

LE HUB

PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

> Plus d'informations :
Sur : www.hub.im.natixis.com

Actions émergentes : s'exposer purement aux sociétés et non au « bruit ambiant »

Points clé :

- Générer des performances régulières en exploitant le potentiel de croissance des pays émergents nécessite d'investir dans des sociétés recelant de véritables opportunités
- Il est pour cela impératif d'adopter une stratégie bottom-up bénéficiant d'une active share élevée en investissant dans des entreprises de petites et moyennes capitalisations, de grande qualité et en forte croissance, tout en affichant une faible tracking error et une volatilité proche de celle de l'indice de référence
- Une telle approche permet de concentrer les risques sur les expositions souhaitées, à savoir sur des valeurs spécifiques et non sur des secteurs, des pays ou des thématiques
- Le dispositif de gestion des risques doit également limiter l'impact potentiellement négatif des biais comportementaux, qui incitent les gérants de portefeuille à privilégier les valeurs avec lesquelles ils sont les plus familiers

Quelle est la meilleure stratégie pour investir sur les marchés émergents ? Il n'est guère nécessaire de convaincre la plupart des investisseurs du potentiel de croissance des marchés émergents, malgré les difficultés que ces derniers pourraient devoir affronter. Toutefois, générer des performances régulières en exploitant ce potentiel de croissance n'est pas un exercice aisé et nécessite d'adopter une approche centrée sur des sociétés recelant de véritables opportunités, et non une approche globale.

Une active share élevée et une faible tracking error

"Il n'y pas si longtemps, les investissements sur les marchés émergents étaient très dépendants des vues macroéconomiques" déclare Stéphane Mauppin-Higashino, fondateur et responsable des stratégies Actions Emergents d'Ostrum. "Tout dépendait des allocations géographiques et des positions sur les devises. Ces facteurs ne sont plus suffisants pour construire une thèse d'investissement car ils ne déterminent plus la surperformance ni le positionnement compétitif".

C'est pourquoi Ostrum a développé une approche bottom-up dédiée aux marchés émergents dont la seule source de performance est la sélection des valeurs, afin de s'affranchir du "bruit" du marché.



Stéphane Mauppin-Higashino,
CFA,
CEO Asia
Global Head Emerging Equities
Ostrum Asset Management

L'objectif est d'identifier une cinquantaine d'entreprises parmi les 7 000 présentant des caractéristiques indéniables en termes de croissance et de qualité. Autrement dit, les entreprises affichant les meilleures perspectives de croissance des bénéfices et les taux de rendement du capital les plus élevés.

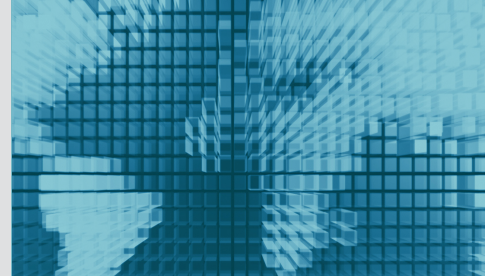
A ce stade, une question clé se pose : comment isoler ces caractéristiques du "bruit" du marché et développer un processus d'investissement fondamental véritablement pur. "Très peu de gérants pratiquent un véritable stockpicking", poursuit Stéphane Mauppin-Higashino. "Il existe deux manières de démontrer aux clients la pureté de votre approche de sélection : d'une part l'attribution des performances et d'autre part le niveau de la tracking error et sa décomposition".

En d'autres termes, la performance peut-elle s'expliquer par l'amélioration des fondamentaux des entreprises individuelles, ou par des facteurs macroéconomiques ? Si la performance du portefeuille est dû à sa sensibilité à certains facteurs tels que le prix du pétrole ou les taux d'intérêt, le processus a probablement été "pollué" par le "bruit" du marché. Ce qui ne constitue pas un stockpicking pur.

LE HUB

PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



Intéressons-nous maintenant à la tracking error. De nombreux investisseurs pensent que la sélection des valeurs implique une tracking error élevée. Pourtant, rien ne prouve que cela soit le cas. Une tracking error trop élevée est souvent liée à des expositions factorielles trop importantes à certains secteurs ou pays, et peut se traduire par une volatilité très importante.

“Nous sommes des adeptes de l'approche bottom up”, estime Stéphane Mauppin-Higashino. “Mais comme nous savons également qu'un indice de référence peut se révéler important pour la plupart des investisseurs, nous cherchons à respecter autant que possible sa structure, tout en maintenant une active share élevée. Cela peut sembler contre-intuitif, mais nous sommes la preuve vivante que cela était possible”.

