

PTAM Global Allocation 10/2023

Analyse de la gestion pour le trimestre en cours

PTAM Global Allocation est un fonds mixte qui s'adresse aux profils d'investissement neutres. L'allocation des actifs est déterminée sur la base de l'optimisation des critères d'utilité espérée de Von Neumann-Morgenstern. À cet effet, le gestionnaire calcule la différence entre les rendements attendus des différentes classes d'actifs et la variance (et l'asymétrie) de la répartition des probabilités de ces rendements. Les composants de risque sont pondérés à l'aide d'un coefficient d'aversion qui correspond au profil d'investissement sélectionné.

Les rendements attendus sont estimés sur la base d'une analyse macro-économique poussée des variables pertinentes. Il s'agit notamment des taux d'intérêt, du taux d'inflation attendu, des primes de risque exigées et de la croissance attendue des résultats des entreprises. Les corrélations entre les différentes classes d'actifs sont calculées sur la base d'une analyse des scénarios. Actuellement, le modèle d'allocation des actifs indique une combinaison optimale de 64% d'actions, 16% d'obligations et 20% de liquidités.

Cette méthode d'allocation des actifs permet d'optimiser les pondérations attribuées à travers plusieurs zones géographiques, secteurs et thématiques d'investissement, tout en déterminant les durées souhaitées et le choix de la devise des obligations.

Sur cette base, les actions et les obligations individuelles sont ensuite sélectionnées d'après un modèle qui jauge à la fois la qualité des entreprises et leur valorisation relative. La qualité d'une entreprise est notamment déterminée en fonction du rendement attendu du capital et de son taux de croissance, en tenant compte de divers composants de risque. Le choix de la qualité en tant que critère de sélection découle des propriétés statistiques avantageuses de ce facteur de style, que ce soit dans des marchés haussiers ou baissiers.

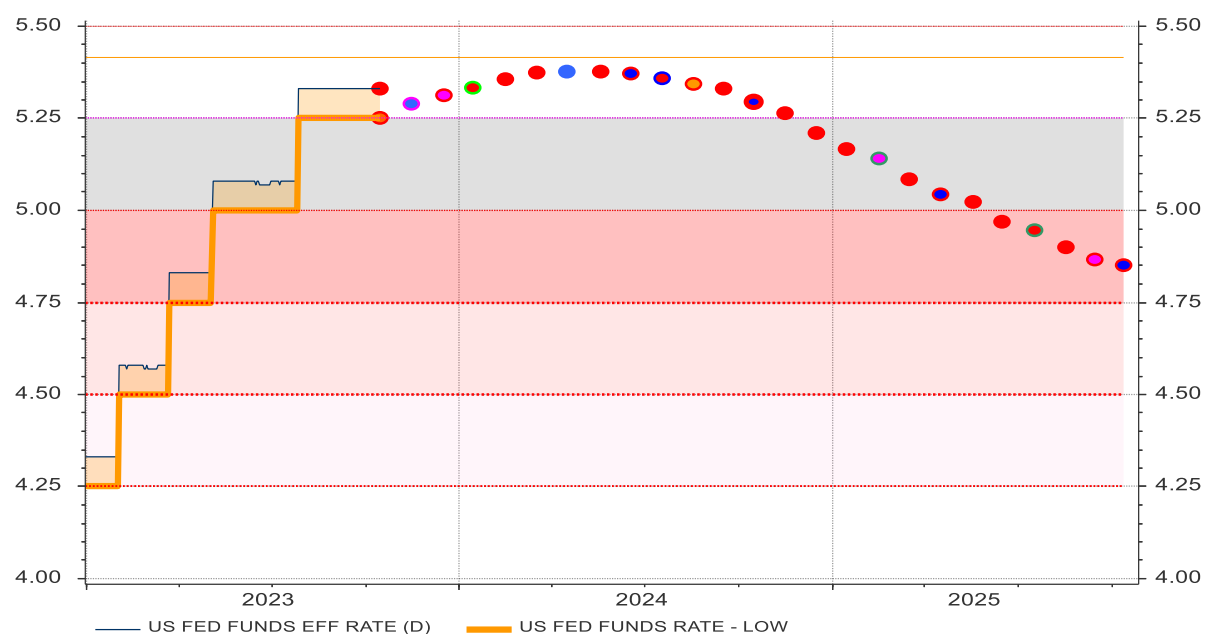
Dans la composition actuelle, les obligations restent sous-pondérées. Mais leur pondération relative dans l'allocation des actifs a augmenté ces dernières semaines, principalement au détriment des positions en liquidités et dans une moindre mesure au détriment des positions en actions. La durée modifiée moyenne du portefeuille d'investissement s'élève à 3,75 ans, avec un rendement courant moyen de 4,45%.

