

—INVESTIR

Jeudi 21 février 2008

—FONDS DE PLACEMENT -**Les liquidités restent un moyen prisé pour traverser les périodes d'incertitude**

En ces temps de crise, les positions en cash peuvent prendre un cinquième d'un portefeuille de fonds. Ce réflexe standard des gérants fait souffrir les marchés.

—christian affolter

La crise a remis l'adage au goût du jour: «Cash is king». Ainsi, beaucoup de gérants de fonds d'actions ont recours aux liquidités, pour limiter les dégâts et pour disposer des réserves nécessaires en cas de vague de retraits massifs de capitaux. Plus important encore: elles permettent de rebondir au plus vite dès que des signes de reprise se manifestent. Deux grands fonds en actions de DWS, le Vermögensbildungsfonds I et l'Akkumula, ont une part en cash supérieure à 15%. Carmen Weber, co-gérante de ces véhicules réunissant plus de 8 milliards d'euros, en explique le bien-fondé: «Avant la correction de janvier, l'affaiblissement de la conjoncture n'était pas reflété dans les cours des titres. Tout au début de l'année, nous avons ainsi augmenté notre part en liquidités. Le niveau actuel des marchés actions offre les premières opportunités intéressantes, mais nous restons généralement prudents.» Elle rejoint ainsi la tendance forte qu'a dégagée le dernier sondage de gérants de Merrill Lynch (voir «L'Agefi» du 15 février).

Les valeurs liquides souffrent le plus de la décapitalisation

Si l'impact des fonds de placement sur les marchés financiers reste limité en tant que tel (la capitalisation actuelle de la SWX est d'environ 1.200 milliards de francs, après une destruction de capital de 269,1 milliards de mai 2007 à janvier 2008), la politique d'allocation appliquée par les gérants est pourtant révélatrice de l'ambiance générale. L'histoire récente risque ainsi de se répéter: après l'éclatement de la bulle Internet, le marché suisse était entré dans une période de décapitalisation de plus de deux ans, diminuant le capital investi de moitié, avant de se reprendre en avril 2003. D'après Marc Hänni, gérant de fonds en actions suisses chez Vontobel, ce sont surtout les valeurs liquides, guère touchées avant le mouvement de constitution des réserves, qui en souffrent.

A force de vouloir attendre les meilleures opportunités, les investisseurs semblent ainsi prolonger la crise en retenant les liquidités dont le marché a besoin. Marc Hänni a déjà mis un terme à cette phase: «Dans des marchés baissiers, beaucoup de gérants manquent le premier mouvement de reprise, parce qu'ils attendent trop longtemps sur les belles opportunités. Et ils ont peur que le cours du titre n'ait pas encore atteint le plancher. En janvier, nous avons réduit notre position en cash, détenue depuis au moins trois mois. Les titres d'entreprises ayant publié de bons résultats annuels accompagnés de perspectives prometteuses pour 2008 ont d'ailleurs enregistré des gains. Mais la confiance n'est pas encore de retour, il n'y a pas de tendance claire.» Le pessimisme ambiant peut constituer un signal positif

Pour Peter Heim, co-gérant du WMP Global Equity, qui avait détenu en moyenne plus de 20% en liquidités depuis octobre dernier, le mois de janvier a également offert de bonnes occasions. Il a réduit le cash de 19,8% en décembre à 10,3%. Les gérants qui, comme lui, veulent aller à l'encontre de la tendance générale ont reçu des indications claires: «Parmi les fonds en actions du marché allemand, les réserves détenues en cash et obligations ont atteint la part la plus élevée depuis plus de deux décennies. Ce

pessimisme ambiant, ainsi que les ventes massives parfois irrationnelles, nous ont incités à prendre des positions dans des titres sélectionnés.» En toute logique, pour lui, les réserves en liquidités élevées détenues par les gérants de fonds constituent un signal positif du point de vue anticyclique. Le cash peut faire partie intégrante de la stratégie

