des plus petites valeurs, les exemples de performances incroyables sont nombreux, comme U-Blox, Straumann, Ypsomed... Car c'est bien dans ce segment plus petit que se trouve la «vraie» valeur du marché suisse, bien que ces entreprises ne pèsent chacune qu'entre 0,06% et 0,28% de l'indice, et sortent donc des critères de liquidité des fonds de taille importante.

Prenons l'exemple de Straumann, leader mondial des implants dentaires, présent sur toute la chaîne de valeur. Suite à la décision de la BNS,

les analystes ont lancé le signal d'alarme sur l'impact qu'aurait la cherté du franc suisse sur la société. Résultat: une chute vertigineuse de 28% du titre les jours suivants l'annonce. Une fois la panique passée, le titre est revenu en un mois au niveau pré-décision BNS, et est aujourd'hui 40% au-dessus!

Autre pépite du SPI, U-Blox – 1,3 milliards de francs de capitalisation, suivie par seulement six analystes – développe des systèmes de positionnement (GPS) pour différents types de segments (auto, sécurité, trafic...). Même histoire, une chute de 23% suite à la décision de la BNS avant de remonter au niveau initial. Le titre se traite aujourd'hui 45% au-dessus. Ou encore Ypsomed – 1,9 milliards de francs de capitalisation, suivie par cinq analystes seulement – qui fabrique et vend des systèmes d'injection pour que les patients s'auto-administrent leurs traitements médicaux et l'entreprise est présente dans plus de 60 pays. Le titre avait perdu 9% après l'intervention de la BNS, et se traite aujourd'hui à 70% au-dessus du niveau pré-décision de la BNS.

Un constat bien différent de la dynamique des cours des sociétés du SMI dont l'impact sur l'indice est beaucoup plus grand de par leur taille.

Le marché suisse est aujourd'hui le plus attractif du monde en termes de rentabilité. Avec 5,6%, il présente le taux de profits ajusté au risque le plus haut et le plus stable. Il dépasse même des rendements d'indices obligataires à haut rendement américains ou européens. Le contexte des taux historiquement bas augmente encore son attractivité. En effet, les taux jusqu'à 20 ans sont négatifs en Suisse, et sont répercutés sur le cash en compte dans la plupart des banques. Aujourd'hui, le marché actions devient une très bonne alternative pour placer son cash, même si le risque est bien entendu d'une toute autre nature. ■

## Le meilleur des actions européennes

Il est possible d'identifier de la valeur dans certaines sociétés européennes bien gérées malgré un contexte macro-économique plutôt morose.



WILLEM VINKE  
Gestionnaire de Portefeuille  
El Sturza Strategic Europe Value Fund

Depuis le début de l'année, les perspectives économiques mondiales ont évolué au gré des trois «C» (China, Commodities, Central banks), pimentées par quelques sujets préoccupants comme le Brexit ou la crise brésilienne. L'incertitude autour de l'état réel de l'économie américaine et la persistance de la faible croissance européenne ont propulsé les banquiers centraux en première ligne tandis que les gouvernements peinaient à stimuler la croissance économique en utilisant les méthodes traditionnelles. Tout cela dans un contexte de taux d'intérêts très bas.

Dans cet environnement macroéconomique incertain, nous décelons malgré tout de la valeur dans certaines sociétés européennes bien gérées, qui ont leur destin entre leurs mains, ceci leurs

**NOUS SOMMES CONVAINCUS QUE CHAQUE PORTEFEUILLE INTÈGRE UNE VUE MACRO-ÉCONOMIQUE IMPLICITE.**

permettant de générer de solides free cash flows à n'importe quel moment du cycle économique. Il convient toutefois de privilégier des investissements dans des entreprises de haute qualité, réalisant des marges importantes avec un besoin en capital réduit, et qui se négocient avec une décote par rapport à leur valeur intrinsèque.

Le socle d'un tel processus d'investissement réside dans une analyse macroéconomique très poussée qui permet d'articuler un portefeuille de manière cohérente avec le contexte économique global. Nous sommes convaincus que «chaque portefeuille intègre une vue macroéconomique implicite». Ainsi, au cours de l'été 2015, la détérioration des conditions de marché aurait dû mener les investisseurs à réduire la cyclicité du portefeuille pour adopter une position plus défensive, qui aurait été récompensée au deuxième semestre 2015 et en ce début d'année 2016.

Une fois le tableau «macro» brossé, le processus d'investissement doit permettre d'identifier les sociétés susceptibles d'entrer dans la composition du portefeuille. A ce stade, il convient de les évaluer de manière cohérente avec un modèle qui peut en révéler la valeur intrinsèque (ou «vraie valeur»). Nous estimons par ailleurs que le fait d'adopter une approche «bottom-up» en matière de sélection de titres, qui ne tient pas compte des indices de référence, est le meilleur style de gestion à long terme.

Les caractéristiques à privilégier sont des marges importantes, une croissance récurrente des flux de trésorerie, une position de leader dans un secteur accompagnée d'une bonne visibilité des revenus futurs, de fortes barrières à l'entrée et une faible intensité en capital. Mieux vaut inves-

tir uniquement dans des sociétés dont le modèle économique et la gouvernance sont bien compris et dont les actions paraissent mal évaluées par le marché. La clé à cette étape est la discipline; faire abstraction de toute émotion et rester fidèle à tout moment au processus d'investissement!

La discipline conduit à prendre les profits systématiquement et sans sentiment dès qu'un objectif de cours est atteint. A la marge, il est également possible de saisir des opportunités d'investissement dans des sociétés en phase de

**FAIRE ABSTRACTION DE TOUTE ÉMOTION ET RESTER FIDÈLE À TOUT MOMENT AU PROCESSUS D'INVESTISSEMENT.**

transition, profitant du fait que le marché n'anticipe généralement pas toute la mesure des changements entrepris par le management et ne dispose pas non plus une vision à long terme du business model.

Il y a donc bien encore de la valeur dans les actions européennes mais il faut être de plus en plus discriminant. Nous avons la conviction que cette approche, qui permet d'identifier des sociétés bien gérées, leaders dans leurs secteurs respectifs, avec des modèles d'entreprise de premier ordre, et se traitant à un prix attractif, est la mieux à même de performer durablement; de telles sociétés existent bel et bien lorsque l'on prend la peine de les sélectionner à l'aide d'un processus rigoureux et discipliné. ■