Les cours obligataires devraient encore connaître des hauts et des bas dans un avenir proche, mais le rendement proposé offre actuellement une marge de protection appréciable contre les risques prévisibles. Pour les trimestres à venir, le potentiel baissier des taux à long terme aux États-Unis et dans la zone euro reste limité à une vingtaine de points de base.

Le taux directeur semble proche de son pic, ce qui stabilisera les taux à court terme. En effet, les investisseurs s'attendent plutôt à ce qu'il n'y ait plus d'autres relèvements du taux de dépôt de la BCE, eu égard à la baisse progressive de l'inflation de base dans la zone euro.

Toutefois, le refroidissement des indicateurs d'inflation ne permet pas pour autant d'envisager des abaissements de taux dans un avenir immédiat. Les marchés swap ne tiennent compte d'un premier assouplissement du taux directeur européen qu'à partir de 2025. De même, aux États-Unis, les marchés estiment peu probable que le taux directeur soit encore relevé, mais ne prévoient pas un abaissement avant l'automne 2024.

Graphique 3 : Évolution attendue du taux directeur aux États-Unis



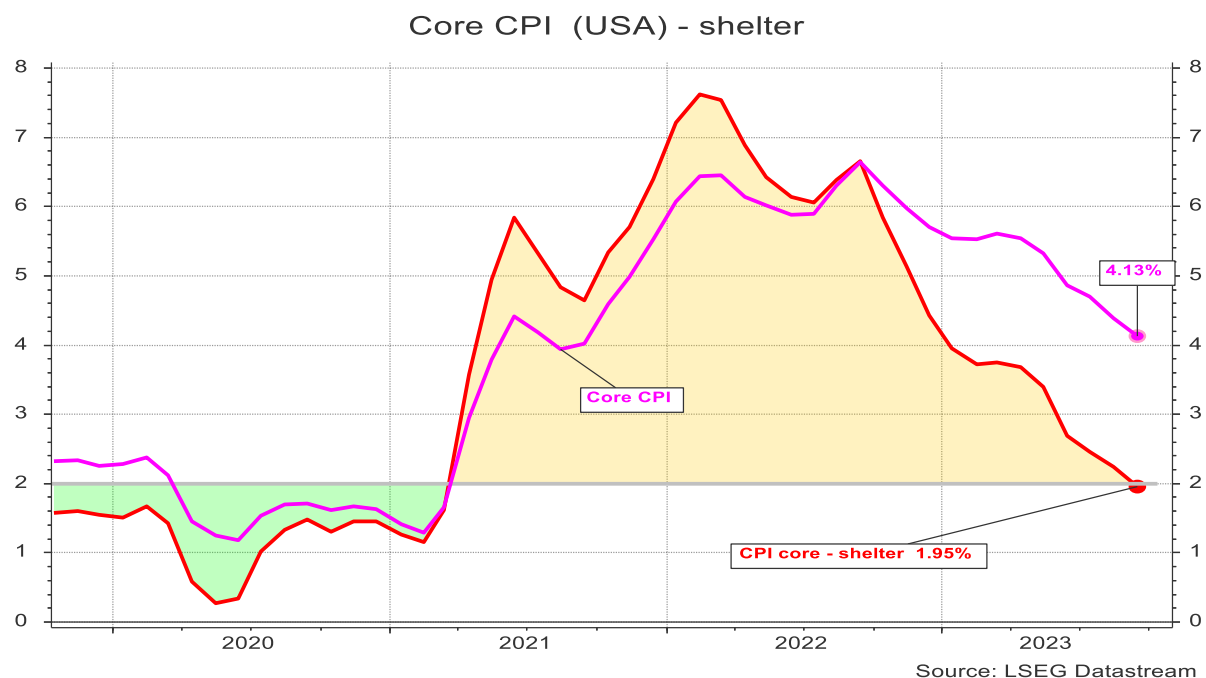
Source: LSEG Datastream

Le marché n'estime qu'à 30% la probabilité que la Fed relève à nouveau son taux en décembre ou en janvier. Cette vision pourrait changer si l'inflation de base ralentissait moins vite que prévu, voire si elle menaçait de repartir à la hausse. La dernière série d'indicateurs généraux n'exclut pas ce scénario, mais c'est en grande partie dû à la hausse des prix de l'énergie aux États-Unis. Par ailleurs, il ressort d'une analyse plus poussée de l'inflation de base que la composante haussière principale n'est autre que les loyers, qui se maintiennent à un niveau élevé. C'est la conséquence directe des relèvements de taux opérés par la Fed ces 18 derniers mois.

D'une part, le taux directeur plus élevé a gonflé les coûts de financement, que les bailleurs ont répercutés sur les loyers. D'autre part, la forte hausse du taux hypothécaire a fait baisser le nombre de nouvelles constructions, faisant diminuer l'offre de logements locatifs alors même que la demande augmentait. En excluant les loyers, l'inflation de base aux États-Unis suit en fait une trajectoire relativement plane et baissière. Par conséquent, nonobstant la

publication récente d'indices IPC et PPI à première vue défavorables, la Fed est moins sous pression pour relever encore le taux directeur.

