

Gestion d'actifs

**Des principes
simples pour un
monde complexe**

BLI - Banque de Luxembourg Investments

Auteur : Phil Davis

E-mail de l'auteur : Phil@phil-davis.co.uk

Éditeur : Banque de Luxembourg, 14 boulevard Royal, L-2449 Luxembourg

Conseil éditorial : Donovan Hawker

Photos : Marc Erpelding, Santi Caleca, Christophe Weber.

Conception et réalisation : meanings

Les informations et appréciations formulées dans le présent document sont fournies à titre indicatif et ne valent que pour le moment où elles ont été fournies. Par conséquent, aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, l'exactitude, la validité, la justesse ou l'exhaustivité de ces données ainsi que des informations et appréciations faites sur la base de celles-ci. Les résultats enregistrés par le passé ne constituent pas une garantie de rendement pour l'avenir et la Banque n'assume aucune responsabilité en ce qui concerne le rendement de ces valeurs dans l'avenir. Les informations transmises à l'intéressé ne constituent des conseils ni juridiques ni fiscaux et la responsabilité de la Banque ne saurait être engagée ni par ces informations ni par les décisions qu'une personne, cliente ou non de la Banque, pourrait prendre sur leur fondement, cette personne conservant le contrôle de ses décisions. Tout intéressé potentiel doit s'assurer qu'il comprend tous les risques associés à ses décisions d'investissement et ne doit décider d'investir qu'après une réflexion approfondie, avec l'assistance de ses propres conseillers, sur l'adéquation entre ses investissements et sa situation financière particulière, en tenant notamment compte des aspects juridiques, fiscaux et comptables. La souscription aux actions des fonds ne peut être effectuée que sur base de leur dernier prospectus, accompagné du formulaire de souscription, du rapport annuel le plus récent contenant les derniers comptes révisés, ainsi que du dernier rapport semi-annuel, si celui-ci est postérieur au plus récent rapport annuel. Ces documents sont disponibles auprès de la Banque de Luxembourg.

Le choix de la simplicité

Par Phil Davis⁽¹⁾,
journaliste financier indépendant

Les investisseurs sont déboussolés. À peine sortis de la crise financière de 2008, nous voilà confrontés à la crise de la dette souveraine. Ce ne sont pas seulement les unes des médias et la chute des cours qui ont échaudé la confiance des investisseurs... Nombreux sont les conseillers financiers qui ont rendu la chose encore plus obscure, même pour des investisseurs avertis. Quand, en réalité, la gestion d'actifs pourrait être bien plus simple.

La littérature professionnelle sur la gestion d'actifs foisonne de jargons, mythes, instruments complexes et stratégies encore plus abscones. Cherchant à se distinguer de leurs pairs, les gérants de fonds s'efforcent d'être novateurs ou d'apparaître comme tels. En lançant constamment de nouveaux produits, assortis de promesses de rendements élevés à court terme, les professionnels du marketing justifient leur emploi, mais rendent par la même occasion l'univers de l'investissement encore plus chaotique et difficile à comprendre. La crise financière n'y a rien changé. Bien que la complexité - et parfois la confusion - aient contribué à la crise, on n'a guère essayé de simplifier la vie des investisseurs. Ce n'est pourtant pas une fatalité. Les investisseurs ne sont pas obligés de changer de fonds chaque année et ils ont parfaitement le droit de comprendre leurs placements et les motivations des professionnels qui les gèrent. Les choses peuvent être plus simples.

Les articles qui suivent portent un nouveau regard sur les techniques d'investissement, des concepts tels que le risque et la confiance ou encore la manière dont on peut investir dans diverses catégories d'actifs et exposent divers thèmes d'investissement qui ne font pas prendre de risques inconsidérés. Ils visent à démontrer qu'un pro-

cessus d'investissement simple, à l'écart du consensus et s'appuyant sur un minimum de constance, peut permettre d'accroître le patrimoine.

Examinant certains mythes en matière d'investissement, ce cahier spécial met en lumière leurs aspects préjudiciables. Il rappelle que, même dans un monde en mutation, où les risques sont probablement plus élevés que jamais, une approche simple, cohérente et rigoureuse de l'investissement peut porter ses fruits. En d'autres termes, un environnement économique mondial plus déroutant ne doit pas nécessairement nous conduire à adopter une méthode d'analyse plus complexe.

Il ne s'agit pas ici d'un guide à l'usage des investisseurs ni d'un manuel pratique de l'investissement, mais d'un point de départ pour une nouvelle vision du monde de l'investissement.

Chaque cycle de croissance et de crise se traduit par des pertes pour les épargnants qui nuisent à l'image du secteur financier dans son ensemble. Cela ne signifie pas pour autant que tout le secteur est mal géré ni qu'aucun acteur n'accorde la priorité à l'investisseur. Une méthode simple, fondée sur la confiance mutuelle, peut permettre d'atteindre le but unique d'un gestionnaire : accroître la richesse.

Difficile à croire ? Lisez la suite...

(1) Les textes de cette publication ont été préparés et rédigés par Phil Davis, journaliste financier indépendant, sur la base d'entretiens entre Phil Davis et l'équipe BLI - Banque de Luxembourg Investments. Phil Davis est en charge de deux rubriques sur les questions d'investissement dans le Financial Times et conseille des personnalités du secteur financier.



BLI - Banque de Luxembourg Investments

Sommaire

- 4** – Des principes simples pour un monde complexe
- 6** – L'investissement à contre-courant
- 10** – Des fonds à thème, sans effet de mode
- 13** – Questions à Guy Wagner, Chief Economist
- 15** – La sélection de valeurs boursières
- 18** – L'investissement obligataire
- 20** – Le retour de la gestion active de portefeuille ?
- 22** – Faible rendement ou forte volatilité : le dilemme de l'investisseur
- 24** – La sélection de fonds est un jeu d'enfant... vrai ou faux ?
- 29** – Gestion du risque : les outils sont un leurre
- 32** – Une méthodologie éprouvée
- 34** – L'exception luxembourgeoise

Des principes simples pour un monde complexe

Le secteur de la gestion d'actifs regorge d'idées reçues et de théories peu fiables, largement répandues. En voici quelques exemples : les marchés sont parfaitement efficaces, les actions s'apprécient toujours sur le long terme ; les obligations sont des placements sûrs et les marchés émergents, des investissements à risques. Tant et si bien que la majorité des sociétés de gestion de portefeuille investissent pour la plupart dans les mêmes titres et appliquent les mêmes pondérations, engendrant potentiellement des pertes substantielles en cas de retournement du marché. Or, une perspective d'investissement contraire à la tendance – qui évite l'effet de troupeau et s'en tient à l'analyse fondamentale – peut permettre de réduire ce type d'impact. Ceux qui investissent à contre-courant

ne se laissent pas influencer par des titres spéculatifs et ne se préoccupent pas davantage des fluctuations du marché à court terme. Une philosophie d'investissement simple, mais qui nécessite de la persévérance et une bonne dose de courage pour résister aux sirènes de la surperformance à court terme.

La gestion passive des actifs serait-elle une idée révolue ?

L'investissement indiciel doit sa naissance et sa popularité à l'hypothèse selon laquelle les marchés actions suivent un mouvement haussier. Or le S&P 500 est aujourd'hui quasiment au même niveau qu'en mai 1999. **La gestion active est l'un des rares moyens pour un investisseur d'obtenir un rendement positif à long terme en cas d'atonie des marchés.**

Cette approche consiste à

sélectionner uniquement les sociétés ayant un potentiel de croissance alors même que l'activité économique tourne au ralenti, ou bien ayant des qualités défensives pour surmonter des phases de repli.

Investisseurs et régulateurs demandent de plus en plus aux sociétés d'investissement des preuves concrètes de leur gestion du risque.

Rares sont les investisseurs qui sont prêts à placer leur argent sans s'interroger sur les risques et le mode de gestion. Cependant, les différentes sociétés de gestion ayant souvent recours aux mêmes fournisseurs d'outils de gestion du risque, leur approche se standardise. Tant et si bien qu'elles pourraient finir par gérer des portefeuilles ayant les mêmes profils de risque. Il va sans dire qu'une telle

corrélation accroît le risque systémique et celui auquel sont exposés les différents portefeuilles. Pour gérer plus efficacement le risque de marché et le risque opérationnel, il convient de bien comprendre les investissements que l'on fait et ne pas s'écarter de la méthodologie adoptée.

La sélection de fonds d'investissement est un exercice bien plus difficile que ne le croient la plupart des investisseurs.

Les investisseurs sont souvent assez avisés pour émettre des hypothèses rationnelles ainsi que des prévisions sur les principales tendances mondiales. Ils abordent avec confiance leur propre sélection de fonds d'investissement. Ils décident de l'allocation stratégique des actifs et choisissent le gérant.

On peut cependant se demander, compte tenu du nombre relativement limité d'outils à leur disposition, s'il s'agit là d'une démarche bien avisée de leur part ? Un fonds de fonds bien géré, dont la méthodologie est clairement définie et dont le suivi est assuré avec patience et discipline, peut constituer un moyen plus judicieux d'accroître son capital malgré les frais supplémentaires engendrés.

Avec des rendements à leurs plus bas niveaux historiques, comment les investisseurs peuvent-ils dégager des gains acceptables via des fonds obligataires ?

L'une des options possibles consiste à avoir en fond de portefeuille des obligations des marchés développés, comme le Bund allemand. Mais il faut aussi procéder à des allocations sélectives en faveur des marchés émergents qui, en tant que groupe, affichent une corrélation nettement négative aux obligations des marchés développés. Auparavant, la règle était d'investir dans les marchés émergents lorsque les perspectives de l'économie mondiale étaient bonnes et de se retirer dès qu'un repli conjoncturel s'annonçait. Cette thèse est aujourd'hui à reconsidérer.

Les investisseurs sont assaillis de toutes parts de campagnes de marketing portant sur tel ou tel nouveau fonds de placement. Sur le long terme, malheureusement, ces fonds en apparence prometteurs accusent souvent des sous-performances. BLI - Banque de Luxembourg Investments ne cherche pas à lancer des fonds à tout prix et se garde, dans tous les cas,

de se laisser séduire par tel ou tel sujet « d'actualité » ou « tendance ». Elle ne lance des fonds à thème que si ces derniers correspondent à ses perspectives à long terme et à ses obligations fiduciaires, tout en offrant une protection contre les risques à la baisse. C'est notamment le cas des fonds à dividendes élevés, marchés émergents et microfinance.

Peu de fonds d'investissement sont actuellement gérés au Luxembourg, mais peut-être seront-ils à terme plus nombreux à franchir le pas.

BLI - Banque de Luxembourg Investments, qui assure l'ensemble de sa gestion de fonds au Grand-Duché, s'isole ainsi du « bruit » des grandes places financières européennes. Un facteur qui n'est pas étranger à la surperformance des fonds BL sur des périodes de trois et cinq ans. Comme le marché actions luxembourgeois est d'une taille relativement modeste, les investissements sont naturellement concentrés sur les marchés étrangers, source de diversification des portefeuilles. Autre avantage : les clients locaux peuvent avoir des contacts directs avec les gérants de fonds.

L'investissement à contre-courant

Le secteur de la gestion d'actifs foisonne de légendes et théories aussi peu fiables les unes que les autres, que l'on se transmet d'un gérant à l'autre, de génération en génération. Voici quelques-unes des idées les plus répandues : les marchés sont parfaitement efficients, les actions s'apprécient toujours sur le long terme ; les obligations sont des placements sûrs et les marchés émergents, des investissements à risques. Et la liste est encore longue de ces croyances jamais remises en question depuis des années, voire des décennies. Certains y voient de simples histoires, aussi amusantes et inoffensives qu'un conte de fées. Or, loin d'être innocentes, elles induisent fréquemment en erreur et, pour peu qu'on les suive à la lettre, elles peuvent se solder par d'importantes pertes de patrimoine.