Se protéger des risques les plus manifestes

Comment procéder ? Comment est-il possible d'identifier 50 actions des marchés émergents à forte croissance, de grande qualité, susceptibles d'appartenir aux segments des petites ou moyennes capitalisations, tout en maintenant une faible tracking error et une volatilité proche de celle de l'indice de référence ?

Le développement des structures de marché a largement contribué à l'approche d'Ostrum. En effet, avec la multiplication des émissions d'actions (plus de 7 000 entreprises émergentes sont désormais cotées sur les marchés internationaux), le potentiel d'une stratégie englobant tous les segments de capitalisation a nettement augmenté ces dernières années. La profondeur accrue des marchés a donné naissance à un univers plus vaste et de meilleure qualité, également composé de nombreuses entreprises petites et moyennes procurant une multitude d'opportunités de diversification.

Ostrum formule une opinion à l'égard de l'ensemble de l'univers à l'aide de capacités d'analyse à la fois quantitatives et humaines, qui font l'objet d'une itération permanente afin de repérer des opportunités d'ajustement et d'éventuelles incohérences.

Concrètement, Ostrum utilise un système de sélection reposant sur des outils technologiques afin de filtrer l'intégralité de l'univers des marchés émergents. Cette sélection est opérée en fonction des convictions fondamentales d'Ostrum en appliquant 20 critères distincts permettant d'attribuer des scores aux différents titres en matière de croissance et de qualité, et de dresser une longue liste de valeurs susceptibles d'intégrer le portefeuille.

Il arrive que ce processus identifie des valeurs méconnues. Si l'équipe d'Ostrum apprécie leur profil (historique de l'entreprise, ses produits, la concurrence, etc.), elle cherchera ensuite à s'entretenir avec les équipes de direction. Ostrum rencontre près de 1 000 entreprises par an, soit environ 130 par membre de l'équipe d'investissement.

En fin de chaîne, le mécanisme d'itération permanent implique de contrôler le portefeuille sur les indicateurs de qualité et de croissance, à partir de cette même base de données, et de vérifier ainsi s'il est susceptible d'atteindre son objectif de surperformance d'environ 4 %.

Le portefeuille qui en résulte présente une active share inhabituellement élevée de 80 % (80 % de risque spécifique) et pondère de manière importante les entreprises de petite capitalisation en forte croissance. Les risques sont concentrés sciemment sur des valeurs individuelles, et non sur des secteurs, des pays ou des thématiques.

Éviter les biais, stopper les pertes

À l'image de la recherche en investissement, la gestion du risque repose à la fois sur des outils technologiques et le jugement humain pour décider des titres à acheter et à vendre. Les valeurs sélectionnées doivent afficher un potentiel de hausse d'au moins 35 %.

Le jugement humain joue également un rôle important pour éviter les biais de style, géographiques et sectoriels.

Le processus d'investissement évite scrupuleusement les paris géographiques, par exemple s'exposer à la Thaïlande en raison du risque

politique ou surpondérer les entreprises manufacturières chinoises et indiennes dans le cadre d'une thématique spécifique. Que ce soit au niveau géographique ou sectoriel, l'histoire montre qu'il existe toujours des entreprises affichant d'excellents profils en matière de croissance et de qualité.

Le processus bottom-up permet donc de limiter les biais, tout en maximisant l'active share. Au cours des trois dernières années, cette approche a permis d'obtenir une volatilité plus faible que celles des indices de référence.

Le processus bottom-up exige obligatoirement des travaux de recherche approfondis, ce qui conduit parfois certains gérants de portefeuille à trop s'attacher à des valeurs spécifiques, dont la sous-performance réelle peut se révéler difficile à accepter. C'est pourquoi Ostrum utilise un mécanisme automatique de stop-loss pour extraire les émotions de l'équation.

“Même les bons gérants de portefeuille se trompent 40 % du temps. Nous les aidons donc à privilégier les intérêts de leurs clients à leur fierté personnelle”, explique Stéphane Mauppin-Higashino. “D'où la mise en place de notre système stop-loss”. Ce système est rarement utilisé dans les stratégies long-only, qui disent s'affranchir des turbulences grâce à une recherche solide et de fortes convictions. Mais selon Stéphane Mauppin-Higashino, une telle approche est dangereuse dans le cadre d'une stratégie concentrée assortie d'une active share élevée.

