

Processus d'investissement : du *benchmark* à la gestion de conviction

José Garcia Lopez

La gestion de conviction permet de procéder à des choix d'investissement non pas en fonction de la composition d'indices de marché mais en fonction de croyances fermes.
Étude de cas.

“Depuis quelques mois, nous passons d'une gestion benchmarkée, qui cherche à obtenir une évolution des valeurs équivalente à celle d'indices de référence (CAC 40, Eurofirst 80, SP 500...) à une gestion de conviction, orientée vers une performance absolue, libérée de la dictature des benchmarks”, explique Dominique Macé, directeur de la gestion institutionnelle de la banque Barclays.

Jusqu'à présent, les marges de liberté par rapport à ces indices, les *tracking-errors*, étaient très faibles. Résultat : les OPCVM actions de la banque réalisaient des performances moyennes. L'ambition de l'établissement, à savoir doubler ses actifs et atteindre dix milliards d'euros en portefeuille d'ici à 2010, suppose aussi qu'il modifie son processus d'investissement. Aujourd'hui, ce dernier repose sur une répartition thématique des actifs. Une dizaine de thèmes d'investissement ont été sélectionnés par les équipes de la banque pour les six à douze mois à venir.

Une dizaine de thèmes

À eux seuls, les deux premiers thèmes de la liste (“Reprise de l'investissement” et “Allemagne”) représentent entre 30 % et 40 % des portefeuilles gérés par notre établissement. “Nous sommes convaincus qu'il est nécessaire de financer et développer les capacités de production dans des secteurs tels que l'électricité ou le raffinage, confie M. Macé. Les probabilités que des valeurs comme Alstom, Siemens ou Technip surperforment sont très fortes.”

L'Allemagne a été choisie en raison de ses réformes entreprises afin d'améliorer sa compétitivité. “En 2006, les résultats des sociétés allemandes, restructurées plus tardivement que leurs voisines, devraient progresser plus que la moyenne européenne.”

Vient ensuite en bonne place le thème des “fusions-acquisitions” et des rapprochements, favorisés par le retour à la profitabilité des entreprises et le niveau des taux d'intérêt.

Autre créneau, le vieillissement de la population qui se traduit par l'augmentation de la demande de produits de santé, soins, loisirs ou épargne.

L'idée du "nouveau consommateur" correspond, quant à elle, aux modifications des styles de consommation. *"Des phénomènes comme l'Ipod d'Apple, le business model d'eBay, l'émergence de Skype, l'offre triple play de Free, les interactions entre téléphone mobile, musique et vidéo chez Vivendi Universal nous intéressent beaucoup. Dans le domaine du prêt-à-porter, Zara ou H & M ont aussi des modèles économiques réussis qui s'appuient sur une rotation rapide des collections."*

Dernier exemple de thématique : les bénéficiaires de la mondialisation. L'apparition de nouvelles classes riches dans les pays émergents comme la Chine ou l'Inde profite ainsi à des valeurs comme LVMH, Porsche ou les banques de gestion de fortune...

Gestion structurée

Pour gérer suivant des convictions, le flair ne suffit pas. La méthode obéit à une certaine rigueur et à des processus décisionnels d'investissement contraignants. Structurée, la gestion de conviction repose sur un contrôle des risques important. On est loin ici d'une stratégie fluctuante ou d'une "gestion girouette". La banque élabore ainsi une matrice lui permettant d'attribuer un niveau de risques financiers à chacune de ses valeurs. Le taux utilisé pour calculer l'actualisation des *cash-flows*, le *discounted cash-flows*, varie en fonction du risque de la société. Ce type de gestion prend également en compte les aléas liés à des facteurs environnementaux, juridiques ou à la gouvernance d'entreprise. Un système qui n'empêche pas d'investir sur des valeurs risquées dont la valorisation est jugée suffisamment attractive : *"Air Liquide représente une bonne classe de risque. Michelin et Casino, du fait de leur structure juridique en commandite, sont pénalisés dans notre modèle. Leur classe de risque est donc plus élevée."*

Les convictions des gérants sont aussi étayées par des visites d'entreprises. Le responsable de la gestion évite d'investir dans un domaine qu'il

ne comprend pas. Il souligne l'importance de connaître au mieux les affaires dans lesquelles il investit : *"Nous analysons la composition de certains conseils d'administration pour y déceler des personnalités indépendantes ou au contraire trop de consanguinité."*

Ni growth, ni value

De fait, avec la gestion thématique, le pari ne porte pas sur un secteur mais sur la réalisation d'une anticipation macroéconomique. Conclusion, si cette vision s'avère juste, le risque est moindre. *"À titre d'exemple, les probabilités de se tromper sur les perspectives de l'électricité en Europe dans les années à venir sont faibles"* souligne Dominique Macé.

Dès l'instant où une société analysée correspond aux thèmes, elle peut être intégrée au portefeuille. Le gestionnaire n'a pas à choisir entre l'approche *growth*, qui privilégie les valeurs de croissance, ou la méthode *value*, qui recherche des valeurs décotées au potentiel de valorisation jugé attractif. *"Même si, dans le contexte actuel de croissance économique mondiale, affirme Dominique Macé, nous misons plus sur les effets positifs de la reprise pour les entreprises que sur des valeurs sous-cotées."*

Si le choix des valeurs est essentiel, en conséquence la tendance des marchés compte moins : *"La gestion de conviction permet de nous isoler des tendances aléatoires, des taux très bas et des primes de risque très élevées"*, souligne-t-il. Enfin, la gestion peut aussi se décliner dans les stratégies d'investissement sur les marchés obligataires.

Autant d'atouts qui nous ont incités à adopter ce style de gestion et de se lancer, grâce à elle, dans une stratégie de conquête de capitaux. **n**