Si ces idées toutes faites persistent, c'est parce que la plupart des analystes, gérants de fonds et courtiers cherchent, en fait, à se rassurer en reprenant à leur compte ces « règles » ou croyances qui fleurissent dans le secteur depuis longtemps. En tant que groupe, et à quelques exceptions près, ils s'interdisent de remettre en question le statu quo : ils préfèrent suivre le troupeau.

Le comportement grégaire est intrinsèquement à risque

Dans une certaine mesure, le panurgisme a quelque chose de rationnel : il met les gestionnaires de fonds à l'abri de la critique et protège leur emploi, mais il fait aussi peser des risques considérables sur le capital de leurs clients. Lors des grands retournements à la baisse des marchés, le comportement grégaire risque d'entraîner de lourdes pertes. De même, lorsque les marchés se redressent après avoir atteint le plus bas du cycle : en suivant le mouvement, on renonce souvent à une bonne partie du potentiel de hausse.

La meilleure preuve de l'existence de ce comportement grégaire n'est autre que la corrélation existant entre les portefeuilles des gérants de fonds et les principaux indices du marché. De nombreuses études montrent que la corrélation des portefeuilles basés sur l'achat de titres (stratégie dite « long-only ») avec les principaux indices du marché est proche de 1. En d'autres termes, le portefeuille moyen est quasiment identique à l'indice du marché ; les sociétés de gestion de portefeuille investissent non seulement dans les mêmes titres mais elles appliquent les mêmes pondérations à chacun d'entre eux.

Guy Wagner, Chief Economist - Banque de Luxembourg
et Managing Director de BLI - Banque de Luxembourg Investments.

« Si les marchés s'effondrent, nous achetons ;
s'ils grimpent, nous vendons. »

Investir à contre-courant, c'est accepter une sous-performance à court terme

De quoi remettre en question les affirmations de beaucoup de gérants de fonds qui se disent à contre-courant, ou *contrarian*. Une gestion de type *contrarian* peut se comprendre de plusieurs façons, mais pour nombre d'investisseurs, cela signifie que le gérant agit d'une manière différente – tout au moins en partie – de la majorité du marché. On s'attend donc à ce qu'un gérant de type *contrarian* soit mieux placé pour atténuer les effets des replis majeurs pouvant être enregistrés sur le marché.

« Il s'agit d'adhérer à une méthodologie éprouvée et non de s'inquiéter outre mesure des aléas du marché », déclare Guy Wagner, Chief Economist à la Banque de Luxembourg et Directeur général de BLI - Banque de Luxembourg Investments. « Si les marchés s'effondrent, nous achetons ; s'ils grimpent, nous vendons. Nous n'investissons pas sur les marchés spéculatifs, même lorsque les marchés sont irrationnels sur de longues

périodes. Autrement dit, nous pouvons sous-performer pendant certaines périodes, mais sur le long terme, notre rendement est supérieur. »

Pour BLI comme pour Berkshire Hathaway, le véhicule d'investissement américain contrôlé par Warren Buffett, un placement de long terme peut aussi signifier acheter et conserver des actions pour toujours. À l'instar de Warren Buffett, qui se demande toujours s'il serait prêt à acquérir l'ensemble de la société lorsqu'il achète une action, BLI se met à la place du chef d'entreprise lorsqu'il prend une participation dans une société. De même qu'un chef d'entreprise est prêt à investir dans sa société pour la durée de sa vie active, BLI considère ses investissements comme des avoirs susceptibles d'être conservés toute la vie.

Éviter les instruments complexes

Guy Wagner a commencé à élaborer sa méthodologie (voir « Questions à Guy Wagner, Chief Economist », page 13) lorsqu'il est arrivé à la Banque de Luxembourg,

« Faire simple, ce n'est pas seulement adopter une méthodologie d'investissement simple. C'est aussi se doter des bonnes structures permettant son application tout au long de la vie des investissements. »

il y a vingt-cinq ans ; il l'a ensuite affinée avec ses collègues pour aboutir à la forme qu'elle revêt aujourd'hui. Dans sa version actuelle, elle a été appliquée rigoureusement par Guy Wagner et son équipe, pendant plus de dix ans, avec des résultats positifs avérés. La pierre angulaire de l'idéologie d'investissement est la simplicité : n'investir que dans des valeurs que Guy Wagner et son équipe maîtrisent bien, qui sont transparentes et liquides. Autrement dit, ils se tiennent à l'écart des *hedge funds*, des matières premières et des autres structures et catégories d'actifs complexes. BLI a également tendance à éviter les secteurs opaques, comme les services financiers et les services aux collectivités. Les établissements bancaires sont en effet des sociétés si complexes et de si grande taille qu'il est pratiquement impossible de leur attribuer une juste valeur. Quant aux sociétés de services aux collectivités, ce sont souvent des entreprises semi-publiques : leurs activités commerciales et leur capacité à générer des bénéfices sont aussi dictées par les desiderata du moment, selon les gouvernements ou autorités de régulation en place.

Comme nul ne l'ignore à présent, c'est le recours à des instruments complexes qui a conduit beaucoup de fonds monétaires à leur perte lorsque la crise financière a éclaté. En théorie, il s'agissait de fonds simples, dont le rendement, sans être extraordinaire, était sûr. Sous la pression de la concurrence, les gérants de ces fonds ont cherché à accroître les rendements et certains d'entre eux se sont mis à investir une part de leur portefeuille dans des actifs à risque comme les *hedge funds* et les *collateralised debt obligations (CDO)*⁽¹⁾. Résultat : des pertes colossales pour bon nombre de malheureux investisseurs qui leur avaient fait confiance.

Guy Wagner est formel : BLI ne se laisse jamais tenter par des instruments financiers aussi complexes. « Si nous ne maîtrisons pas la structure, si nous ne pouvons l'analyser ni en calculer la valeur, nous nous gardons bien d'investir », répète-t-il.

Le marketing des fonds d'investissement peut-il éviter l'hyperbole ?

Le défi, pour le secteur de la gestion d'actifs, est de mettre en avant ses compétences sans recourir à l'hyperbole ni à la recherche constante de produits nouveaux et toujours plus sensationnels. Les termes « nouveau » ou « innovant » sont légion dans les supports de marketing. En revanche, la simplicité est particulièrement rare. Si rare, en fait, qu'elle est parfaitement à contre-courant.

Faire simple, ce n'est pas seulement adopter une méthodologie d'investissement simple. C'est aussi se doter des bonnes structures permettant son application sur le long terme, tout au long de la vie des investissements. Nombre de ces sociétés connaissent une forte rotation de leur personnel d'une année sur l'autre. Or, un changement au sein du management, en particulier, peut aussi entraîner un changement de philosophie d'investissement⁽²⁾. C'est ainsi que les investisseurs peuvent croire que leur portefeuille est toujours géré selon le style initialement défini, alors qu'il a peut-être changé du tout au tout, à peine deux ou trois ans plus tard.

Seule la stabilité du personnel est gage de constance, aussi bien dans l'approche que dans les principes d'investissement adoptés. Guy Wagner, qui a passé près de vingt-cinq ans à la Banque de Luxembourg, incarne cette continuité. De plus, l'équipe resserrée d'ana-

lystes et de gérants de portefeuille avec laquelle il travaille est la même depuis une dizaine d'années, voire plus, de sorte qu'il n'a pratiquement pas à discuter de méthodologie avec eux. «*Je suis davantage une tête de proue qu'un chef d'équipe*», précise-t-il. «*Mon rôle est de rester autant que possible en retrait et de laisser l'équipe faire ce qu'elle sait faire, avec le succès qu'on lui connaît depuis des années*», déclare-t-il.

Une dose de monotonie peut se révéler concluante

Si une méthodologie unique, sans cesse recommencée d'une année sur l'autre, paraît prosaïque, voire monotone, c'est... tout simplement qu'elle l'est. BLI occupe rarement le devant de la scène dans les médias ; elle ne fait, en effet, jamais appel à des stars pour gérer ses actifs et ne se risque jamais à lancer un fonds dans un secteur à la mode. Contrairement à la plupart des sociétés de gestion d'actifs, BLI ne dispose pas d'appareil marketing onéreux pour communiquer autour de sa philosophie ou de ses fonds. Cela ne servirait pas les intérêts des clients de la Banque de Luxembourg, qui représentent environ 90 % de la clientèle BLI. Guy Wagner admet bien volontiers que simplicité et sobriété portent la méthode BLI, et non l'extravagance. «*Il n'y a pas, à mon sens, beaucoup de choses à dire sur ce que nous faisons. Notre méthode est simple, transparente et ne varie pas d'une année sur l'autre. Bref, on pourrait dire qu'elle est plutôt ennuyeuse.*»

Mais les performances sont loin de l'être. Sur des périodes de trois et cinq ans, les fonds BL ont, dans leur grande majorité, fait mieux que leurs homologues du secteur. Grâce à une gestion prudente, une analyse en profondeur et une vision à long terme, les fonds accusent des pertes limitées sur des marchés difficiles et ont donc moins de retard à rattraper en phase de rebond. Les fonds qui étaient fortement corrélés aux marchés et qui ont perdu 50 % ou plus de leur valeur pendant la crise financière ont dû doubler leur valeur liquidative pour revenir tout juste à l'équilibre.

Avertissement aux spéculateurs

«*Les investisseurs doivent savoir, indique Guy Wagner, que BLI se positionne sur la totalité d'un cycle d'investissement et que son approche prudente peut ne pas répondre aux investisseurs anticipant une forte hausse du marché. Les performances de nos fonds ne correspondent pas à celles des marchés*», déclare-t-il. «*En cas d'envolée des marchés, ils captent en grande partie les mouvements de hausse, mais pas la totalité. En revanche, leurs pertes sont nettement moins sévères lorsque les marchés marquent le pas. Nous avons tendance à être les premiers à acheter, mais aussi les premiers à vendre.*»

Les performances de BLI en témoignent, de même que ses volumes de clientèle : après la crise financière, BLI a considérablement accru ses actifs sous gestion. En effet, échaudés par les pertes sévères que leur avaient valu les investissements à risque proposés par d'autres sociétés de gestion, les investisseurs ont apprécié des placements plus sûrs.

L'approche de BLI est peut-être de type *contrarian*, mais le comportement des investisseurs l'est moins : ce qu'ils veulent, c'est accroître leur patrimoine en prenant le minimum de risques. Même si cela ne paraît pas nécessairement très original, la décision de suivre le mouvement est probablement, dans ce cas, tout à fait rationnelle.

(1) Les collateralised debt obligations (CDOs), ou structures de titrisation d'actifs financiers, ont contribué pour beaucoup à l'éclatement de la crise financière de la fin 2008. Ces véhicules d'investissement étaient très prisés des banques, des fonds de pension et des fonds d'investissement. Les investisseurs ne savaient pas, pour la plupart, qu'ils contenaient des actifs « toxiques » tels que des valeurs adossées à des prêts hypothécaires subprime ; d'où leur grand désarroi, lorsqu'à la suite de l'effondrement du marché immobilier américain, ces véhicules ont enregistré de lourdes pertes.

(2) Selon le cabinet de conseil Mercer, la rotation du personnel dépasse 70 % dans le secteur de la gestion d'actifs.

Des fonds à thème, sans effet de mode

bLI - Banque de Luxembourg Investments ne cherche pas à lancer des fonds tous azimuts et se garde, dans tous les cas, de se laisser séduire par tel ou tel sujet « d'actualité » ou « tendance ». BLI lance uniquement des fonds à thème qui correspondent à ses prévisions à long terme et à ses obligations fiduciaires, tout en offrant une protection contre les risques à la baisse. De tels fonds rejoignent souvent les centres d'intérêt personnels de ses spécialistes. Ainsi, Guy Wagner, qui privilégie, dans ses choix, l'importance de la trésorerie et du résultat générés par une entreprise, est à l'origine de la création d'un fonds investissant dans des entreprises offrant un dividende élevé. De même, plusieurs membres de l'équipe actions de BLI qui partageaient la conviction que les marchés émergents allaient continuer à surperformer sur le long terme, ont créé un fonds marchés émergents. Autres exemples : Joël Reuland, responsable actions chez BLI, persuadé de l'aggravation des déséquilibres mondiaux, est à l'initiative du lancement du fonds d'investissement socialement res-

ponsable (ISR) ou Jean-Philippe Donge, gérant de fonds obligataires chez BLI, dont les convictions professionnelles et personnelles ont conduit à la constitution du fonds de microfinance.

