



RACHID MEDJAOU
BPE Gestion Privée

« LA GESTION DE CONVICTION PERMET D'ALIGNER LES INTÉRÊTS DES GÉRANTS ET DU CLIENT »

Directeur Adjoint de la Gestion Privée de BPE (Groupe La Banque Postale), Rachid Medjaoui croit au potentiel de revalorisation de la zone Euro et au développement de la gestion de conviction. Il nous en donne les raisons.

• Un point sur la conjoncture ?

C'est la première fois, depuis la crise de 2008, que le monde économique se redresse de façon synchronisée, alors que depuis une dizaine d'années, la reprise excluait l'Europe. Cela donne bien sûr plus de solidité au redressement et permet aux marchés financiers de se développer durablement, la reflation, redressement simultané de la croissance et de l'inflation, étant la clé de la remontée des cours. Depuis 2008, les banquiers centraux, en créant de la liquidité par le rachat d'actifs, ont porté le marché. Ils doivent désormais sortir de cette politique totalement inédite, alors que le niveau d'endettement mondial reste très élevé et que toute remontée des taux trop rapide risque de générer de la déflation et ainsi freiner la croissance mondiale.

Les banquiers centraux se sont donc engagés sur une normalisation de leur politique monétaire, mais extrêmement prudemment. La Zone Euro paraît stable, c'est un bon point : plus de risque de Frexit après l'élection de M. Macron. L'échéance électorale en Italie est un autre défi pour la zone euro mais il sera difficile au mouvement « cinq étoiles » de constituer une majorité en faveur d'un Italexit. Enfin, les élections en

Allemagne opposeront deux partis pro européens. Aux États-Unis la politique de M. Trump, malgré les revers qu'il essuie, n'entame pas la confiance des PME américaines, qui voient d'un bon œil les baisses d'impôts et la dérégulation. La conjoncture est donc globalement positive et cela commence à soutenir de manière visible les résultats bénéficiaires des entreprises, en particulier dans la zone euro.

• Investir en Zone Euro, un choix pertinent ?

Le potentiel de revalorisation n'est pas terminé en Zone Euro, sous réserve de mauvaise surprise de Wall Street.

“ Depuis 2008, le gestionnaire a le choix entre l'investissement monétaire qui ne rapporte rien ou les actifs risqués. ”

La baisse de taux quasi-continue depuis de nombreuses années a signifié la disparition de l'actif sans risque. Depuis 2008, le gestionnaire a le choix entre l'investissement monétaire qui ne rapporte rien ou les actifs risqués. La décrue des taux d'intérêt a conduit le marché à privilégier les valeurs de croissance (croissance bénéficiaire relativement stable dans le temps) et à fortement délaissé les valeurs dites « value » (très

sensibles aux cycles). Les investisseurs mondiaux favorisaient par ailleurs les actifs américains et émergents au détriment des valeurs européennes.

Par ailleurs, cet environnement a favorisé une montée en charge de tous les véhicules d'investissement « passifs » comme les ETF.

Mais 2016 restera probablement l'année où les taux d'intérêt ont touché leurs points bas dans tous les pays. Ils devraient dorénavant être orientés à la hausse, mais leur ascension se fera de façon très graduelle. Cet environnement de reprise de la croissance et de l'inflation donne avant tout au stock picking.

Le pilotage d'un portefeuille financier s'appuie sur essentiellement trois grands types de gestion. La gestion passive tout d'abord, qui consiste à capter 100% de la hausse du marché et donc à répliquer le plus fidèlement possible un indice. La gestion dite « benchmarkée » ensuite, qui autorise le gérant à diverger de façon limitée par rapport aux indices de référence. La gestion de conviction enfin, qui donne une plus grande liberté au gérant et dont l'objectif n'est d'investir que lorsque la valeur ou l'actif a un potentiel intrinsèque de valorisation.

• Pouvez-vous préciser la notion de « gestion de conviction » que vous privilégiez ?

