

Portzamparc Opportunités ISR – Podcast enregistré le 13/07/2022



Benjamin Glusot, gérant, fait le point sur Portzamparc OPPORTUNITES ISR

Portzamparc Opportunités ISR

Portzamparc Opportunités ISR est un fonds qui permet de vous exposer aux actions européennes de toutes capitalisations. Depuis 2021, l'ajout de la dénomination ISR signifie que le fonds est devenu un fonds ISR au sens de **la catégorie 1 de l'AMF et de l'article 8 SFDR**.

Ceci implique que **la gestion ESG** devient un élément central du processus de gestion et que le fonds surperforme largement son univers de référence sur les critères extra financiers.

Nous privilégions une allocation concentrée sur une sélection de **30 à 40 entreprises** avec un biais sur les grandes capitalisations.

Le processus de gestion repose sur **3 piliers fondamentaux**. Nous utilisons une **approche quantitative** basée sur le momentum des cours de bourse et les apports de la finance comportementale. Notre objectif est de mieux appréhender les dynamiques de long terme qui animent les marchés financiers afin d'adapter la structure de nos portefeuilles en fonction de leurs évolutions. En parallèle, nous réalisons une **analyse financière et extra financière des entreprises**, ce qui implique des rencontres régulières avec les dirigeants d'entreprises.

De la croissance inflationniste à la récession en moins d'un an ?

Le premier trimestre 2022 avait été marqué par le déclenchement du conflit Russo- Ukrainien et une **augmentation logique de la prime de risque sur les marchés d'actions, notamment européens**. Au cours des trois derniers mois écoulés, les anticipations des agents économiques ont largement évolué. Dans un premier temps, les sanctions financières prises à l'encontre de la Russie ont logiquement eu des répercussions très importantes sur les chaînes d'approvisionnement et le coût des matières premières. **Les anticipations d'inflation ont ainsi été revues en très forte hausse** et ce de manière durable. C'est probablement l'élément majeur de cette première partie d'année.

En effet, les différentes banques centrales n'ont eu d'autres choix que de faire de la lutte contre l'inflation leur priorité. Les programmes d'assouplissement quantitatifs ont été rapidement arrêtés et les premières hausses de taux interviennent plus rapidement que prévu et de façon plus agressive. Deux illustrations : il y a encore quelques semaines, la première hausse de taux de la BCE était attendue en fin d'année 2022. Désormais, elle devrait intervenir au cours de l'été. Ce sera la première hausse depuis 2011. De l'autre côté de l'Atlantique, la FED a **augmenté ces taux de 75 bps** en juin : une première depuis 1994. L'évolution du discours de J. Powell ne laisse que peu de doutes sur le fait que le resserrement se fera à un rythme élevé.

Les investisseurs ont d'ailleurs parfaitement intégré que pour la réserve centrale, la désinflation doit se faire et ce même au prix d'un fort ralentissement économique voire une récession.

Parallèlement, la résurgence de la pandémie de Covid en Chine a amené les autorités à agir drastiquement en multipliant les confinements stricts dans plusieurs grandes villes en vertu de la politique assumée du « 0 covid ».

Les signes d'une récession déjà visibles

La combinaison de ces éléments a déjà des conséquences sur plusieurs indicateurs macro-économiques. De manière globale, les indicateurs avancés que sont les PMI laissent déjà deviner un ralentissement à venir. La composante « nouvelles commandes » ralentit fortement. La confiance des investisseurs se réduit logiquement. Et plus important encore, notamment pour les économies occidentales, la confiance des consommateurs se dégrade rapidement.

Ainsi, vous l'avez compris, nous sommes passés très rapidement d'un scénario de croissance inflationniste qui faisait consensus en début d'année à une réflexion sur la probabilité d'une entrée en récession d'ici la fin de l'année 2022.

Ce contexte de fortes incertitudes et de tensions géopolitiques n'a évidemment pas été favorable aux marchés d'actions. L'Euro Stoxx NR, notre indice de référence a baissé de 18,55% au cours des derniers mois.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas un indicateur fiable des performances dans le temps.

Propos recueillis le 13/07/2022

Des secteurs qui souffrent

Parmi les plus importants détracteurs à la performance du fonds, nous retrouvons des entreprises qui ont pourtant connu un bon début d'année d'un point de vue opérationnel. **Arkema** (spécialiste des matériaux de performance) par exemple avait revu à la hausse ses objectifs de rentabilité lors de la publication des résultats du 2ème trimestre. Pour autant, les craintes croissantes de récession et de possibles rationnements du gaz à venir ont eu raison de la confiance des investisseurs. Le titre a connu un mois de juin calamiteux en perdant 24,55% ce qui ampute la performance du fond de 0,83% sur le trimestre.

Dans la même logique, les entreprises du secteur des matières premières ont fortement souffert en fin de trimestre. **Befesa**, spécialiste de la collecte et du recyclage des poussières d'acier et de résidus d'aluminium a été pénalisé à double titre : la dégradation des perspectives économique ont provoqué une forte baisse du prix des métaux industriels - son exposition croissante à la Chine (pays dans lequel l'entreprise vient de construire 2 usines) et qui a vu son activité perturbée en raison de la résurgence de la pandémie de Covid). Le titre pèse à hauteur de 0,8% sur la performance.