Valeur des dividendes

Certes, les dividendes peuvent paraître plutôt ternes en phase de hausse du marché, mais pour des investisseurs qui estiment, à l'instar de Guy Wagner, que les

indices de marché vont stagner dans les dix prochaines années, les gains sous forme de dividendes constituent une composante clé du portefeuille. Il est en effet rassurant pour un investisseur de recevoir tous les trimestres le versement d'un dividende. Cela constitue également une bonne alternative aux placements de taux traditionnels dont les niveaux sont actuellement si bas qu'ils permettent à peine de compenser



Fanny Nosetti, Portfolio Manager.

Steve Glod, Equity Fund Manager.



l'inflation. Les actions sont, bien sûr, plus volatiles que les obligations mais leur potentiel de rendement est aussi beaucoup plus élevé, pour peu qu'on s'astreigne à un effort d'analyse et de sélection rigoureux ; quant au profil rendement-risque, il est potentiellement meilleur dans l'ensemble.

La volatilité à court terme du fonds Dividendes dont Guy Wagner a la charge est gérée moyennant la réduction du risque actions à 70 % (à l'aide de produits de couverture) au lieu de 100 % comme dans de nombreux fonds à dividendes élevés. Pour les investisseurs qui ne sont pas entièrement convaincus par les chiffres relatifs aux bénéfices des grandes sociétés, l'investissement en vue de dégager un revenu sous forme de dividende offre une garantie supplémentaire : les sociétés peuvent peut-être ma-

nipuler les bénéfices, mais pas les dividendes.

Marchés émergents : une évolution structurelle

Le potentiel de surperformance des marchés émergents sur le long terme est le fruit de la libéralisation des marchés de capitaux et de la main-d'œuvre au cours des dix dernières années. Les entreprises des marchés émergents qui disposent, pour répondre à la demande des pays développés, d'une main-d'œuvre bon marché, réalisent des bénéfices considérables, tandis que la richesse individuelle augmente, entraînant la création de marchés intérieurs dynamiques et durables. Comme beaucoup d'autres, les marchés émergents ne vont pas progresser indéfiniment, mais ils sont néanmoins appelés à croître régulièrement sur de nombreux cycles mondiaux, peut-

être même sur des décennies. BLI applique rigoureusement la même approche aux marchés émergents et développés ; Marc Erpelding, gérant de fonds actions chez BLI, sélectionne les titres en appliquant la même méthodologie que pour les autres fonds actions BL, en fonction du potentiel de croissance ou des qualités défensives. S'appuyant sur l'analyse fondamentale de BLI, il achète les titres à bas prix et les revend au-dessus de leur valeur intrinsèque (*fair price*).

Perspective à long terme : l'investissement socialement responsable (ISR)

Jugeant insoutenables les déséquilibres grandissants de l'économie mondiale et de l'environnement, Joël Reuland, responsable actions chez BLI, a lancé l'idée d'un fonds d'investissement socialement responsable (ISR) en 2006-2007.

« *BLI ne cherche pas à lancer des fonds tous azimuts et se garde, dans tous les cas, de se laisser séduire par tel ou tel sujet “d’actualité” ou “tendance”.* »

Dans la première catégorie de déséquilibres, il souligne notamment le déficit commercial des États-Unis, l’excédent commercial de la Chine et la dette des ménages en Occident et, dans la deuxième, le réchauffement climatique, les catastrophes naturelles d’origine humaine et l’augmentation des besoins en énergie dans un contexte d’épuisement des réserves.

Les sociétés sont évaluées d’après ces critères, mais aussi en fonction d’autres facteurs par Forum Ethibel, un cabinet conseil en ISR qui classe les entreprises selon leur comportement vis-à-vis de toutes les parties prenantes (dont les actionnaires, les salariés, les clients et les fournisseurs) ou face à l’environnement et à la société dans son ensemble. L’ISR est un secteur récent et les études sur la création de valeur qu’il apporte ne sont pas concluantes, mais la logique veut que des sociétés gérées conformément à des principes éthiques présentent moins de risques de commettre des erreurs et d’entraîner une destruction de valeur pour les actionnaires.



*Thierry Feltgen,
Investment Communication Officer.*

Microfinance : une opportunité de diversification

De même que l’ISR répond à certaines failles du marché, la microfinance comble un vide dans l’écosystème financier, celui du crédit aux très petites entreprises – principalement dans les marchés émergents – qui, faute de pouvoir prétendre à un financement bancaire, ne peuvent décoller.

L’idée émane de Jean-Philippe Donge, gérant de fonds obligataires chez BLI, qui a nourri de longue date un intérêt pour la microfinance.

Mais ce type de stratégie va bien au-delà d’une passion personnelle. La microfinance est une activité de long terme, visant à donner à des communautés, à des groupes de régions ou à des pays défavorisés la possibilité de créer une entre-

prise sur plusieurs années. Ce type d’initiative s’inscrit parfaitement dans le cadre de la perspective d’investissement à long terme de BLI et de sa philosophie, à savoir : l’achat d’actions dans une société doit répondre aux mêmes critères que l’achat de la société dans son ensemble.

Pour l’investisseur, la microfinance offre la possibilité d’obtenir des rendements supérieurs en ces temps de baisse des gains générés par l’investissement obligataire. De plus, ce segment, sans corrélation ou presque avec la santé et la trésorerie des grandes entreprises des économies développées, constitue un excellent moyen de diversifier le portefeuille.

Questions à Guy Wagner, Chief Economist

Guy Wagner, Managing Director - Banque de Luxembourg Investments.

Quelles sont les origines de BLI?

Je suis entré en 1986 à la Banque de Luxembourg, dont j'ai été le premier analyste à plein temps, principalement parce que j'avais fait des études d'économie et que j'aimais écrire. Petit à petit, l'équipe s'est étoffée et les fonds ont augmenté à tel point qu'une division gestion d'actifs à part entière a vu le jour, devenue, depuis cinq ans, une entité séparée. L'équipe d'investissement compte cinq analystes actions, trois spécialistes de l'obligataire et cinq analystes de fonds de tiers. Les analystes sont également gérants de portefeuille, alors que dans beaucoup d'autres sociétés, les deux fonctions sont séparées. Les analystes sont ainsi dans l'obligation de confronter leurs convictions à la réalité.

Comment avez-vous élaboré votre philosophie d'investissement?

À mes débuts, je n'avais aucune idée préconçue sur les méthodologies censées être les plus performantes.



Mais avec l'expérience et après avoir dévoré tous les ouvrages que j'ai pu trouver sur les divers styles de placement, je suis parvenu à la conclusion que la méthode de Warren Buffett, consistant à acheter des actions comme s'il achetait la société tout entière, était le meilleur moyen de sélectionner un actif.

Nous achetons donc des actions dans des sociétés reposant sur des fondamentaux solides, au bon prix

et en étant prêts à les conserver sur le long terme.

Que se passe-t-il si l'évolution du cours d'une action ne vous est pas favorable sur le court terme?

Pour faire ce métier, il faut s'armer de patience et de rigueur. Des pressions se font parfois sentir, vous incitant à vous écarter de votre méthodologie, surtout lorsque la sous-performance persiste pendant

« Tous les membres de l'équipe sont passionnés par leur métier. »

plusieurs mois. Mais vous devez tenir bon et faire le dos rond en attendant que les choses s'arrangent. Jusqu'à présent, cela a assez bien fonctionné.

Comment faites-vous pour trouver des valeurs présentant un potentiel de surperformance ?

Nous avons une approche éclectique pour dénicher des idées et notre équipe peut, grâce à son expérience, se fier à son flair pour repérer les sociétés prometteuses. Nous nous décidons rarement sur la simple suggestion d'un courtier et la plupart d'entre eux ont désormais appris à ne pas nous appeler pour nous faire des recommandations. Toutefois, il peut nous arriver de rebondir sur certaines idées et d'interagir de temps à autre avec les analystes courtiers.

Quel type de personne recrutez-vous ?

Nous ne recrutons que très rarement car notre personnel est stable. J'ai été à la recherche de personnes passionnées par les marchés financiers. Elles n'ont pas besoin d'avoir une formation spécifique en finance car c'est un travail qui peut s'apprendre. Tous les membres de l'équipe sont passionnés par leur métier dans le sens où, par exemple, ils emportent en vacances des ouvrages liés



à l'investissement et utiliseront leur temps libre à parfaire leurs connaissances.

Quelles qualités personnelles recherchez-vous auprès de vos futurs collaborateurs ?

Nous sommes une équipe de taille modeste et travaillons en étroite collaboration. Il est donc important que tout le monde s'entende bien.

En règle générale, je sais, au bout de cinq minutes d'entretien, si le candidat fait ou non l'affaire. Il doit bien sûr avoir les qualifications requises, mais il est tout aussi important que le courant passe entre nous. Dans ce cas, il y a de fortes chances que les autres membres de l'équipe s'entendent également bien avec lui.

Comment communiquez-vous au sein de l'équipe ?

Nous n'avons pas de rituel préétabli, comme des réunions quotidiennes

ou hebdomadaires, car chacun connaît parfaitement les processus d'investissement de notre société de gestion et assume la responsabilité de son portefeuille. De plus, la tenue de réunions à des dates bien précises de la semaine ou du mois a quelque chose d'artificiel, dans la mesure où les événements susceptibles d'avoir un impact sur les titres et les portefeuilles n'obéissent pas, par nature, à un calendrier particulier. Mais nous avons une foule de contacts informels. Nous bavardons autour d'un café, évoquons tel match de football et en venons tout naturellement à discuter des événements du jour. Il est important d'avoir autour de soi des gens qui s'intéressent au monde en général et pas simplement à telle ou telle option d'investissement.

La sélection de valeurs boursières

Chaque professionnel de l'investissement a sa façon de travailler, sa manière de sélectionner des titres. Certains s'appuient sur des graphiques, d'autres sur une analyse mathématique, d'autres encore sur le momentum ou le feeling.

Nombre de sociétés d'investissement réussissent dans ce qu'elles font, mais très peu appliquent une méthodologie unique à tous leurs portefeuilles, quel que soit le gérant. Leurs performances peuvent ainsi varier du tout au tout d'un fonds à l'autre. Compte tenu de leur taille, mais également de la tendance à «stariser les gérants», la plupart des sociétés tolèrent un large éventail de méthodes - autrement dit, elles s'entourent d'individus talentueux et leur laissent une grande marge de manœuvre dans leurs choix d'investissement.

Une idée simple, appliquée avec rigueur

BLI - Banque de Luxembourg Investments fait partie des rares sociétés de gestion de portefeuille qui appliquent la même méthodologie éprouvée, quelle que soit la catégorie d'actifs ou le gestionnaire.

Notre méthodologie se résume à une idée simple. *«Lorsque nous investissons dans une société, c'est comme si nous devions l'acquérir pour la vie»*, déclare Ivan Bouillot, gérant du fonds actions Europe. *«Ce principe, qui est également celui de Warren Buffett, est d'une grande simplicité, mais sa mise en œuvre exige une bonne dose de constance et de rigueur.»*

LE CREDO DE BLI TIENT EN CINQ POINTS.

- **Comprendre l'investissement.**
- **Réduire le risque de perdre de l'argent.**
- **Investir pour réaliser un gain et non pour battre un indice.**
- **Le rendement d'un investissement est fonction du prix d'achat.**
- **L'anticipation des fluctuations de marché à court terme est illusoire.**

Investir en fonction des fondamentaux

Pour mettre ces principes en pratique, des portefeuilles de sociétés sont créés sur la base de critères fondamentaux clairement définis. L'équipe BLI recherche en priorité des sociétés disposant d'un avantage compétitif avéré, comme une part de marché dominante, une forte image de marque ou des technologies de pointe. Qui dit avantage compétitif, dit rentabilité durable, marges élevées et un fort potentiel de génération de *cash-flow* disponible. La trésorerie disponible est la condition préalable au versement de forts dividendes, principal facteur de progression à long terme du cours de l'action.