La gestion de conviction est la plus efficace pour l'investisseur, à condition qu'il partage un dogme : « le meilleur allié de la performance, c'est le temps », car lorsqu'on investit en fonction de la

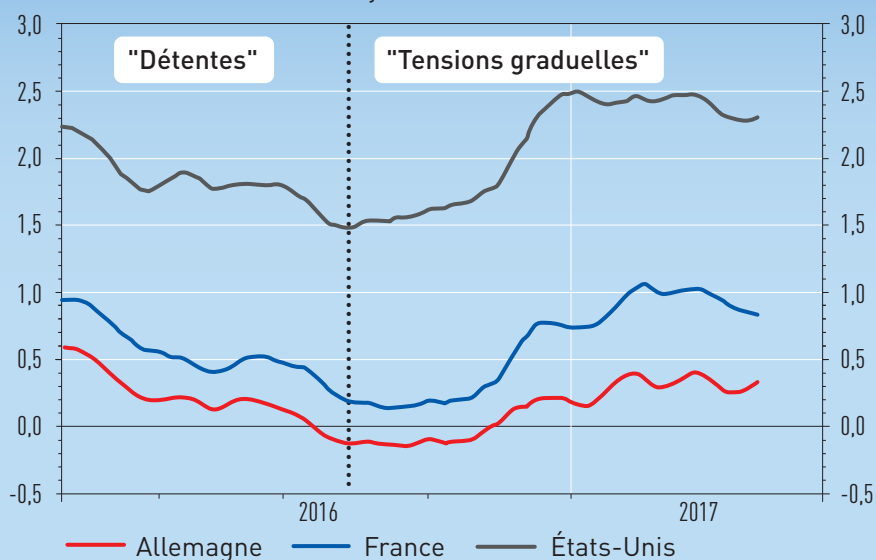
valeur intrinsèque d'une société, il ne faut pas être pressé.

Il faut oser acheter des valeurs, des actifs, ponctuellement décotés, parce qu'ils appartiennent à un secteur, une thématique, une zone géographique, un pays, délaissés par les investisseurs pour des raisons globales et non pas spécifiques au titre en question. Warren Buffet a démontré que gérer par une approche fondamentale permet de repérer plus régulièrement des valeurs décotées. La gestion de conviction permet d'aligner les intérêts des gérants et du client. Elle pousse rarement à participer aux effets de modes qui peuvent se terminer par une bulle. Elle peut conduire à acheter et revendre les valeurs un peu trop tôt.

L'ADN de la Gestion Privée à La Banque Postale est de s'intéresser plutôt à l'univers des valeurs européennes qui comportent environ 600 valeurs liquides. Notre gestion de conviction se concentre sur un univers resserré que l'on connaît très bien.

Nous sélectionnons et nous suivons une centaine de valeurs. Pour bien les valoriser, nous prenons le temps de réaliser nos propres analyses et de rencontrer les dirigeants. Nous n'investissons sur une valeur que lorsque notre propre valorisation donne un potentiel de valorisation d'au moins 10%. Lorsque cet objectif est atteint, nous revendons cette valeur, à moins d'avoir bien entendu un nouveau paramètre

TENDANCES DES RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS (moyenne 4 semaines)



Sources : Thomson Reuters Datastream / Gestion Privée BPE.

que nous n'avions pas anticipé ou complètement intégré. C'est le prix à payer pour éviter les déconvenues.

Une gestion concentrée permet des portefeuilles très transparents, très faciles à suivre, avec une bonne traçabilité : comprendre d'où viennent les performances et les contre-performances permet aux clients un suivi beaucoup plus simple...

La croissance bénéficiaire, étant partout dans le monde, nous investissons également via des fonds d'investissement, que l'on ne gère pas en direct, lorsque nous détectons, grâce à notre analyse globale (« top down »), des opportunités

en dehors de l'Europe ou sur des thématiques que nous considérons comme structurelles (vieillesse de la population, démocratisation des robots...). Nous faisons, à l'instar des valeurs gérées en direct, un travail de sélection de fonds, fondé sur une analyse interne et en rencontrant les gérants de ces fonds. Enfin, nous n'investissons jamais sur des instruments financiers que nous ne comprenons pas ou qui nécessitent des expertises que nous n'avons pas en interne.