Le meilleur des deux mondes

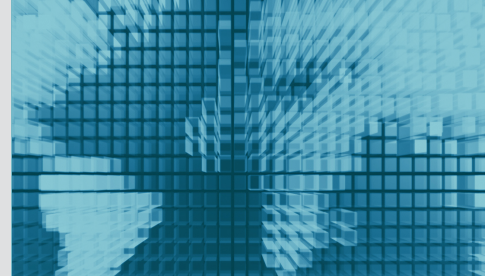
Certaines stratégies dédiées aux marchés émergents sont gérées depuis l'Europe ou les États-Unis, d'autres à l'échelon local. Ostrum préfère répartir les membres de son équipe Marchés émergents entre l'Asie et l'Europe car cela lui permet d'offrir “le meilleur des deux mondes”.

D'une part, cette structure permet de mettre en place une équipe tournée vers l'international et dotée d'un large

LE HUB

PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



éventail de compétences. Le fait d'être présent localement est un atout pour analyser les petites et moyennes capitalisations car les analystes et les gérants de portefeuille peuvent s'entretenir directement avec les équipes de direction dans leur propre langue et ainsi avoir accès à des informations de meilleure qualité.

D'autre part, cette présence multi-sites se traduit par une approche plus disciplinée, selon Stéphane Mauppin-Higashino. Et de poursuivre "Quand vous possédez plusieurs implantations, vous devez vous assurer que vos principes d'investissement sont explicites, que le corpus de règles est partagé auprès de tous les collaborateurs et que les outils utilisés sont les mêmes". "Il est donc nécessaire d'atteindre un niveau de détail qui va bien au-delà de ce qui est nécessaire lorsque l'équipe est regroupée dans le même bureau, et de veiller au respect absolu de l'identité de gestion et de son approche". Cela permet d'avoir des caractéristiques communes représentant votre signature à travers toute la gamme.

Le moment est-il venu d'investir ?

Dernier aspect important, le timing : le moment est-il venu d'investir sur les marchés émergents ?

"Il y a trois ans, j'avais déclaré que les marchés émergents étaient très risqués", rappelle Stéphane Mauppin-Higashino. "Les niveaux d'endettement étaient élevés, le cycle était mal orienté et la rentabilité du capital était plutôt faible".

Ces 18 derniers mois, les perspectives se sont sensiblement améliorées grâce notamment à l'augmentation des bénéfices des entreprises des pays du nord de l'Asie et du secteur technologique, et à la diffusion de cette tendance à d'autres régions et secteurs.

Les risques ne sont plus domestiques mais extérieurs. Les plus importants concernent les États-Unis avec le cycle des taux d'intérêt, la valorisation actions et les mesures protectionnistes.

Les derniers résultats trimestriels publiés par les entreprises émergentes ont témoigné d'une augmentation des chiffres d'affaires et des marges.

Même au Brésil, qui souffre d'une situation défavorable sur les plans politique et économique, les fondamentaux s'améliorent et devraient entraîner les valorisations dans leur sillage.

Conclusion

Une approche "pure" de stockpicking est en mesure de sélectionner les entreprises les plus dynamiques opérant sur des marchés en pleine croissance, et elle peut également être source de surperformance si le marché est pénalisé par certains facteurs extérieurs.

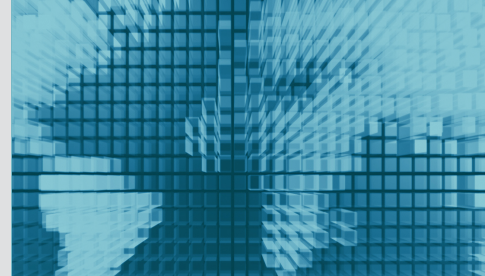
C'est l'avantage offert par un processus d'investissement doté d'une identité unique, se caractérisant à la fois par une active share très élevée et une volatilité inhabituellement faible. Cette approche est simple, intuitive mais aussi atypique dans l'univers des fonds long-only investis sur les marchés émergents.

Écrit le 13 juin 2018

LE HUB

PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



Le présent document et ses contenus constituent une présentation conçue et réalisée par Natixis Investment Managers et Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables et sont fournis uniquement à des fins d'information aux clients professionnels. Les analyses et opinions mentionnées dans ce document représentent la vision de l'auteur mentionné au 13 juin 2018 et peuvent être soumis à changements. Il n'est en aucun cas garanti que les points présentés dans ce document se dérouleront tel qu'anticipés. Ce document ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie.

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Natixis Investment Managers Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Ostrum Asset Management

Un affilié de Natixis Investment Managers
Société Anonyme
Capital €50 434 604.76
Agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)
sous le numéro GP 90-009
RCS Paris n°329 450 738
43 avenue Pierre Mendès France
75013 Paris
www.ostrum.com

Natixis Investment Managers

RCS Paris 453 952 681
Capital: €178 251 690
43 avenue Pierre Mendès France
75013 Paris
www.im.natixis.com