La notoriété de la marque constitue également un bon argument en faveur d'une société, qui a de ce fait de plus grandes chances de se maintenir, voire de surperformer sur des marchés difficiles. Ainsi, Home Depot, le distributeur américain de produits de bricolage et d'aménagement de la maison, a, grâce à sa forte image de marque, gagné des parts de marché dans un climat de récession, aux dépens des magasins familiaux de proximité.

Lowes, son principal rival, a également accru sa part de marché. Ces deux sociétés ont toute leur place dans un portefeuille géré par BLI dans la mesure où elles sont génératrices de niveaux de trésorerie disponible significatifs, même dans un environnement de croissance faible.

Les analystes BLI recherchent notamment des sociétés ayant une bonne rentabilité du capital investi, un facteur déterminant pour générer une trésorerie élevée. Les sociétés doivent aussi être peu endettées, de sorte que les bénéfices puissent aller vers les actionnaires, plutôt que vers les créanciers. Il est tout aussi important que l'activité menée par la société soit à faible intensité capitalistique pour minimiser le coût d'entretien des actifs. Mais les analystes BLI et les gérants de portefeuille ne sont pas rigides au point de ne pas saisir une opportunité lorsqu'elle se présente. Certaines sociétés, comme Air Liquide, par exemple, requièrent d'importants investissements mais elles n'en conservent pas moins un avantage compétitif et de bonnes marges ; c'est pourquoi elles sont intégrées dans les portefeuilles BLI.

Analyse de l'avantage compétitif

L'avantage compétitif d'une société n'est pas nécessairement là où on l'attend le plus - son produit phare. Il peut parfois résider ailleurs, comme dans son niveau de



Marc Erpelding,
Equity Fund Manager.

service ; son appréciation nécessite dans ce cas une bonne expérience de l'investissement en général et une connaissance approfondie de la société. Pfeiffer Vacuum, qui fabrique des pompes à vide utilisées dans l'industrie pharmaceutique, l'industrie du verre et l'industrie des semi-conducteurs pour conserver un environnement parfaitement propre, est à cet égard un bon exemple. Pfeiffer Vacuum offre en effet un service après-vente fort performant, l'amenant fréquemment à résoudre rapidement les problèmes sur site chez le client : une véritable valeur ajoutée par rapport à la concurrence, qui a contribué à accélérer ses ventes.

Mais un avantage compétitif peut aussi disparaître brutalement. Le fabricant d'ordinateurs Acer, dont l'activité est restée très rentable pendant de nombreuses années, a été soudainement pénalisé par l'envolée récente de la demande pour les tablettes informatiques.

Seule une bonne connaissance de la concurrence peut permettre d'anticiper des mutations majeures sur le marché concerné.

Utilisation optimale du capital

Le capital accumulé au bilan d'une entreprise est une chose et son affectation en est une autre ; une décision délicate qui appartient à la Direction. Cette dernière a le choix entre plusieurs possibilités : réinvestir dans l'entreprise, faire des acquisitions, racheter ses propres actions, verser des dividendes ou réduire la dette. Seule une équipe de direction hautement qualifiée saura assurer un bon mix et un bon équilibre. Pour BLI, c'est aux actes et non aux paroles que l'on juge de la qualité du management. Les analystes de BLI s'attachent donc à vérifier si les actions mises en place par la direction d'une entreprise sont conformes à ses déclarations

pour apprécier la transparence de sa politique et savoir si elle agit véritablement dans l'intérêt des actionnaires.

Les marques les plus réputées ne sont pas à l'abri d'erreurs d'allocation de capital : Daimler-Benz, par exemple, a racheté Chrysler pour 36 milliards de dollars en 1998 alors que les bénéfices de Chrysler avaient atteint un point culminant et le marché, son apogée. Il s'en est suivi la destruction de près de 30 milliards de dollars de valeur actionnariale au moment de la revente de Chrysler à une société de private equity en 2007. En revanche, des groupes comme Swedish Match et BAT sont connus pour prendre des décisions raisonnables, dans l'intérêt des actionnaires.

Prix et valeur

Il va sans dire que le prix d'un actif est un élément déterminant dans la décision d'investir. Même le consommateur le moins averti comprend l'importance d'acheter au plus bas prix possible. Pourtant, on voit beaucoup de gérants de portefeuille renforcer leur exposition aux marchés au fur et à mesure qu'ils grimpent. En témoigne l'enchaînement de surchauffes et de dépressions sur les marchés actions - la fin d'un marché hausser se caractérise toujours par une « envolée » des prix, laissant présager l'imminence de la chute. BLI s'est dotée d'une méthode de valorisation rigoureuse. Les ana-

lystes ont recours à un modèle spécifique pour calculer la valeur d'une entreprise et, par là, le prix auquel ils doivent acheter ses actions. Le calcul de la juste valeur se décompose en deux parties : croissance zéro et multiplicateur de croissance. Le calcul hors croissance permet aux analystes d'estimer la valeur d'une société sur la base de son activité actuelle - sans tenter de prévoir sa trajectoire future. Rares sont les investisseurs qui recourent à ce modèle de valorisation croissance zéro offrant pourtant l'avantage de réduire le risque d'erreur, en évitant d'avoir à émettre des hypothèses sur la direction future de l'économie mondiale et des marchés.

Admettre que l'entreprise parfaite n'existe pas

En résumé, la cible d'investissement idéale pour BLI doit réunir les conditions suivantes : un fort avantage compétitif, un niveau élevé de rentabilité, une trésorerie excédentaire récurrente et un modèle d'entreprise à faible intensité capitalistique. Mais peu d'entreprises remplissent précisément toutes ces conditions.

Aussi BLI classe-t-elle ses investissements en trois catégories avec, pour dénominateur commun, l'avantage compétitif.

► **Valeur.** Il s'agit de sociétés en transition, dont le cours est déprimé en raison de l'incertitude des investisseurs à court terme.

► **Bénéfices constants.** Ce sont des sociétés bien établies avec une solide approche d'investissement à long terme, basé sur la poursuite de leurs activités actuelles.

► **Sociétés de croissance.** Ce sont de jeunes sociétés ayant un avantage compétitif de nature à accélérer les ventes et les bénéfices.

Performance = recherche fondamentale + discipline

La méthodologie BLI donne-t-elle de bons résultats ? C'est, bien sûr, la première question qui vient à l'esprit. À court terme, la performance est contrastée. Mais il faut préciser que, contrairement à de nombreuses autres sociétés, les critères d'investissement de BLI sont envisagés à plus long terme. Ses résultats en témoignent.

À l'horizon trois et cinq ans, 75 % de ses fonds se situent dans le quartile supérieur. « Les investisseurs qui s'attendent à ce que nos fonds surperforment à court terme en phase de hausse du marché risquent d'être déçus », déclare Ivan Bouillot. « Mais les fonds BL sont conçus pour résister en toute saison, notre objectif étant qu'ils performent bien sur l'ensemble d'un cycle économique. »

L'investissement obligataire

Dieter Hein et Jean-Philippe Donge expliquent comment leur portefeuille obligataire génère des gains, alors que les taux sont à des plus bas historiques.

Les obligations semblent valorisées à leur juste niveau : comment pouvez-vous protéger le capital des investisseurs en cas de chute des cours ?

D.H. : Premièrement, BLI - Banque de Luxembourg Investments n'investit que dans les obligations d'État. Nous ne voyons aucune raison de prendre un risque de crédit dans un fonds que les investisseurs utilisent en premier lieu pour protéger leur capital. Les rendements ne sont peut-être pas élevés, mais au moins leur argent est-il relativement en sécurité. Le fait d'éviter les obligations d'entreprises permet de se protéger en cas d'événements extrêmes sur les marchés, où de nombreux fonds obligataires, en particulier les fonds à haut rendement, peuvent accuser de lourdes pertes. Dans ce type de situation, les obligations ont en grande partie un comportement similaire à celui des actions.

Dans quels actifs investissez-vous ?

D.H. : Nous ne sélectionnons que les obligations bien notées. En ce

moment, seuls quelques États, comme l'Allemagne, l'Autriche et la Finlande ont une note AAA ; aussi notre deuxième allocation par ordre d'importance porte-t-elle sur les obligations finlandaises. Nous n'investissons pas dans les pays dits « PIGS » (Portugal, Irlande, Grèce et Espagne) malgré les rendements élevés qu'ils ont offerts. Les obligations turques en monnaie locale ont pu sembler intéressantes, mais nous nous méfions de la volatilité de ce type de marché. Nous ne prenons que des risques limités : si un pays nous semble instable, nous ne tardons pas à vendre pour que l'impact

sur le portefeuille soit le plus faible possible. Si nous ne sommes pas à l'aise avec nos positions, nous les vendons.

Avec des taux aussi bas, comment les fonds obligataires peuvent-ils permettre aux investisseurs de dégager un rendement réel suffisant ?

J.-P.D. : Le cœur de notre portefeuille est constitué par des obligations émises par les pays développés, comme le Bund allemand. Mais nous procédons aussi à quelques allocations sélectives en faveur des marchés émergents qui, en tant



Jean-Philippe Donge,
Fixed Income Fund Manager.



Dieter Hein, Fixed Income Fund Manager.

que groupe, sont décorrélés des obligations des marchés développés. La règle qui prévalait auparavant consistait à investir dans les marchés émergents lorsque les perspectives de l'économie mondiale étaient bonnes et à se retirer dès qu'un repli conjoncturel s'annonçait. Mais il faut, selon nous, reconsidérer cette manière de voir les choses; c'est pourquoi les obligations des pays émergents ont désormais leur place en permanence dans notre portefeuille.

Dans quelle mesure investissez-vous dans les marchés émergents?

J.-P.D. : Nous avons commencé à investir dans la dette publique des marchés émergents il y a environ huit ans; aujourd'hui, nous lui consacrons une allocation stratégique de 20%. Les pays émergents ont fait montre de réels progrès au cours de la décennie écoulée. De fait, dans notre processus d'investissement, il est devenu plus pertinent de considérer chaque émetteur en tant qu'opportunité individuelle plutôt que

de procéder selon l'ancienne classification « marchés émergents/pays avancés », une conception devenue désuète pour certains émetteurs, aussi bien des pays avancés que des pays émergents (à l'image, par exemple, de la Grèce ou du Brésil).

Dans quels autres actifs investissez-vous pour améliorer les rendements?

D.H. : Nous n'investissons que dans ce que nous comprenons. Nous passons certainement à côté d'importants rendements potentiels en restant centrés sur un petit nombre d'obligations d'État, mais nous avons aussi, ce faisant, réduit les risques de perte. Nous n'investissons jamais dans des instruments de dette complexes.

Comment évaluez-vous les obligations d'État entre elles?

D.H. : Nous faisons appel à la recherche fondamentale, exactement comme pour les actions. Nous étudions l'inflation et les prévisions d'inflation, la balance des comptes

courants, le solde budgétaire, la taille de la population et la trajectoire de croissance des économies concernées. Nous prenons ensuite en considération un certain nombre de facteurs macro-économiques ou externes: par exemple, dans quelle mesure le Mexique va-t-il profiter de l'appréciation de la devise chinoise (Renminbi) ou le niveau d'interdépendance des économies chinoise et américaine et ce que cela signifie pour la dette des deux pays.

Les États lancent emprunt sur emprunt. Comment décidez-vous lesquels acheter?

J.-P.D. : Le principal outil utilisé est celui de la gestion de la duration pour les obligations des pays avancés. Notre méthode est très simple: le niveau de rendement détermine l'échéance. Quand les rendements augmentent, nous adoptons un biais acheteur d'obligations de plus longue échéance. Si le rendement évolue à la baisse, nous saisissons l'opportunité de céder nos titres à long terme.

