

OPPORTUNITÉS DE FIN DE CYCLE



Une décennie de stimulation monétaire a poussé les valorisations des classes d'actifs vers des niveaux extrêmes. Cela conduit logiquement à avoir une attitude plus défensive concernant les choix d'allocation d'actifs. Cela libère en revanche des opportunités de fin de cycle, permettant d'être plus offensif sur les idées et les choix relatifs. L'identification de telles opportunités passe par une bonne compréhension du contexte global doublée d'une capacité *bottom-up* et *cross-asset* pour exprimer ces idées. Notre univers d'opportunités se décompose en trois blocs: Core, thématiques et opportunistes.



Emmanuel Ferry
Directeur des Investissements
Responsable de la gestion de PBS Investments

9 idées de fin de cycle

	Classe d'actifs	Description
Core	1 Actions	Stratégie WISE : Capter l'alpha <i>tout terrain</i> en Europe
	2 Obligations	Stratégie CARE : Allocation core avec couverture systématique
	3 Matières Premières	Gold+ : Optimiser son exposition à l'Or
Thématiques	4 Actions	Value aux Etats-Unis
	5 Actions	Value dans les EM
	6 Actions	Rendement au Japon
Opportunistes	7 Taux	Inflation
	8 Taux	Le spread US-Allemagne
	9 Actions	Long Healthcare / Short Staples

Source : Banque PBS SA

1. Dans le bloc *Core*, qui vise à s'exposer à des classes d'actifs, la première idée concerne les Actions européennes. La classe d'actifs est attractive dans le contexte de diversification en dehors des marchés américains. Mais au-delà la pure exposition indicielle, il convient d'être en situation de capter un alpha additionnel. La structure fragmentée du marché européen en fait un vivier d'alpha qu'il est possible d'exploiter de façon systématique. Notre programme de sélection de valeurs WISE construit des portefeuilles fortement diversifiés (*afin d'éviter toute concentration de facteurs*) dont la performance ne dépend pas de l'environnement *top/down*. Les sources d'alpha sont réparties sur l'ensemble des secteurs, des styles et des thèmes. Le programme WISE repose principalement sur l'analyse exhaustive

et disciplinée des données fondamentales des sociétés (*moteur de performance à long-terme*). WISE intègre l'analyse des dynamiques de marchés afin d'améliorer la performance de court terme et d'éviter les pertes permanentes. L'objectif est de générer 4% d'alpha avec une *tracking error* de 4%. La normalisation du marché européen permet de réaliser cet objectif.

2. Dans le compartiment obligataire, le contexte actuel nécessite une remise en question de l'approche traditionnelle. Après 30 ans de baisse quasi ininterrompue des taux d'intérêt, les investisseurs obligataires ont fortement réduit les maturités moyennes des portefeuilles et ont été forcés d'augmenter les risques de crédit dans leurs portefeuilles afin de conserver un certain niveau de rendement. L'inconvénient des stratégies de type *Short Duration* est leur corrélation accrue avec les actifs risqués. Ces approches réduisent donc le pouvoir diversifiant d'une l'allocation obligataire au sein d'un portefeuille. La stratégie CARE superpose à une allocation *Core* (*Obligations d'Etat et Investment Grade*) une stratégie de couverture optionnelle afin de protéger le portefeuille contre une hausse importante des taux longs. Cette

OPPORTUNITÉS DE FIN DE CYCLE

stratégie de couverture est financée par une allocation maîtrisée en obligations à Haut Rendement.