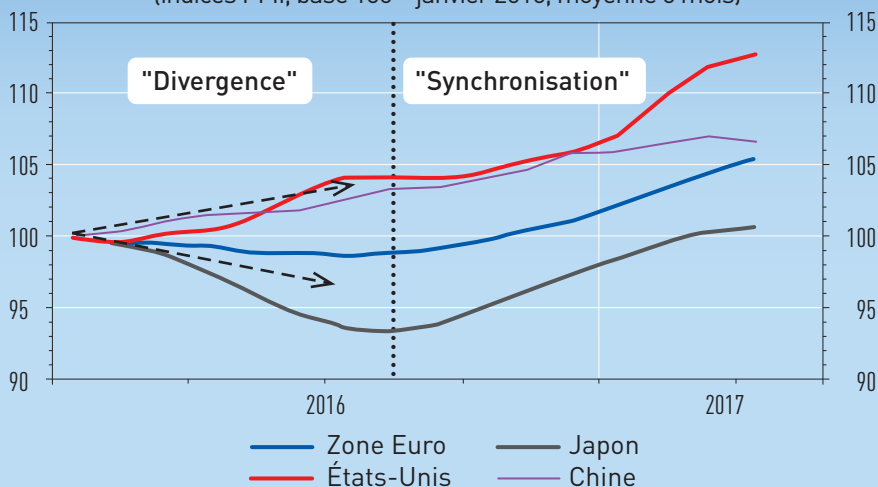
Bien entendu, nos allocations d'actifs sont soumises à une analyse des risques afin de s'assurer que nos portefeuilles sont suffisamment diversifiés.

• En conclusion

La gestion passive, c'est acheter des indices, souvent pondérés par la capitalisation boursière. Ce mécanisme de pondération n'est pas efficace et peut rendre instables, à la hausse comme à la baisse, les marchés financiers (effet boule de neige).

La gestion de conviction, c'est accepter de ne pas avoir toujours toute la hausse, tout le temps, mais c'est la condition pour ne pas être entraîné dans des mouvements durables de baisse. Se donner une philosophie, un processus de gestion, fondamentale et disciplinée pour sélectionner les valeurs, avoir le courage de les acheter lorsqu'elles nous semblent sous valorisées, et les revendre quand elles nous apparaissent trop chères.

TENDANCES DE LA CONJONCTURE ÉCONOMIQUE (indices PMI, base 100 = janvier 2016, moyenne 6 mois)



Sources : Thomson Reuters Datastream / Gestion Privée BPE.

“CONVICTION-BASED MANAGEMENT IS ABOUT RECONCILING THE INTERESTS OF MANAGERS AND CLIENTS”

Deputy Director of Private Management at BPE (La Banque Postale Group) Rachid Medjaoui believes in the Eurozone potential for recovery and in the development of conviction-based management. Here, he tells us why.

• Can you give us an overview of the economic context?

This is the first time since the 2008 crisis that we are seeing a global economic recovery. Almost ten years ago, the recovery did not include Europe. This, of course, makes the recovery more robust, and enables financial markets to develop sustainably. Reflation - the combination of growth and inflation - is the key to this rebound.

Since 2008, central banks have been supporting the market by creating liquidity through purchasing securities. They must now reverse this unprecedented policy, at a time when global debt levels remain very high and an overly-rapid increase in rates might generate deflation and dampen world growth.

Central bankers have therefore started to normalize their monetary policy, but extremely cautiously. The Eurozone appears to be stable, and that's good: there is no longer a risk of Brexit after Macron's election. The upcoming Italian elections are another challenge for the Eurozone, but it will be difficult for the "Five Star" movement to deliver a majority in favour of Italcementi. Finally, the German elections will pit two pro-European parties against one another. In the US, Trump's policies, despite the setbacks he has encountered, have not dented the confidence of American SMEs, which favour lower taxes and deregulation. The economic climate is therefore globally

positive, and this is starting to have a visible effect on company profits, particularly in the Eurozone.