Le retour de la gestion active de portefeuille ?

Pour nombre de fonds de pension et autres investisseurs à long terme, c'est désormais une évidence : la gestion passive des actifs est le meilleur moyen d'honorer les engagements et d'atteindre les objectifs d'investissement. Beaucoup d'institutions recourent à présent à l'approche « cœur/satellite » en matière d'allocation d'actifs, investissant le cœur du portefeuille dans des fonds trackers (*exchange-traded funds* ou *ETF*), des fonds indiciels et autres véhicules passifs, qui répliquent les rendements des principaux indices du marché. Les autres actifs (partie satellite du portefeuille) sont, quant à eux, affectés à des stratégies actives - parfois à des investissements alternatifs - pour essayer d'obtenir de meilleurs rendements que l'indice.

La croissance phénoménale de la gestion passive va de pair avec celle des ventes d'ETF : ces fonds, qui n'ont vu le jour qu'en 1993, représentent déjà au plan mondial plus de 1000 milliards de dollars américains et leur part a doublé dans les portefeuilles des investisseurs au cours des cinq dernières

années⁽¹⁾. Les fonds négociés en Bourse ont été plébiscités par les institutionnels comme par les particuliers, ces derniers étant notamment attirés par la facilité avec laquelle ces fonds peuvent être achetés et vendus. La faiblesse des commissions et des frais de gestion constitue un autre argument en faveur des investissements passifs. Les fonds actifs, qui impliquent un travail de recherche et d'analyse de la part de professionnels dédiés, sont nécessairement plus coûteux.

Les marchés mondiaux sont au même niveau qu'en 1999

On peut cependant se demander si cette approche passive n'appartient pas déjà au passé. Cette méthode a en effet été conçue en partant du principe que les marchés boursiers sont en hausse constante. Peut-être pas d'un mois sur l'autre, mais certainement sur la durée des cycles économiques, sur des périodes de cinq à sept ans. Or, les marchés actions des pays développés ne sont pas plus élevés aujourd'hui qu'ils ne l'étaient il y a douze ans. En effet, en mai 2011, le S&P 500 se situait exactement

au même niveau qu'en mai 1999. Et tous ceux qui auraient acheté l'indice japonais en 1989 ne se seraient non seulement pas enrichis, mais auraient perdu les trois quarts de leur fortune.

Le Nikkei 225, principal indice japonais, a évolué autour des niveaux de 1985. Par conséquent, quelles que soient les hypothèses positives de nombreux investisseurs concernant l'évolution des marchés actions, les replis structurels peuvent en réalité se poursuivre sur de très longues périodes.

Les frais d'achat et de gestion d'investissements passifs ont beau être faibles, si les marchés restent sans direction précise pendant une décennie voire plus, les investisseurs continueront à perdre de l'argent. Et le fait est que, malgré une longue période de sous-performance, les marchés pourraient ne pas remonter avant un certain nombre d'années encore.

Joël Reuland, responsable actions chez BLI - Banque de Luxembourg Investments, estime que les actions sont comme suspendues dans le temps. « *Les modèles de valorisation suggèrent que les niveaux*

«Notre première règle est de ne jamais perdre d'argent. Et notre seconde règle est de ne jamais oublier la première! »

des marchés en 2020 ne seront pas plus élevés qu'en 2000, en monnaie constante», explique-t-il.

Joël Reuland estime en effet que le marché des actions, structurellement haussier entre le début des années 1980 et 2000, n'est pas près de redécoller.

Certes, nous aurons entre-temps des embellies de courte durée comme en 2003 et en 2009, ainsi que d'importants mouvements à la baisse, comme en 2008 ou mi-2011. Mais la tendance générale va rester sans orientation précise. *«Le marché haussier cyclique, en place depuis le début de l'année 2009, arrive à son terme»,* déclare Joël Reuland. *«On va peut-être assister à un ralentissement mineur ou au début d'une forte contraction des cours. Quoi qu'il en soit, les marchés vont rester désorientés pendant un certain temps.»*

La sélection des titres, une réponse à l'atonie des marchés

Face à une telle situation, Joël Reuland préconise de se concentrer sur la sélection de titres. Cette

approche consiste à ne retenir que les sociétés capables de croître dans un contexte économique morose ou présentant les qualités défensives nécessaires pour affronter les phases de repli. Comment sélectionner les entreprises réunissant les conditions requises? Au moyen de la recherche et de l'analyse fondamentale, et non en appliquant des approches économiques de type *top-down*, qui reviennent à sélectionner les sociétés sur la base de leur sensibilité à l'orientation générale du marché. Un gestionnaire de fonds qui s'appuie sur les prévisions du marché peut être tenté d'acheter des valeurs cycliques - technologiques, services financiers, services aux entreprises - au seul motif qu'il anticipe une hausse du marché. S'il se trompe, les pertes pour le portefeuille peuvent être considérables, comme ce fut le cas au début de l'année 2000 et à la fin de 2007, quand les marchés ont atteint un point d'inflexion majeure.

Selon Joël Reuland, la sélection de titres doit reposer sur une méthode éprouvée et fiable en toute circonstance, quel que soit

l'environnement économique.

Si le modèle indique qu'une action est bon marché, BLI l'achètera nonobstant le contexte de marché. De même, BLI vendra le titre dès qu'il dépassera sa juste valeur même si les autres investisseurs sont convaincus que les marchés - ou ce titre en particulier - vont continuer à grimper. Cette méthode peut conduire à des périodes de sous-performance à court terme des fonds gérés par BLI; toutefois, dans la durée, elle vise à préserver une part conséquente du capital.

Joël Reuland ajoute: *«Notre première règle est de ne jamais perdre d'argent. Et notre seconde règle est de ne jamais oublier la première! Dans le contexte actuel, l'investissement indiciel se traduira probablement, à un moment ou à un autre, par une importante perte de capital. La gestion active du portefeuille constitue au moins une partie de la réponse pour limiter ce risque.»*

(1) Source: Morgan Stanley.

Faible rendement ou forte volatilité : le dilemme de l'investisseur

Temps incertains pour les investisseurs. D'une part, faiblesse des taux oblige, les marchés obligataire et monétaire offrent des rendements modestes ; de l'autre, les niveaux élevés des actions (d'après les données historiques) et leur forte volatilité suscitent la méfiance. Les arbitrages en matière d'allocations d'actifs n'ont jamais été aussi délicats. Alors que certains ont préféré renoncer, d'autres ont opté pour une plus grande prise de risque en investissant dans des actifs offrant potentiellement des rendements plus élevés.

L'investissement dans des fonds flexibles constitue l'un des moyens d'obtenir des rendements supérieurs à ceux des obligations et des produits monétaires tout en évitant une trop forte volatilité et en s'assurant une protection notable en cas de marché baissier.

De nombreux fonds équilibrés reposent sur une pondération plutôt stable entre actions et obligations, entraînant parfois de longues périodes de sous-performance et de forte volatilité. Les fonds flexibles, tels que BL-Global Flexible, peuvent modifier leur allocation en faveur des actions ou des obligations selon l'environnement de marché. L'allocation actions de BL-Global Flexible est actuellement d'environ 90 %, mais le gérant couvre une partie du risque de marché, de sorte que son exposition nette aux actions est d'à

peine 40 % à 50 %. En cas de baisse des marchés, le mécanisme de couverture permet d'atténuer l'impact négatif sur le fonds.

Par ailleurs, grâce à la couverture, le fonds peut conserver des actions de bonne qualité susceptibles de bien performer sur l'ensemble du cycle. Nestlé, valeur à dividendes attractifs, reposant sur de solides fondamentaux, en est un bon exemple. Le gérant du fonds peut ainsi détenir le titre d'un bout à l'autre du cycle en vendant des contrats à terme pour couvrir en partie le risque de marché.

L'exposition nette du fonds aux actions se fonde sur le modèle BLI de valorisation du S&P 500. Selon ce modèle, un ratio cours/bénéfices long terme (*Price Earning Ratio* ou *PER*) égal à 15 fois le bénéfice par action normalisé constitue le juste niveau de l'indice. «*En 2007, nous avons sous-pondéré les actions car, selon notre modèle, le S&P était surévalué*», déclare Guy Wagner, gérant de BL-Global Flexible. En 2008, le S&P 500 s'effondrait à 666 points. «*Après cet épisode, en mars 2009, l'application de ce modèle nous a permis de conclure à une sous-évaluation d'environ 20 %*», précise Guy Wagner.

La pondération du fonds est actuellement neutre à l'égard des actions, alors que le marché est surévalué



**« Temps incertains pour les investisseurs :
les arbitrages en matière d'allocations d'actifs
n'ont jamais été aussi délicats. »**

de 30%, selon ce modèle. Autrement dit, le rendement réel à long terme (après inflation) sur une période de vingt ans sera inférieur à la moyenne historique. Il y a cependant de bonnes raisons d'investir à long terme dans les actions de qualité supérieure.

Les va-et-vient des « capitaux fébriles », qui entrent et sortent des fonds indiciels (*trackers*), offrent à intervalles réguliers l'occasion d'investir dans des sociétés bien choisies. Dans l'environnement de marché en dents de scie qui persiste depuis la crise financière, les actions de sociétés de bonne qualité peuvent être vendues indistinctement avec d'autres qui le sont moins, offrant à ceux qui privilégient la sélection de titres, d'intéressantes opportunités d'achat à des niveaux bon marché, mais aussi de revente une fois que la juste valeur a été atteinte.

Le fonds BL-Global Flexible est-il parvenu à ses objectifs depuis son lancement en avril 2005 ? Il a perdu 13 % en 2008 – contre 50 % de perte pour les investisseurs sur indice. Sur une perspective de plus long terme, depuis son lancement, il avait généré un rendement de 20,6 % pour les investisseurs et l'encours géré dépassait 1 milliard d'euros en mai 2011. Selon Guy Wagner, l'amélioration de la couverture qu'il a mise en place depuis la crise financière devrait générer une performance relative encore meilleure, en cas de repli notable des marchés. « Les investisseurs ne souhaitent pas, pour la plupart, voir leur capital perdre 10 % ou plus », ajoute Guy Wagner. « L'objectif est donc d'éviter ce type de perte. En revanche, si vous estimiez que l'appréciation du marché actions de ces deux dernières années était appelée à durer, ce ne serait probablement pas ce fonds qui vous conviendrait. »

La sélection de fonds est un jeu d'enfant... vrai ou faux ?

de nombreux épargnants sont assez informés et intelligents pour émettre des hypothèses rationnelles et faire des prévisions concernant les principales tendances mondiales.

Ils sont souvent suffisamment confiants pour sélectionner leurs fonds d'investissement, décider de l'allocation stratégique des actifs et choisir les gérants. Cependant, compte tenu du nombre limité d'outils à leur disposition, il n'est

pas interdit de se demander s'il s'agit là d'une démarche avisée ? En fait, les investisseurs particuliers ont tendance à sélectionner des fonds qui viennent d'enregistrer de solides performances, mais qui sous-performent ensuite pendant de longues périodes⁽¹⁾. Ces fonds ont peut-être bien réussi parce que le style de leur gérant était en accord avec le cycle économique. Quand le cycle s'inverse ou change d'orientation, le gérant est souvent incapable de réagir. Autre problème majeur pour le particulier : il lui est quasiment impossible de passer en revue et d'évaluer l'univers des fonds dans leur ensemble. Des centaines, voire des milliers de fonds sont proposés dans chaque pays. On dénombre environ 51 000 fonds d'investissement en Europe⁽²⁾ et près de 8 000 fonds de placement disponibles à la vente aux États-Unis⁽³⁾.

*Claudine Dupont,
Fund Analyst.*





Matthieu Boachon,
Fund Analyst.

Comme chaque fonds a ses propres caractéristiques, son barème tarifaire et son style de gestion, peu d'investisseurs particuliers ont le temps ou l'expérience nécessaires pour procéder à une évaluation raisonnable.