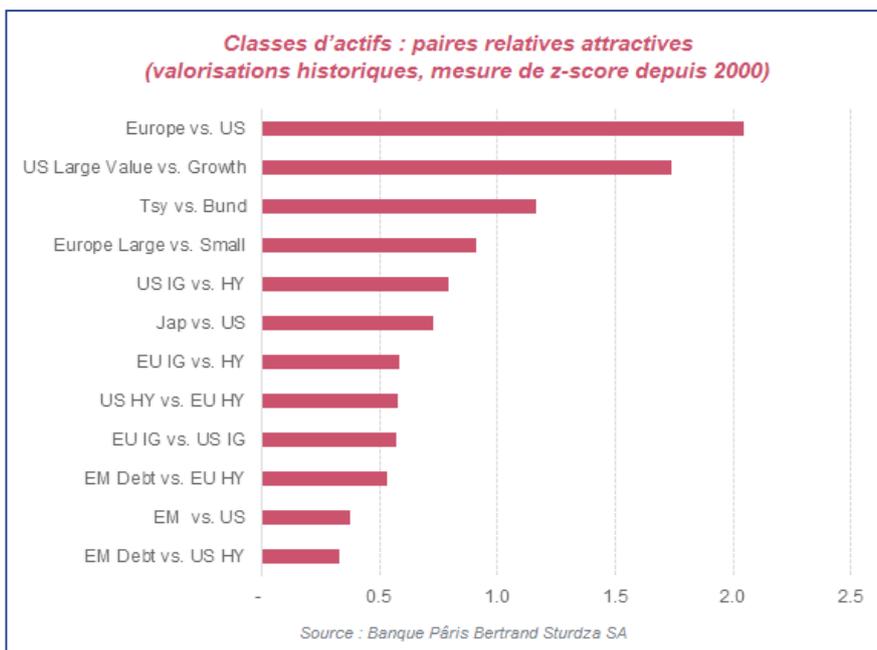
3. Avoir une exposition sur l'Or redevient pertinent. La vente d'option sur l'Or est souvent utilisée afin de générer du rendement sur les positions en Or. L'approche de "Carry Dynamique" sur l'Or vise à générer un rendement additionnel dont la performance ne dépend pas des phases haussières ou baissières de l'Or. Les sources de portage sont optimisées en fonction des tendances sur l'Or. L'approche "Carry Dynamique" repose sur la vente systématique d'option (*call et put*) sur l'Or. La vente de call est pertinente en marché baissier alors que la vente de put est plus optimale en cas de marché haussier sur l'Or. L'approche intègre un modèle de suivi de tendances afin de déterminer le régime (*haussier ou baissier*) sur l'Or et vendre le type d'option le plus approprié. Cette approche est susceptible de générer un surplus de performance de 4% par rapport à l'Or avec une *tracking error* de 6%.

4. Au sein du bloc thématique, le style Value est attractif dans les marchés émergents. La prime du style Croissance est particulièrement marquée par rapport au style Value, résultant d'un excès structurel d'aversion pour le risque depuis la crise financière et d'une croissance économique anémique. L'accélération des profits des sociétés de type Value (+27% vs. +6% pour les sociétés de type Croissance en 2017) n'est pas reflétée dans les prix (+16% vs. +25% à fin juillet). Pour implémenter l'idée du Value dans les EM, il convient de prendre en compte des

critères de valorisation au sens large, afin d'éviter le risque de concentration. Notre stratégie consiste à combiner valorisation attractive et solidité des fondamentaux à travers la rentabilité et la solidité du bilan. Cela permet de disposer d'une marge de sécurité. Le portefeuille est construit de manière à afficher la même exposition sectorielle que le MSCI EM. Malgré l'absence de biais sectoriels, notre portefeuille Value EM affiche une décote de valorisation économique de 33% (*EV/EBIT*) malgré une rentabilité et une croissance supérieure.

5. Le point d'entrée sur le Value aux Etats-Unis est attractif,

la prime de risque Value ayant connu sa pire décennie de tous les temps, avec une performance glissante sur dix ans négative. Les Actions Value ont pourtant connu la même progression des bénéfices que les Actions Croissance depuis le début du cycle en 2010. La surperformance du style Croissance provient uniquement d'une plus forte expansion de ses multiples de valorisation, les investisseurs ayant



tendance à sur-extrapoler la croissance passée des Mega Caps internet. Pour parvenir à un portefeuille Value (décote de près de 30% en P/E ou EV/EBIT) avec une croissance et une rentabilité supérieures au marché, il est important de combiner qualité des fondamentaux, diversification du risque dollar et absence de biais sectoriel.

6. Le thème du Revenu est approprié pour s'exposer aux Actions japonaises. L'économie japonaise présente plusieurs points cruciaux d'amélioration structurelle: *primo*,

OPPORTUNITÉS DE FIN DE CYCLE

le marché du travail ne s'est jamais si bien porté depuis l'éclatement de la bulle en 1989; *secundo*, le levier financier est au plus bas, tant sur une base historique que vis-à-vis du reste du monde. Le rendement total des Actions japonaises de 3% (*vs.* 4.2% aux Etats-Unis) a une marge considérable d'amélioration compte tenu du bas niveau du ratio de distribution (45% *vs.* 80% aux Etats-Unis) et du faible taux d'endettement (66% pour le ratio Dette/Capitaux propres). Notre approche de sélection de titres met l'accent sur la soutenabilité du rendement. La décote du portefeuille Revenu est significative (41% par rapport au marché en termes de ratio EV/EBIT) et est susceptible de se réduire à la faveur d'une rentabilité et d'une croissance supérieures.