La troisième source de détracteurs est à chercher du côté des **valeurs de croissance**, notamment technologiques. Nous avons largement réduit notre exposition en début d'année. Cependant, des entreprises comme **ASML Holding**, l'un des principaux producteurs de matériel à destination des semi-conducteurs ou **Capgemini**, spécialiste des prestations de services informatiques ont coûté près de 1% de performance chacun. Là encore, les performances opérationnelles sont au rendez-vous avec des carnets de commandes en forte croissance. En revanche, elles ont continué de subir l'effet de normalisation de leur valorisation relative, mouvement caractéristique d'un environnement de remontée des taux..

Des valeurs défensives bienvenues

Dans ce climat boursier aussi dégradé, les sources de satisfaction sont forcément restreintes. Elles viennent principalement des **choix défensifs** que nous avons réalisés au cours du 1er trimestre. Ainsi, **Sanofi** (industrie pharmaceutique), **principale ligne du portefeuille**, bénéficie des effets de la stratégie mise en place par le nouveau management mené par Paul Hudson. La valorisation attractive combinée à l'amélioration de l'efficacité opérationnelle et à une revue des actifs du portefeuille lui permettent de **terminer en hausse de 11,76% sur le trimestre**.

Dans le secteur de l'énergie, **GTT** leader mondial de la conception de matériel pour le transport maritime et le stockage de GNL profite à plein du contexte et **s'adjuge 14,06%**. En effet, la nécessité pour l'Europe de réduire sa dépendance au gaz russe devrait favoriser la croissance de la demande de GNL et donc des capacités de transports. Le groupe enregistre d'ores et déjà sa meilleure année en terme de nouvelles commandes et devraient être en capacité de revoir à la hausse ses objectifs de long terme.

La configuration de marché actuelle nous a amenés à réaliser des choix d'investissement **plus défensifs**. Nous avons initié une position du **KPN**, leader du secteur des télécommunications au Pays-Bas. Le passage de quatre à trois opérateurs il y a quelques années dans ce pays, permet de réduire la pression concurrentielle.

Par ailleurs, il nous semble que la phase des forts investissements nécessaires au développement de la fibre et de la 5G touche à sa fin permettant d'améliorer la génération de trésorerie et donc de maintenir une politique de distribution avantageuse.

Nous avons également décidé de nous exposer au secteur alimentaire en intégrant **Danone** à notre sélection. La nouvelle direction entrée en fonction en septembre dernier met progressivement en œuvre sa stratégie. Les changements devraient déboucher sur une revue du portefeuille de marques et probablement des cessions d'actifs afin d'améliorer la rentabilité du groupe. Le défi est de taille mais la sous valorisation relative actuelle face aux pairs nous a incité à accompagner le groupe dans cette phase de transformation.

Un allègement des valeurs cycliques et de croissance

Du côté des ventes, nous avons travaillé à la réduction de notre exposition aux **valeurs les plus cycliques** et les plus chèrement valorisées. Nous avons notamment fortement **réduit notre exposition au secteur des matières premières** en perspective d'un prochain ralentissement. Nous avons réduit des deux tiers notre investissement dans **Norsk-Hydro**, leader mondial de la production d'aluminium. **Aperam** (sidérurgie) et **Bekaert** (spécialiste de la transformation du fer) ont été cédés en raison de leur exposition à la chine et leur forte sensibilité au prix des métaux.

En parallèle nous avons poursuivi les cessions des valeurs aux très fortes croissance en 2020 et 2021 et qui souffrent d'un effet de normalisation logique. Leur valorisation élevée dans un environnement de taux les pénalise fortement. **Eurofins Scientific** (laboratoires d'analyses), **Schneider Electric** (spécialiste de l'électronique) ou **Sartorius Stedim** (fournisseur d'équipement médical) ont ainsi été vendus ou à minima fortement allégés.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas un indicateur fiable des performances dans le temps.

Propos recueillis le 13/07/2022

Vers une accalmie à court- terme ?

L'exercice des perspectives est toujours complexe et à double tranchant. Cependant, il nous semble qu'à court terme les investisseurs ont largement intégré l'impact lié aux ruptures des chaînes d'approvisionnement et **du coût des matières 1ères**. Ils commencent à envisager une future récession comme probable. En revanche, du côté des entreprises, même si les incertitudes et les risques demeurent importants, les pressions inflationnistes ne semblent pas s'être accentuées.

A ce stade, le rythme des nouvelles commandes se normalise mais demeure élevé. A court terme, les résultats du second trimestre pourraient ne pas être aussi mauvais que les anticipations des analystes ne le laissent penser. Si les discours sur les perspectives des prochains mois ne se dégradent pas, nous pourrions profiter d'un mouvement ponctuel d'accalmie sur les marchés financiers.

Nous vous donnons rendez-vous pour un prochain point de gestion à la fin du trimestre. L'équipe commerciale et de la gestion se tiennent à votre disposition pour vous apporter les compléments d'informations que vous jugerez nécessaires.