Les gérants de fonds de fonds passent leur temps à évaluer les fonds. Pourtant, des critiques ont vu le jour concernant les commissions prélevées par certains d'entre eux ou leur manque de rigueur dans la sélection et le suivi des investissements sous-jacents. La crise de 2008 a d'ailleurs souligné la faiblesse de certains modèles et conduit à la liquidation de nombre de ces fonds de fonds.

D'autre part, ceux dont le succès ne se dément pas conjuguent une méthodologie bien définie avec une grande discipline dans le suivi des investissements.

La gestion de fonds de fonds com-

porte deux étapes décisives : la sélection des fonds, puis la construction du portefeuille.

Sélection de fonds: ne pas se fier aux performances passées

Le processus de sélection de fonds de BLI - Banque de Luxembourg Investments commence par l'application d'un filtre quantitatif, qui élimine les fonds affichant de mauvaises performances sur le moyen terme.

Ainsi, lorsque l'un d'entre eux se situe dans le quartile inférieur depuis trois ans, il a peu de chances d'être sélectionné. Le filtre évalue la performance du fonds en termes de risque et rendement par rapport à l'univers de référence. Il analyse les risques pris par le fonds et l'aptitude du gérant à créer de la valeur. Autrement dit, il détermine dans quelle mesure la performance du fonds est due à

des mouvements du marché ou au savoir-faire du gérant. Vient ensuite l'analyse qualitative, c'est-à-dire le travail de recherche effectué par un analyste. Étape clé de la démarche, elle se concentre en général sur les fonds qui ont franchi la première étape de sélection quantitative. Cependant, la technique n'est pas figée : il arrive que BLI sélectionne des fonds qui ont sous-performé dans un passé récent.

Le fonds Vontobel US Value, par exemple, qui se situait dans le bas du classement des fonds actions US (409^e sur 416) de fin 2002 à fin 2007, a généré un rendement d'à peine 34% sur la période et peu d'investisseurs auraient alors été tentés d'acheter des parts de ce fonds. BLI l'a néanmoins ajouté à son portefeuille en janvier 2008. Pourquoi? Parce que le gérant avait obtenu des résultats remarquables sur des marchés difficiles, comme



le montrait la surperformance enregistrée entre le début de l'année 2000 et la fin de 2002.

Alors que les actions internationales se sont effondrées de près de 40%, le fonds Vontobel n'a pas seulement contribué à préserver le capital des investisseurs, il l'a amélioré de 32%. Au début de l'année 2008, estimant que l'économie mondiale était sur le point d'entrer dans une nouvelle phase de turbulences, comparable à celle enregistrée entre 2000 et 2002, BLI a jugé que le moment était venu d'acheter un fonds géré selon une stratégie défensive. Bien lui en a pris : en 2008, le fonds Vontobel s'est classé dans le top 50 des fonds actions US sur les 623 que compte cette catégorie.

La qualité du gérant de fonds est primordiale et seul le contact direct permet de l'apprécier. Les membres de l'équipe ressources naturelles de First State Investments, qui gèrent un fonds recommandé par BLI, ont tous un doctorat en chimie ou en géologie. «*Si quelqu'un peut évaluer le potentiel d'une exploitation minière en particulier, c'est bien eux*», affirme Matthieu Boachon, analyste de fonds BLI. «*Les analystes qui ne quittent pas leur bureau ne peuvent en faire autant.*»

La transparence joue également un rôle important. Il est impératif pour le fonds de fonds de savoir que tel ou tel gérant agira selon ses engagements dans un

environnement de marché donné. «*Si leur gestion est de type "value" ils doivent investir davantage sur le titre lorsque le cours s'effondre et non l'inverse*», explique Matthieu Boachon. En d'autres termes, tant que les gérants s'en tiennent à leurs convictions, le fonds de fonds peut se positionner et pondérer son portefeuille en conséquence.

Suivi des fonds : une activité trop souvent négligée

On peut acheter un fonds en un clin d'œil, en un clic de souris. Mais le suivi exige perspicacité, régularité et discipline, des conditions difficiles à remplir pour la plupart des investisseurs individuels. Les fonds de fonds les plus

« La première étape pour l'équipe fonds de fonds de BLI est l'allocation stratégique en fonction des thèmes les plus durables à long terme. »

sérieux n'hésitent pas à appeler régulièrement les gérants de fonds pour connaître leur opinion sur le marché et la manière dont ils se positionnent en conséquence. Il est rare pour un fonds de fonds de laisser un fonds sous-jacent sous-performer pendant plus d'un trimestre ou deux, mais BLI considère que l'horizon à long terme dépasse le prochain trimestre. Pour Matthieu Boachon, « *Il faut faire confiance au gérant et ne pas accorder trop d'importance aux performances à court terme* ». Tant que le gérant s'en tient à la politique qu'il s'est fixée et que la sous-performance ne persiste pas, BLI ne verra pas de raison de vendre.

Construction du portefeuille: thèmes durables et cycles courts

La construction du portefeuille est le défi le plus important pour le particulier. Choisir un fonds est une chose, mais combiner les fonds pour diversifier les risques et tirer parti des tendances majeures constitue une activité à plein temps.

La première étape pour l'équipe fonds de fonds de BLI est l'allocation stratégique en fonction des thèmes les plus durables à long terme. Vient ensuite l'allocation tactique, qui consiste à identifier

des points d'inflexion dans les marchés et à positionner le portefeuille pour profiter des hausses et baisses temporaires de certaines classes d'actifs. Ainsi, même si la Chine et le marché de l'énergie représentent des investissements privilégiés à long terme, le gérant craignait en 2010 une surchauffe de l'économie chinoise pouvant conduire à des pertes importantes pour le portefeuille. Pour Tanguy Kamp, gérant de fonds de fonds chez BLI: « *Le cours des actions et l'inflation connaissaient en Chine une croissance très rapide. Nous avons donc allégé quelque peu notre allocation d'origine – qui*

était de 12% – afin de limiter les effets d'une baisse temporaire ». L'une des convictions fortes de BLI concerne la hausse durable du prix des matières premières. Mais toutes ne performant pas au même rythme et en même temps. Ainsi, en 2010, BLI a relevé la pondération des fonds dédiés aux matières premières agricoles (*soft commodities*), compte tenu de la raréfaction des terres arables disponibles.

Selon Tanguy Kamp: « *la croissance démographique, en particulier dans les marchés émergents, s'accompagne d'une augmentation du pouvoir d'achat et d'une plus*



Tanguy Kamp, Portfolio Manager.

grande consommation de viande. Pour produire cette viande, il faut davantage de céréales». Après l'effondrement des cours du pétrole en 2009, BLI avait anticipé un rattrapage en 2010 et réalisé une allocation tactique en conséquence. Mais, plutôt que d'acheter des fonds pétroliers ou des contrats à terme (*futures*), BLI a investi dans des fonds indiciels (*trackers*) russes, en substitution au pétrole.

En effet, l'indice russe, composé à 95 % de valeurs pétrolières, est à la fois moins cher et plus sûr que les contrats à terme (*futures*) sur l'énergie, d'autant que ces derniers comportent des risques cachés.

La composition du portefeuille de fonds de fonds est ainsi régulièrement ajustée pour tenir compte de l'évolution macro-économique. Fabrice Kremer, responsable de la sélection de fonds de tiers, précise : «*Nous avons une très bonne idée de la manière dont chaque gérant se comporte selon les différents marchés et choisissons ceux qui correspondent à notre analyse macro-économique*».

Convaincu que le désendettement restera une priorité pour les pays industrialisés dans les années à venir, les analystes de BLI choisissent des gérants de fonds qui partagent leur anticipation d'une évolution des marchés sans orientation précise. Comme l'explique Fabrice Kremer : «*Nous privilégions les fonds mixtes, qui offrent à la fois des qualités défensives et des opportunités de croissance*».

Fabrice Kremer, Fund Analyst.



Cohérence et persévérance

Enfin, la création d'un fonds de fonds obéit à des règles très similaires à celles de la sélection de valeurs boursières. Les mêmes qualités de recherche et d'analyse sont nécessaires. Selon Fabrice Kremer, la méthodologie qu'applique BLI pour choisir des fonds est cohérente avec son approche en matière de sélection de titres. Ainsi, le fonds de fonds :

- ▶ respecte ses engagements fiduciaires auprès de ses clients ;
- ▶ investit uniquement dans des fonds offrant la liquidité nécessaire ;
- ▶ se tient à l'écart des fonds BL, ainsi que des fonds de la maison mère, pour éviter tout conflit d'intérêts ;
- ▶ n'utilise aucun effet de levier ;
- ▶ intègre uniquement des fonds dont le niveau et la structure des commissions sont raisonnables ;
- ▶ fait l'objet de tests de cohérence et d'un suivi régulier.

L'intérêt pour les fonds de fonds reste intact

Un certain scepticisme entoure les fonds de fonds et, dans une large mesure, cette prudence est fondée. Nombreux sont ceux qui n'ont pas tenu leurs promesses aux investisseurs. Pourtant, quand un fonds de fonds s'appuie sur une méthodologie de recherche et de gestion solide, il permet à l'épargnant d'accéder aux tendances de long terme et aux marchés de niche, avec une moindre exposition au risque et à la volatilité. L'investisseur profite ainsi d'une plus grande diversification de son portefeuille et d'un potentiel plus élevé de rendement à long terme.

(1) *Do UK retail investors buy at the top and sell at the bottom?*

Andrew Clare et Nick Motson, Cass Business School, 2010.

(2) *Source : Efama.*

(3) *Source : Investment Company Institute.*

Gestion du risque : les outils sont un leurre

Le risque est un concept abstrait. Cependant, depuis la crise financière, investisseurs et régulateurs exigent, de la part des sociétés de gestion, des preuves concrètes de leur bonne maîtrise du risque.

À l'échelle mondiale, ces exigences découlent des accords conclus entre les pays du G20 pour s'attaquer de front au risque systémique. Le G20 a chargé le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque des règlements internationaux (BRI) d'élaborer un cadre de référence pour la gestion du risque. En complément du rapport de cette collaboration (novembre 2011), les autorités de régulation nationales de nombreux pays ont déjà adopté leurs propres mesures en la matière.

Une réaction on ne peut plus raisonnable. De nos jours, rares sont les épargnants qui sont prêts à placer leur argent sans s'interroger sur les risques et la manière dont il va être géré. Ce comportement logique encourage en outre les gérants d'actifs à être plus transparents sur ce qu'ils font et comment ils le font. Il s'agit certainement là d'un progrès par rapport à la

situation antérieure à 2008, où les investisseurs posaient trop peu de questions avant d'investir et où les promoteurs et distributeurs de fonds ne souhaitaient pas ou ne savaient pas fournir les informations nécessaires sur leurs investissements et leurs procédures.

Le danger des systèmes standardisés

Mais il se peut aussi que cette obsession mondiale pour le risque ait des conséquences inattendues, dont la plus grave serait que, dans de nombreuses sociétés de services financiers, comme dans les entreprises d'autres secteurs, le risque soit géré comme un concept distinct. Une sorte de réaction, voire de surréaction aux critiques selon lesquelles nombre d'entreprises et sociétés de gestion courraient des risques inacceptables à la veille de la crise financière.

Toute une industrie s'est bâtie autour du risque et les sociétés d'investissement disposent désormais d'une large gamme d'instruments de mesure, de procédures et de systèmes de gestion du risque. La plupart, d'ailleurs, ont nommé des directeurs du risque.

Cependant, ces sociétés achètent souvent leurs systèmes aux mêmes fournisseurs. Par conséquent, les méthodes de gestion du risque deviennent de plus en plus standardisées et toutes ces sociétés pourraient bien finir par gérer des portefeuilles ayant les mêmes profils de risque.

Une telle corrélation accroît le risque systémique et celui auquel sont exposés les portefeuilles individuels.

De fait, certaines enquêtes indiquent que les tentatives pour réduire le risque, menées à l'échelle du secteur, vont probablement se solder par un échec⁽¹⁾.

Quel est donc le meilleur moyen de gérer le risque ? Est-il possible, voire souhaitable, d'essayer d'atténuer tous les risques connus ?