7. Dans le bloc opportuniste, une approche cross asset permet d'identifier le thème de l'inflation. Sur les dix dernières années, l'inflation dans les pays développés a connu sa plus faible hausse depuis les années 1960. En effet, les prix ne sont montés en moyenne annuelle que de 1.6% aux US et de 1.3% en Allemagne. Malgré le caractère exceptionnel de la période en question (*choc déflationniste de la crise de 2008*), les marchés obligataires anticipent aujourd'hui une répétition de cette tendance sur les dix années à venir. Les valorisations des obligations adossées à l'inflation sont particulièrement attractives aujourd'hui. C'est la seule classe d'actifs qui intègre la répétition d'un tel scénario déflationniste. Les parties intermédiaires et longues des courbes européennes et US sont particulièrement attractives à condition de couvrir le risque de durée afin de ne garder que l'exposition aux attentes d'inflation.

8. Le spread de taux US – Allemagne constitue également une opportunité majeure. Un différentiel de taux important s'était créé au cours de l'année 2016 entre le marché des taux aux Etats-Unis et le marché européen. Depuis le début de cette année, les éléments qui avaient poussé le différentiel au plus haut niveau en presque 30 ans (*perspectives inflationnistes post-Trump aux US contre risque politique en Europe*) se sont fortement estompés (*inflation US*) voir inversée (*risque politique européen*). Les dynamiques macro opposées des six derniers mois ont poussé les taux longs US à la baisse alors que les taux en Europe ont augmenté. Cette dynamique s'est cependant limitée à la partie longue de la courbe (10Y+) et les maturités courtes (2 ans) n'ont pas encore commencé à converger. En effet, il reste beaucoup de place à la convergence sur la partie courte de la courbe. Le mouvement devrait donc se poursuivre mais poussé par les maturités courtes. Les portefeuilles obligataires globaux devront donc sous-pondérer les

allocations aux Obligations gouvernementales en Europe, en faisant particulièrement attention à couvrir la partie courte de la courbe (*vente de futures et/ou achat d'obligations à taux flottants*) au profit d'Obligations du Trésor américain dans les maturités courtes à intermédiaires.

9. Nous concluons ce passage en revue des opportunités par un arbitrage sectoriel, Long Healthcare / Short Staples. Ces deux secteurs ont comme point commun d'être constitués principalement de sociétés globalisées et d'avoir un faible bêta de marché. Le secteur des *Staples* est en revanche bien plus fortement corrélé aux taux d'intérêt et offre moins de relais de croissance structurelle que le *Healthcare*. Les *Staples* ont de facto un profil de substitut obligataire, avec un rendement dividende supérieur au *Healthcare* (2.8% contre 2.2%) mais une croissance des profits plus faible sur les 10 dernières années (+4.9% p.a. contre +6.9%). Le secteur est le plus cher de l'indice MSCI All Country avec un ratio cours/bénéfice prospectif de 20.2x, soit 20% de prime par rapport à la moyenne 10 ans, une prime qui ne survivra pas au dégonflement de la bulle obligataire. Le secteur du *Healthcare*, plombé en 2016 par les risques politiques, affiche aujourd'hui un ratio cours/bénéfice prospectif de 16.0x, ce qui correspond à une décote record par rapport aux *Staples*.

Emmanuel Ferry

Directeur des Investissements

Responsable de la gestion de PBS Investments
emmanuel.ferry@bkpbs.com

Emmanuel Ferry a rejoint la Banque Paris Bertrand Sturdza SA en 2009 comme directeur des investissements. Il est également responsable de la gestion de PBS Investments, qui comprend notamment les fonds diversifiés SMART et FAST et les fonds Actions WISE. Il a auparavant travaillé dans un fonds d'investissement global macro (gérant, responsable de la stratégie) et a occupé les fonctions d'économiste de marché / stratège dans différents établissements financiers (Exane BNP, BNP Paribas, HSBC). Il a commencé sa carrière à la Direction du Trésor (Ministère des Finances, Paris). Il enseigne à la Toulouse Business School. Emmanuel Ferry est diplômé d'un M.Phil de Finance et d'Economie Internationale à l'Université de Paris Dauphine. Il est Président de l'ISAG (Investment Strategists Association of Geneva) et membre du board éditorial de InvestmentEurope.



**PBS
INVESTMENTS**