
Commentaire – avril 2018

Changements d'allocation

Morningstar Investment Consulting
France
avril 2018



Clémence Dachicourt, CFA
Gérante de portefeuille Senior

Le regain de volatilité que nous avons connu en début d'année soulève bien souvent la question de savoir quels sont les principaux risques qui pourraient impacter les portefeuilles en 2018. Il en existe malheureusement un très grand nombre, les plus communément cités sont l'inflation, la dette, le risque politique ou encore la montée du protectionnisme. **Bien que tous ces éléments soient source d'inquiétude bien peu d'investisseurs évoquent une tendance bien plus négative, pourtant déjà observée et qui tend à s'accroître en période de stress : le trading c'est-à-dire le fait d'ajuster ou de changer continuellement les positions de son portefeuille.**

Dans les années 50 ou 60 la durée de détention moyenne d'une position dans un portefeuille était d'environ 6 ans, aujourd'hui elle est inférieure à 6 mois. Cela veut donc dire que beaucoup d'investisseurs se focalisent uniquement sur les deux prochaines saisons de publications de résultats financiers lorsqu'ils achètent ou vendent une action, or cette vision de court terme n'est absolument pas conciliable avec l'évolution des fondamentaux d'une entreprise. **En effet sur courte période la performance d'un actif s'explique principalement par des fluctuations souvent aléatoires de son prix de marché.** Sur moyen/long terme seule la capacité d'une entreprise à faire croître ses bénéfices, à créer de la valeur en réinvestissant ou à verser des dividendes comptent. Par ailleurs plus la volatilité des marchés augmente plus le taux de rotation observé augmente. **Le fait d'agir sur son portefeuille donne en effet le sentiment – souvent illusoire – de maîtriser la situation, afin de se rassurer. En fait cela contribue à détruire davantage de valeur - sauf pour les courtiers bien entendu...**

Quelle est donc notre analyse de la situation après la correction de début d'année ?

Nombre d'investisseurs ont-ils été inquiétés par l'éventualité d'une hausse plus importante que prévu du taux d'inflation et des taux d'intérêts américains. De notre point de vue peu de choses ont changé. Le cycle de reprise économique entame maintenant sa neuvième année or c'est la première fois que cette croissance est synchronisée entre l'Europe, les Etats-Unis et les pays émergents. Cela a bénéficié à l'ensemble des actifs risqués et en particulier aux actions qui ont cru de plus de 8,9% en 2017 dont 7% aux Etats-Unis. Les niveaux de valorisation nous montrent néanmoins très clairement que toutes ces bonnes nouvelles ont déjà été intégrées par le marché – la croissance économique est solide, les marges des entreprises sont souvent au plus haut mais les prix de nombreuses classes d'actifs sont désormais trop élevés – et ne se sont pas ajustés lors de la mini correction de début d'année. Même si l'histoire ne se répète pas elle rime et plus les actifs sont chers plus le risque de correction et donc de perte en capital est élevé. Après une période de croissance extraordinaire sur les marchés financiers, une correction serait normale voire plutôt saine.

Comment cela se traduit-il au sein de nos portefeuilles ?

De fait, nous sommes toujours très prudents, nous abaissons à nouveau notre exposition sur les classes d'actifs les plus risquées (actions, obligations à haut rendement) et conservons un niveau de liquidités élevé au sein de nos portefeuilles via le fonds en euros.

Nous réduisons notre exposition aux actions asiatiques au profit de la zone Euro et du Royaume-Uni.

Bien que les actions émergentes demeurent une classe d'actifs qui présente des opportunités de rendement ajustées du risque intéressante, leur bonne performance ainsi que le potentiel plus faible d'amélioration des bénéficiaires par actions des entreprises nous amènent à prendre des profits en particulier sur les fonds spécialisés sur les actions asiatiques. **Nous vendons notre position sur Fidelity Asia Focus et réduisons notre poids sur Magellan**, un fonds émergent diversifié mais dont l'exposition à l'Asie est relativement importante. Nous rééquilibrions notre exposition sur la zone grâce aux fonds **Fidelity Emerging Markets ou Lazard Actions Emergentes, plus diversifiés**.

Nous augmentons le biais domestique de nos portefeuilles afin de réduire notre exposition au risque de change. Au sein de la poche actions cela nous amène à privilégier la zone Euro par rapport à Europe - la moitié des actifs de cette zone étant exposés à une devise autre que l'euro (franc suisse, couronne suédoise, danoise, norvégienne, livre sterling). L'amélioration de l'environnement économique et celle des résultats des entreprises en zone euro se sont traduites par des révisions à la hausse des attentes du consensus en termes de bénéficiaires par actions ainsi que par une poursuite des flux entrants sur la classe d'actifs. Les multiples de valorisation de la région ne nous semblent malgré tout pas excessifs comme c'est le cas pour d'autres classes d'actifs.

Nous avons vendu le fonds DNCA Value Europe du fait de niveaux de frais jugés trop élevés. Dans un environnement où les rendements prospectifs sont atténués par la cherté des classes d'actifs il nous semble primordial de baisser les coûts afin de préserver le capital de nos investisseurs. En parallèle, nous avons **remplacé les fonds investis en actions européennes de Blackrock par les fonds Schroder ISF Euro Equity / BGF Euro Markets** sur lesquels nous avons davantage de conviction. Enfin, nous prenons des profits sur les petites et moyennes valeurs européennes en vendant le fonds Fidelity European Smaller Companies.

➤ Arbitrages sur les actions américaines :

Tout en maintenant une nette sous exposition aux actions américaines nous avons procédé à quelques rebalancements et arbitrages sur cette poche. Nous avons diversifié notre exposition actuelle en introduisant une petite exposition aux petites et moyennes valeurs via **le fonds Schroder ISF US Small and Mid Caps**.

➤ Changements effectués au sein de la partie obligataire :

Sur la partie obligataire nous sortons des obligations à haut rendement car nous pensons que les niveaux de spreads actuels ne sont pas suffisamment élevés pour compenser les risques de perte en capital.

Nous préférons introduire de la diversification au sein de la poche en **augmentant notre exposition aux obligations publiques européennes** (via le fonds HSBC Euro Gvt Bonds) **et américaines** de façon indirecte via le fonds M&G Global Macro exposé à majorité aux obligations du trésor américain.

La dette émergente demeure la classe d'actifs dont les rendements prospectifs ajustés du risque sont les plus attractifs, en grosse partie du fait de la sous-valorisation des devises émergentes par rapport à l'euro. Nous restons donc très exposés à cette catégorie mais **réduisons notre exposition au fonds Templeton Global Bond au profit de Pictet Emerging Local Currency Debt**. Bien que nous restions confiants sur le fonds de Templeton, nous avons des difficultés à intégrer ses paris sur les devises développées (long dollar, short euro et short yen) à notre portefeuille. Nous préférons exprimer nos convictions à travers un fonds plus purement exposé à la dette émergente en devise locale.

Nous maintenons une exposition relativement élevée au fonds en euros au sein de nos différents profils ce qui présente deux avantages : 1/protéger nos rendements en cas de correction de marché (ce que nous avons également fait en augmentant la durée de nos profils), et 2/ nous permettre de saisir de nouvelles opportunités d'investissement lorsqu'elles se présenteront.