« *Le risque n'est pas une activité à part* », déclare Guy Wagner, directeur général de BLI - Banque de Luxembourg Investments. « *C'est une question de procédures et de personnes. Il s'agit de bien comprendre notre métier, nos investissements, puis de travailler en équipe pour chercher à améliorer encore ce niveau de compréhension.* »



Joël Reuland, responsable actions.

Pour bien gérer le risque d'investissement, il faut choisir une méthodologie facile à comprendre pour la société de gestion comme pour ses clients. « Nous n'investissons que lorsque nous comprenons l'actif en question », précise Joël Reuland, responsable actions chez BLI.

Certains secteurs échappent à toute analyse rationnelle

Cet impératif exclut la moindre allocation en faveur des sociétés de services financiers. « Même avant la crise financière, nous étions très peu exposés aux services financiers », déclare Joël Reuland. Dès la fin 2007 et face à l'opacité du secteur, les fonds BL ont vendu la plupart de leurs avoirs dans les services financiers. Comme l'explique Joël Reuland : « Il faut être capable d'analyser les bilans, ce que l'on ne peut pas faire avec de grandes banques mondiales. J.P. Morgan et Goldman

Sachs publient des rapports annuels pouvant aller jusqu'à 300 pages, avec 200 pages d'annexes. Même après avoir lu les 500 pages en question, vous n'en saurez pas davantage sur ce qu'elles font réellement ». Alors que le cours de l'action Goldman Sachs, par exemple, avait considérablement augmenté sur la période 2003-2006, BLI a évité le titre, car la façon dont la banque gagnait de l'argent n'était pas claire. « Rien ne nous incitait à prendre le train en marche », ajoute Joël Reuland, « et il semble que la suite nous ait donné raison. »

Pour un investisseur, il est tout aussi difficile de cerner le secteur des services aux collectivités. Son évolution défie toute analyse dans la mesure où l'environnement politique et réglementaire du secteur est instable. Les rendements, qui dépendent de politiques tarifaires, sont à la fois soumis à des facteurs

macro-économiques peu accessibles et, de surcroît, peuvent être manipulés par des tiers. « Le secteur des services aux collectivités n'est pas un marché libre et les marchés contrôlés constituent un risque », précise Joël Reuland. « Ce constat vaut également pour d'autres marchés, dont les services financiers, les matières premières, etc. Les investisseurs doivent tenir compte du facteur réglementaire dans un certain nombre de secteurs et évaluer le risque que cela représente. »

Tester la validité des idées reçues

Outre la compréhension de chaque investissement en particulier, la gestion du risque consiste à adopter ou à élaborer une philosophie, basée sur des théories éprouvées et non sur des idées reçues. Par exemple, l'idée selon laquelle la dette souveraine est sûre ou

« sans risque » est de plus en plus remise en question. Les gérants de fonds commencent à étudier des hypothèses qui auraient été jugées excentriques il y a peu, comme par exemple : les titres de créance des grandes entreprises sont des investissements plus sûrs que la dette des grandes économies européennes. Ou encore : la dette souveraine des pays émergents est d'une qualité supérieure à celle des marchés développés. À ce propos, Guy Wagner déclare : *« Peut-être que le surcroît de volatilité lié à la dette des marchés émergents est le prix à payer pour réduire le risque à long terme. En tout cas, définir le risque lié à un actif par sa volatilité historique est sans utilité ».*

Guy Wagner et son équipe, à l'instar d'autres sociétés de gestion de fonds, sont tenus par les régulateurs d'utiliser certains outils de gestion du risque, mais BLI n'y a pas recours pour la sélection de titres ou la construction du portefeuille. BLI s'appuie plutôt sur la sélection d'investissements classiques (dits *« plain vanilla »*), excluant notamment les *hedge funds* et les matières premières, ainsi que les produits structurés qui comportent des variables de type optionnel, difficiles à modéliser. L'équipe supprime autant que possible le risque de marché en utilisant des instruments de couverture et en évitant de répliquer les indices de marché (*bêta*).

« Les outils quantitatifs ne sont pas très utiles dans notre métier », déclare Guy Wagner. L'important

« Peut-être que le surcroît de volatilité lié à la dette des marchés émergents est le prix à payer pour réduire le risque à long terme. »

est d'avoir une méthodologie judicieuse et performante et de l'appliquer de façon cohérente. Cette simplicité et cette régularité valent également pour la construction du portefeuille. BLI applique des critères simples pour décider de la pondération d'une valeur au sein du portefeuille : le niveau de confiance du gérant et la décote du cours par rapport à la juste valeur de l'action.

Cohérence et humilité

Le plus grand risque pour le capital des investisseurs pourrait bien être l'excès de confiance et l'auto-satisfaction. Nombre de gérants de fonds se sont en effet effondrés car, après avoir rencontré un certain succès, ils ont cru détenir la pierre philosophale. Ils ont, par la suite, perdu tout contrôle sur leur méthodologie, comme sur l'équipe en charge des investissements. Parfois, la société de gestion s'est tellement développée que les structures de management n'ont pas suivi, entraînant une baisse de la qualité du travail accompli à tous les niveaux.

Finalement, la gestion de portefeuille est un art difficile. Enregistrer de bonnes performances, mois après mois et année après année, est un défi que peu de gens peuvent relever. C'est avant tout une question d'opiniâtreté. « Vous

devez vous en tenir à votre méthode et avoir le courage d'investir ou de ne pas investir lorsque les autres opérateurs du marché font exactement l'inverse », explique Joël Reuland. *« Au fil des ans, notre performance s'est améliorée grâce à un surcroît de rigueur et non en faisant quelque chose de nouveau ou de différent. »* Or, une approche disciplinée est de loin plus facile à mettre en place et à maintenir dans une petite société de gestion. Lorsque les collaborateurs sont à portée de main, la simplicité de la communication et les nombreux contacts informels entre collègues facilitent l'application d'une méthodologie. Pour BLI, une chose est sûre : *« small is beautiful ».* On peut certes penser qu'il ne s'agit pas là d'un mécanisme de gestion du risque des plus sophistiqués, mais la plupart des investisseurs ont assez entendu parler de structures complexes pour le restant de leur vie d'épargnant.

(1) Dans une enquête réalisée en 2011 pendant la conférence du Cass-Capco Institute sur les risques, 51 % des personnes interrogées ont indiqué qu'elles ne croyaient pas à l'efficacité des réglementations actuelles pour prévenir une nouvelle crise.

Une méthodologie éprouvée

Le risque, quand les gérants de BLI - Banque de Luxembourg Investments parlent de leurs fonds, c'est que les investisseurs s'endorment», déclare Christian Fischer, directeur général de Fondspark. «*Tout vous semble familier au point d'être ennuyeux.*» À première vue, on ne décèle pas ici de vibrant hommage rendu à BLI, mais Christian Fischer s'empresse d'ajouter: «*Une chose est sûre, cependant, ce qu'ils font est efficace sur le long terme. Leurs fonds rapportent à leurs clients et aux nôtres et ce, sans prise de risques inappropriés.*»

Fondspark, qui sélectionne des fonds de placement pour les banques publiques allemandes, est l'un des nombreux distributeurs européens de fonds BL. Malgré une certaine ironie, les commentaires de Christian Fischer en disent long sur la confiance qu'inspirent la méthodologie d'investissement et les procédés mis en œuvre par BLI. Et Christian Fischer de poursuivre: «*Lorsque nous présentons les fonds BL à nos clients, nous n'avons jamais besoin de nous arrêter pour répondre à des questions. Un réel changement par rapport aux nombreux fonds sophistiqués*

ou quantitatifs qui cherchent à créer un avantage synthétique.»

Des performances avérées

Comme beaucoup d'autres banques privées, BLI gère les placements de ses clients en interne, en les confiant à une équipe d'investissement dédiée. Depuis de nombreuses années, BLI s'est ainsi forgé un excellent historique de performances et une réputation de fiabilité auprès de ses clients, que nombre de marques mondiales de la gestion d'actifs pourraient lui envier.

Cependant, les fonds BL restent en grande partie confidentiels pour le monde extérieur. Alors que les grands noms de la gestion

de portefeuille au niveau international n'hésitent pas à recourir à tout l'arsenal du marketing transfrontalier pour alimenter la croissance de l'encours, BLI se tient à l'écart des projecteurs. Quand ses concurrents attirent l'attention en lançant régulièrement de nouveaux fonds dans des secteurs «tendance», les collaborateurs de BLI se contentent de faire leur métier, appliquant jour après jour une méthodologie éprouvée à sa gamme existante de fonds. Rien de bien excitant. Plutôt «ennuyeux», même, à en croire Christian Fischer. Quelle est la particularité de BLI? Pourquoi ses distributeurs actuels plébiscitent-ils la société de gestion?

*Luc Bauler,
Equity Fund Manager.*



Une structure solide

Anders Bladh, directeur général d'Intervalor, qui choisit des fonds pour des investisseurs institutionnels nordiques, apprécie notamment la structure de BLI. Le soutien d'une société mère bien capitalisée, la Banque de Luxembourg, inspire confiance aux investisseurs, tandis que l'équipe BLI, particulièrement compacte, est une garantie de continuité et de cohérence. «*BLI peut s'appuyer sur un puissant actionnaire, mais les gérants d'actifs n'en sont pas moins libres dans leurs décisions*», déclare Anders Bladh. Comme la banque privée est une activité de long terme, les gérants de BLI ne reçoivent jamais d'instructions de la part de la maison mère leur demandant de modifier leur stratégie d'investissement ou d'accroître le risque qu'ils prennent en phase de sous-performance.

Anders Bladh ajoute : «*Tous les membres de l'équipe se connaissent, respectent leur manager et s'entendent bien les uns avec les autres. Résultat : une forte motivation et un turnover réduit. Or, dans l'univers de la gestion d'actifs, la rotation des gestionnaires étant généralement élevée, il s'agit là d'un réel avantage*». Intervalor préfère les gérants de fonds ayant de fortes convictions aux simples opérateurs de fonds indiciels enfermés dans leur système. La méthodologie BLI permet d'assurer un faible *bêta* (volatilité des fonds inférieure à celle de leur indice de référence), grâce à de solides règles régissant les décisions d'achat ou de vente d'actifs. «*Une petite équipe est également un atout à*

Ivan Bouillot, Equity Fund Manager.



cet égard», déclare Anders Bladh. «*Les lignes de communication sont réduites, de sorte que les décisions d'allocation peuvent être adoptées rapidement.*»

Dans la cour des grands

Certains clients d'Intervalor s'inquiètent parfois à l'idée que l'équipe BLI puisse ainsi gérer des portefeuilles mondiaux avec juste une poignée de personnes. Comment font-ils pour assurer la recherche et le suivi de milliers de titres sans disposer de très grandes équipes d'analystes, avec les ressources idoines ? Pour Anders Bladh, la réponse est simple : le processus d'investissement est rodé depuis si longtemps que ce sont les mêmes titres qui reviennent dans les portefeuilles BLI. «*Ils connaissent leurs valeurs de prédilection, ils les ont analysées dans les moindres détails depuis des années. Ils s'intéressent uniquement aux sociétés ayant démontré depuis longtemps leur solidité, sans se laisser distraire par chaque nouvelle introduction en Bourse. Ils négocient leurs*

valeurs préférées aux prix de vente ou d'achat optimal. C'est une méthode efficace.»

BLI a beau n'intéresser que peu d'investisseurs en dehors de la société mère, ses performances et la rigueur de sa méthodologie sont telles que les fonds proposés commencent à gagner du terrain. Ils attirent notamment des investisseurs ayant des perspectives de long terme similaires, intéressés par les obligations fiduciaires de BLI, à l'égard des clients de la banque privée. Cette clientèle a permis le développement d'une approche prudente, mettant l'accent sur la protection contre le risque à la baisse.

Aussi les family offices, fonds de dotation et fonds de pension, ayant des engagements à long terme sont-ils au cœur des efforts commerciaux de BLI.