L'analyse fondamentale reste cependant le critère déterminant pour l'investissement: «Nous cherchons de bonnes entreprises sous-évaluées à forte croissance dans des branches attrayantes.» Peter Heim a constitué de nouvelles positions dans des grandes capitalisations. Dans le fonds Franklin Mutual Global Discovery, les liquidités pèsent également pour plus d'un cinquième du portefeuille. Jean-François Grün, responsable des ventes de FranklinTempleton, relève néanmoins que, notamment dans les fonds appliquant la stratégie «deep value» (seulement des entreprises dont le titre évolue à 60% ou moins de sa valeur réelle sont prises en considération), la part en liquidités peut être forte également dans des périodes haussières: «Elle est une résultante du processus de sélection des titres. Ces fonds investissent dans des sociétés qui, sur le long terme, ne dépendent pas de l'évolution des marchés.» La documentation souligne que «si le gérant ne peut pas trouver des titres correspondant à ses critères, il a toujours préféré détenir du cash.» Celui-ci fait donc partie intégrante de la stratégie, même si sa part est censée évoluer sans aucun lien direct avec les marchés. Car «fondamentalement, accuser un manque à gagner vaut mieux qu'une perte», souligne Ricardo Payro de la Banque Syz. D'autant plus qu'une part détenue en cash n'est pas toujours synonyme de moins de risque dans le portefeuille. Cela peut également relativiser la demande aux gérants d'être «purs» dans leur approche, afin de permettre notamment aux gestionnaires indépendants de déterminer l'allocation d'actifs des portefeuilles de leurs clients sans se retrouver avec une surpondération en liquidités. «La mission, c'est avant tout de penser aux intérêts de l'investisseur», estime Ricardo Payro. Vu sous cet angle, la part en cash paraît même un moindre mal: «En fait, les privés n'ont souvent ni le temps, ni les moyens pour réagir rapidement et préfèrent que le gestionnaire défende leur capital. Les professionnels sont bien informés sur l'approche de gestion. En somme, il n'y a donc pas de tromperie sur la marchandise.» Car même les ratios prix-bénéfice, si souvent déclarés «historiquement bas» pour étayer la thèse d'une sous-évaluation des marchés, sont sujets à caution. Les premières publications de résultats d'entreprises non financières devraient donner des indications sur le besoin de réviser les prévisions de bénéfice à la baisse. «Avant de reprendre confiance, les investisseurs ont besoin de visibilité», résume Ricardo Payro.

Suivre les moutons qui paniquent est une ânerie

«A côté des bulls et bears, il y a aussi des ânes», lance Peter Huber, gérant chez StarCapital. Soit ceux qui vendent leurs titres dans des mouvements de panique. Même si les petits investisseurs sont réputés pour suivre les tendances au plus mauvais moment, au point que leur entrée sur le marché peut constituer un signal négatif, les acteurs plus aguerris n'y échappent pas. A l'instar des produits agricoles (certains parlent de «pork cycle», les effets des investissements déclenchés par les prix élevés de la viande de porc conduisent à une abondance de l'offre et une chute des prix, réduisant d'autant les investissements...), les marchés ont depuis toujours été volatils et cycliques. Dans les portefeuilles des fonds gérés par Peter Huber, les certificats bonus prennent la place des liquidités. «Nous ne sommes plus les seuls à y avoir recours», constate-t-il. Dans des marchés en stagnation ou en légère baisse, ils permettent de limiter les dégâts tout en offrant un bonus si le sous-jacent n'a jamais franchi la barrière inférieure. C'est donc un moyen de laisser le capital investi dans les marchés, tout en offrant une certaine sécurité. Ces certificats permettent même de participer aux gains de cours. «Mais il faut renoncer aux dividendes», relève le gérant de StarCapital.

C'est dans les périodes difficiles que se révèlent les compétences des gérants, qui ne devraient ainsi pas utiliser la constitution de réserves comme un argument-prétexte pour cacher un éventuel manque d'idées. Une gestion plus active des réserves en liquidités a le

potentiel d'aider les marchés et en même temps de générer plus de performance.

La créativité des gérants se trouve parfois trop limitée par les contraintes liées à la stratégie de placement

Les gérants de fonds investissant dans des secteurs en forte baisse inspirent presque la compassion, tant ils paraissent contraints à placer leur argent dans des titres dont ils ne sont pas vraiment convaincus. Marc Hänni de Vontobel le confirme: «Certains de nos concurrents détenant plus de 10% en cash sont en manque d'idées.» Toutefois, les apparences sont trompeuses, au point que Ricardo Payro de Syz affirme le contraire: «En général, un gérant a plutôt trop d'idées que pas assez.» Les gérants de fonds indépendants vont encore plus loin. Peter Huber décrit ainsi les directives ayant cours dans les grands établissements: «Les gérants sont jugés en fonction de leur tracking error, leur déviation par rapport à l'objectif fixé. Leur marge de manœuvre est très restreinte. Pour cette raison, beaucoup de gérants fondent leur propre société.» Et il souligne les libertés qu'il prend par rapport à ce style de gestion: «Nous nous écartons volontairement de notre indice de référence. Une partie de notre allocation diffère fortement de celle de l'indice. Les fonds qui ne font que sur- et souspondérer les titres par rapport à l'indice, ce qui est une philosophie passive, auront des difficultés énormes en raison de la place toujours plus importante que prennent les ETF. Ces fonds-là seront condamnés à disparaître, laissant la place aux ETF et aux fonds offrant des spécialités.» Il serait encore pire de considérer le cash en tant que contributeur positif à la performance du fonds: «C'est la mise en abîme de la gestion active», critique Marc Hänni. Pour l'instant, les contraintes renforcent les mouvements sur les marchés: «En janvier, les bonnes performances étaient rares - à l'exception des capitalisations les plus petites (moins de 100 millions de francs), parce qu'il y a moins d'institutionnels qui investissent dans ce segment», constate le gérant de Vontobel. Ce mois-là, les effets du retrait de liquidités du marché actions étaient donc très tangibles, au point que des titres considérés relativement liquides ont peut-être même rejoint le camp des illiquides. - (CA)