Graphique 4 : Évolution de l'inflation CPI de base aux États-Unis – avec et sans l'évolution des prix locatifs.



Les positions en actions du portefeuille de placement PTAM Global Allocation restent axées sur les thématiques qui offrent les meilleures opportunités de croissance selon notre méthodologie. Il s'agit en premier lieu de titres liés à la consommation et d'entreprises du secteur de la santé, plus précisément les segments axés sur les dépenses d'une population vieillissante. Cet accent se manifeste à travers une répartition diversifiée et représente 44% des positions en actions.

Un deuxième groupe important d'actions en portefeuille (36%) relève du secteur technologique, plus particulièrement les segments reprenant des entreprises qui mènent des activités florissantes dans l'automatisation, la robotisation et les applications cloud, et qui fournissent des produits et des services de support dans ces domaines – notamment l'IA, la nanotechnologie, les semi-conducteurs haut de gamme, les spécialistes réseau et les solutions de cybersécurité. Enfin, le portefeuille détient une sélection limitée de sociétés de haute qualité actives dans le domaine industriel (15%) et les matériaux et les services aux collectivités (5%).

Tableau 1 : 25 principales positions en actions (% par rapport au portefeuille total)

Weight %	Type	NAME
3,28	US0378331005	APPLE
3,21	DK0062498333	NOVO NORDISK 'B'
2,16	US57636Q1040	MASTERCARD
1,89	US5949181045	MICROSOFT
1,62	US02079K1079	ALPHABET 'C'
1,49	US34959E1091	FORTINET
1,31	CH0024608827	PARTNERS GROUP HOLDING
1,27	US67066G1040	NVIDIA
1,13	DE0005190003	BMW
1,10	US3841091040	GRACO
1,07	DE0005104400	ATOSS SOFTWARE
1,02	US4370761029	HOME DEPOT
0,99	US1273871087	CADENCE DESIGN SYS.
0,97	NL0010273215	ASML HOLDING
0,97	CH0025238863	KUEHNE UND NAGEL INTERNATIONAL
0,94	US5500211090	LULULEMON ATHLETICA
0,93	NL0000334118	ASM INTERNATIONAL
0,90	IE00059Y5762	LINDE
0,89	US6833441057	ONTO INNOVATION
0,88	US5627501092	MANHATTAN ASSOCS.
0,88	CH0244767585	UBS GROUP
0,86	US5324571083	ELI LILLY
0,84	US75886F1075	REGENERON PHARMS.
0,84	US91324P1021	UNITEDHEALTH GROUP
0,83	US64110L1061	NETFLIX

Les valorisations boursières actuelles aux États-Unis constituent un point d'attention, surtout dans la mesure où la prime de risque devient faible. Autrement dit, les cours actuels laissent peu de marge de manœuvre pour des fluctuations futures sur les marchés des actions. La faiblesse de la prime de risque peut être attribuée à la valorisation élevée de certaines méga-entreprises, qui doivent leurs rapports cours/bénéfices au fait qu'elles démontrent un potentiel de croissance important tout en générant d'ores et déjà des revenus substantiels. L'on peut noter que les marchés des actions américains se projettent plus loin dans l'avenir que leurs homologues européens, qui conservent des valorisations relativement bon marché.

La valorisation actuelle des actions américaines fait l'impasse sur le ralentissement de l'économie américaine aux troisième et quatrième trimestres 2023, prenant plutôt pour point de départ la reprise attendue de la croissance en 2024. C'est une base optimiste, mais pas nécessairement irréaliste, et notre modèle d'allocation des actifs l'adopte également. Nous avons conscience que de telles valorisations seront régulièrement mises à l'épreuve de la réalité économique. Cependant, nous partons toujours du principe que l'approche la plus judicieuse consiste à opter pour des entreprises de croissance de qualité, si bien que nous considérerons systématiquement de telles corrections comme des opportunités d'investissement.

Quant aux entreprises européennes, elles présentent un potentiel de croissance inférieur. De ce fait, leurs valorisations actuelles restent plafonnées par le ralentissement économique en Europe. Nous en concluons aussi que leurs valorisations plus attrayantes par rapport à celles des entreprises américaines ne constituent qu'un avantage relatif limité, dans la mesure où cette différence reflète en partie l'écart de potentiel de croissance.

Selon cette logique, le portefeuille d'actions reste géographiquement axé sur les États-Unis (61%) et dans une moindre mesure, la zone euro (17%) et le reste de l'Europe (21%). Seule une partie marginale est investie en Inde et au Japon. En raison des perturbations fondamentales de l'économie chinoise, le fonds n'investit pas sur ce marché. Nonobstant la surpondération des États-Unis et contrairement au premier semestre de 2023, les positions en dollars américains ne sont actuellement pas couvertes contre le risque de change.

15/10/2023