Franchir les limites de la banque privée est un processus progressif. Mais la crédibilité de BLI s'accroît de jour en jour, au fur et à mesure que s'accumulent l'expérience et les succès.

L'exception luxembourgeoise

L' autorité de régulation et les décideurs politiques du Luxembourg font campagne depuis de nombreuses années pour attirer au Grand-Duché des sociétés de gestion de fonds et des gérants individuels. Mais le succès du pays comme centre de distribution international, notamment pour les fonds UCITS, constitue paradoxalement un obstacle à l'extension de son champ d'activités. Le fait est que le Luxembourg

est perçu dans le monde entier comme une place de distribution et non de gestion de fonds.

Si plusieurs sociétés d'investissement ont envisagé la possibilité de réinstaller tout ou partie de leurs activités de gestion au Luxembourg, rares sont celles qui sont allées jusqu'au bout de leur projet. Certaines pensent encore qu'en Europe, le Luxembourg n'est pas une place financière aussi reconnue que Londres, Francfort

ou Paris et qu'elle n'offre pas les mêmes niveaux d'accès aux courtiers, aux traders ou aux bourses, voire aux rumeurs qui courent sur les marchés.

Pour d'autres, toutefois, c'est exactement la raison pour laquelle le Luxembourg est un endroit idéal pour la gestion de portefeuille. Les appels constants des courtiers, le flot continu d'informations et le bruit de fond créé par la horde des



Banque de Luxembourg, boulevard Royal.

spécialistes financiers peuvent être un important facteur de distraction quand l'analyse des marchés, des sociétés et des actifs exige le plus grand calme. Dans le tumulte des grands centres financiers, les professionnels de l'investissement peuvent finir par perdre leur discipline et se laisser influencer par l'opinion et le comportement du plus grand nombre.

Dans les grandes villes, le gérant de fonds indépendant craint de se distinguer : si tous achètent cet actif, pourquoi pas moi ? Une attitude qui peut aboutir à une perte de sens critique et à l'inclusion dans le portefeuille d'actifs de mauvaise qualité, comme ce fut le cas à la veille de la crise financière.

« *Isolés du bruit du marché, il nous est plus facile de nous concentrer sur le processus d'investissement et sur rien d'autre* », déclare Guy Wagner, directeur général de BLI - Banque de Luxembourg Investments, l'une des rares sociétés d'investissement du pays dotée d'une équipe complète d'analystes et de gérants de portefeuille.

Le fait d'être basé au Luxembourg offre aussi d'autres avantages, ne serait-ce que la proximité avec les

clients de la société mère. Au lieu d'investir dans un fonds géré dans un centre financier lointain, les clients savent que le placement de leurs actifs s'effectue en interne en tenant compte de leurs intérêts particuliers. « *Je pense que les clients apprécient de savoir que le contrôle sur leur argent est exercé à l'endroit même où se trouve leur conseiller bancaire* », déclare Guy Wagner. De plus, les clients installés au Luxembourg ont la possibilité de s'entretenir en tête à tête avec les gérants de fonds BL et d'assister à leurs séminaires et présentations.

Pour les investisseurs internationaux, la gestion de leur portefeuille au Luxembourg offre l'avantage d'une plus grande diversification de leurs investissements, et donc d'une protection face à l'effondrement brutal de telle ou

telle catégorie d'actifs. Alors que les sociétés de gestion en France et en Allemagne, par exemple, ont tendance à être centrées sur les actifs de leur pays, les marchés financiers du Luxembourg sont, comparativement, peu profonds et les investisseurs du Grand-Duché ont, nécessité oblige, une longue expérience des placements à l'international. Pour ce qui est de l'accès à des fonds de tiers, l'univers offert aux investisseurs basés au Luxembourg est très large, du fait de la réglementation UCITS, qui permet d'accéder à des fonds domiciliés n'importe où en Europe.

« *Le Luxembourg confère de nombreux avantages aux gestionnaires d'actifs et à leurs clients. Quant aux inconvénients, honnêtement, je n'en vois pas* », conclut Guy Wagner.

« Les investisseurs du Grand-Duché ont, nécessité oblige, une longue expérience des placements à l'international. »



Comprendre la gestion d'actifs

Quelques définitions utiles

Actions

Les actions sont des titres représentatifs d'une partie du capital de l'entreprise qui les émet. Elles rapportent généralement un dividende, issu de la distribution des bénéfices de la société, et donnent un droit de vote à leur détenteur lors de l'assemblée générale des actionnaires.

Allocation d'actifs

Sélection d'instruments financiers (actions, obligations, produits du marché monétaire, etc.) en fonction du risque que les investisseurs souhaitent prendre et de leurs convictions en matière d'investissement. L'allocation d'actifs stratégique concerne les investissements à long terme et l'allocation tactique, les ajustements de portefeuille à court terme en réaction à une information sur une entreprise, un secteur ou une économie.

Classes d'actifs

Les différentes catégories d'investissements sont connues sous l'appellation de «classes d'actifs». Les principales classes d'actifs sont les actions, les obligations, les actifs immobiliers et les instruments du marché monétaire. Les actions et les emprunts d'État européens sont des exemples de classes d'actifs.

Fonds d'investissement

Un fonds d'investissement regroupe l'épargne d'un grand nombre d'investisseurs qu'il place en actions, obligations et instruments du marché

monétaire. Les fonds, gérés par des professionnels, permettent aux investisseurs d'effectuer des placements en titres même à partir de montants peu élevés. Grâce à la diversification des fonds, les investisseurs sont mieux protégés face à la volatilité des marchés qu'en investissant directement dans des instruments financiers spécifiques. En regroupant l'épargne de nombreux investisseurs, le gérant du portefeuille peut accéder à une large gamme de titres, auxquels des investisseurs individuels ne pourraient prétendre. Cette diversité induit une répartition des risques, tous les titres n'accusant pas des pertes en même temps. Au lieu d'investir directement dans des actions ou des obligations, certains fonds investissent aussi dans d'autres fonds afin de diversifier les placements ou d'accéder à des marchés plus éloignés ou complexes. C'est ce qu'on appelle les «fonds de fonds».

Fonds obligataires

Les fonds obligataires investissent principalement dans des titres à revenu fixe: obligations d'État (ou bons du Trésor), obligations d'entreprise ou obligations émises par des collectivités locales.

Fonds actions

Ces fonds investissent principalement en actions, même si certains d'entre eux détiennent également des liquidités. Les fonds actions peuvent être groupés par zone géo-

graphique (Europe, États-Unis, etc.), par thème d'investissement (valeurs de croissance) ou par secteur d'activité (pharmacie, médias, technologie, etc.).

Flux de trésorerie disponible (Free cash flow)

Le flux de trésorerie disponible constitue une mesure de performance financière; il est calculé en effectuant la différence entre les encaissements (recettes) et les décaissements (dépenses). Pour une société, il représente les liquidités disponibles après paiement des investissements.

Gestion active

Les gérants de fonds actifs effectuent leur propre travail de recherche et d'analyse et sélectionnent les titres en conséquence. Leur objectif est souvent de générer un rendement supérieur à celui d'un indice ou d'un univers de référence donné, en obtenant des informations plus complètes que le marché dans son ensemble ou en analysant les données disponibles de façon plus pertinente.

Gestion passive

Ces investissements génèrent exactement le même niveau de rendement qu'un indice donné. Il s'agit essentiellement de fonds indiciels ou de trackers. La plupart des marchés se prêtent à un investissement passif, notamment les marchés des actions et des obligations, des matières premières, de l'immobilier et certains

pays ou régions pris individuellement.

Investissements alternatifs

Il s'agit d'investissements autres que les placements traditionnels (actions, obligations, cash). À titre d'exemple, les hedge funds, l'immobilier et les matières premières sont considérés comme des investissements alternatifs.

Investissement socialement responsable (ISR)

L'ISR s'est développé au cours des dix dernières années au point de jouer un rôle à part entière dans l'univers de la gestion de portefeuille. Il se fonde sur l'analyse des entreprises du point de vue de leur impact sur l'environnement, sur leurs diverses parties prenantes et sur la société au sens large. Le principe sous-jacent est le suivant : le titre de toute entreprise dont les activités sont préjudiciables à l'environnement ou à la société finira tôt ou tard par se replier en Bourse.

Long only

Une stratégie longue (« long only ») est un type de gestion basé sur l'achat/vente, consistant à acheter des titres sous-évalués ou au fort potentiel haussier.

Marchés développés

Par « marchés développés » on entend en général l'Europe, les États-Unis et le Japon. Historiquement, ces marchés ont été plus stables et moins volatils que d'autres moins bien connus, mais cette perception est en train de changer depuis la crise financière.

Marchés émergents

L'Asie, l'Amérique du Sud, l'Europe de l'Est et la Russie sont les principaux marchés émergents. Cependant, ces marchés ne constituent pas un groupe homogène ; certains sont plus stables que d'autres ou affichent un niveau de croissance supérieur. De l'avis général, les marchés émergents ont mieux surmonté la crise financière que les marchés développés.

Quant aux marchés de taille plus réduite, comme l'Afrique, ils sont parfois désignés sous l'appellation de « marchés frontière ».

Multigestion

Gestion d'un portefeuille dans le cadre d'un véhicule de placement unique (en général, un fonds d'investissement) donnant accès à des gérants de fonds du monde entier, dûment sélectionnés. Grâce à une plus grande diversification, ce mode de gestion peut offrir un meilleur contrôle des risques que l'investissement dans un seul fonds.

Obligations

Titres de créance émis par une entreprise ou un État en vue de financer ses investissements. L'emprunteur ou émetteur s'engage à rembourser à une date donnée tandis que le prêteur ou investisseur perçoit un coupon calculé d'après un taux d'intérêt préalablement convenu. Le capital est, en règle générale, restitué à l'échéance. À l'instar d'une action, une obligation peut être revendue pendant sa durée de vie. Certaines obligations sont proposées à des investisseurs désireux de conjuguer un revenu régulier et la préservation de leur capital.

Price earning ratio (PER)

Le price earning ratio est le rapport entre le cours de Bourse d'une société et son bénéfice par action. Il sert de référence pour comparer la valeur de l'action d'une société par rapport à une autre.

Recherche/analyse fondamentale

Les gérants de fonds procèdent soit à une analyse quantitative, soit à une analyse fondamentale, soit aux deux. L'analyse quantitative consiste en l'étude de données numériques, le plus souvent à l'aide d'ordinateurs, tandis que la recherche fondamentale prend en considération tous les facteurs susceptibles d'influer sur le succès ou l'échec de l'entreprise ;

aussi des entretiens avec les responsables et dirigeants de cette dernière sont-ils souvent nécessaires.

Risque de marché

Les fonds d'investissement enregistrent des variations de leur valeur net d'inventaire (VNI) susceptibles d'entraîner des pertes ou des gains pour l'investisseur. L'importance de ces variations dépend des instruments dans lesquels le fonds investit (actions, obligations, etc.) ainsi que de l'évolution du marché. Plus le type d'investissement est agressif, au sens où il vise des performances plus dynamiques, plus le risque croît.

Risque de transparence

En l'absence d'informations suffisantes sur la stratégie d'un fonds, l'investisseur risque d'être exposé à une gestion plus agressive que prévu. Aussi conseillera-t-on aux investisseurs de ne pas investir dans des placements qu'ils ne comprennent pas.

Tracker

Un fonds tracker est un fonds qui vise à répliquer la performance d'un actif ou d'un indice spécifique.

UCITS

Les directives « undertakings for collective investment in transferable securities » (« UCITS ») sont un ensemble de directives européennes prévoyant une série de règles communes régissant le fonctionnement, la gestion et le contrôle de fonds de placement. Elles permettent à des fonds d'être commercialisés au sein de l'Union européenne sur base de l'aval d'un des pays membres.

Volatilité

Elle mesure les fluctuations du cours d'une action ou d'un fonds. Plus la volatilité est élevée, plus le risque lié à l'investissement dans l'action ou le fonds est grand.

BANQUE
DE LUXEMBOURG