• Is investing in the Eurozone a good choice?

The potential for Eurozone growth has not been exhausted, barring a bad surprise from Wall Street.

The virtually continuous fall in rates over a number of years means there is no longer such a thing as a risk-free asset. Since 2008, managers have had to choose between monetary investments, which do not yield a return, or risky assets. The fall in interest rates led the markets to favour growth assets (relatively stable positive growth over time) and to abandon value

“ Since 2008, managers have had to choose between monetary investments, which do not yield a return, or risky assets. ”

assets (which are very sensitive to cycles). Furthermore, investors worldwide tended to prefer American and emerging economy assets over European ones.

This environment encouraged an expansion of so-called passive investments, such as ETFs.

But 2016 will probably remain the year in which interest rates hit a low in all countries. They should now be on an upward trend, but their rise will occur very gradually. This environment, in which growth and inflation are starting to recover, is ideal for stock picking.

Financial portfolio management is rooted

in three main types of management. First, there is passive management, which involves harnessing 100% of upward trends but also 100% of downward trends, thus replicating the stock index as faithfully as possible. Then there is "benchmarked" management, which authorizes the manager to diverge from reference stock indexes in a limited manner. Finally, there is conviction-based management, which gives the manager much greater freedom. Its objective is to only invest when the asset or security has an intrinsic potential to rise in value.

• Could you specify the concept of “conviction-based management” which you favour?

Conviction-based investment is most efficient for the investor - on the condition that they believe in the mantra: "the best friend of performance is time". When you invest in relation to the intrinsic value of a company, you can't be in a hurry.

You need to dare to buy assets which have temporarily dropped in value because they belong to a sector, area, geographic location, or country which has been abandoned by investors for general reasons rather than reasons specific to the stock in question. Warren Buffet has shown that a fundamental approach to management is better at more regularly identifying discounted stocks. Conviction-based management is about reconciling the interests of managers and clients. It rarely leads to being pulled into the types of groupthink that can end in a bubble. It can lead to purchasing and selling stocks a little too early.

The core business of Gestion Privée at La Banque Postale is to focus on European assets which include around 600 liquid assets.



Our conviction-based management focuses on a narrow market which we understand very well.

We select and monitor around a hundred securities. To assess their value correctly, we take the time to carry out our own analyses and meet their directors. We only invest in a security when our own valuation shows potential for growth of at least 10%. When this objective has been achieved, we re-sell the security unless, of course, we discover further relevant information which we hadn't anticipated or fully grasped. This is the price of avoiding disappointments.

Concentrated management makes for transparent portfolios which are very easy to monitor and have good traceability: understanding what is performing or under-performing makes it much easier for clients to track their portfolios... With profits on the rise worldwide, we are

also investing through investment funds which we do not manage directly, when we detect, through our "top down" global analysis, opportunities outside of Europe, or in relation to factors we consider to be structural (ageing populations, widespread use of automation, etc.). Like with the securities we manage directly, we work on selecting funds based on an internal analysis and meeting fund managers. Finally, we never invest in financial instruments which we do not understand, or which require expertise we do not have internally. Of course, our asset allocations are subject to risk analyses to ensure that our portfolios are sufficiently diverse.

• In conclusion

Passive management involves mirroring a market index, often weighted according to market capitalization. This weighting mechanism is not efficient and can make

upward or downward-trending financial markets unstable (snowball effect).

Conviction-based management means accepting that you don't always participate in upward trends, but it is the only condition for not being dragged into long downward trends. Acquiring a philosophy, a fundamental and disciplined management process for selecting securities, having the courage to purchase them when they appear under-valued to us and selling them when they appear over-valued.



BPE

Groupe La Banque Postale
18, rue du Quatre Septembre
75002 Paris
Tél. (+33) 1 57 13 56 49 - www.bpe.fr