



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

N° 3  
JUILLET 2018

# PERSPECTIVES & CONVICTIONS

# Le risque (géo)politique  
contre-attaque



# EN SYNTHÈSE

## MACRO-ÉCO

- › Les Etats-Unis pourraient être un des seuls grands pays à voir sa croissance encore accélérer en 2018...
- › ... mais la bataille pour le leadership mondial avec la Chine va peser sur les perspectives d'activité...
- › ... en particulier en zone euro où l'instabilité politique s'est considérablement accrue et où la divergence de croissance des crédits renforce l'instabilité financière

## ALLOCATION D'ACTIFS

- › Allocation : privilégier les actions au détriment des obligations, conserver une approche tactique
- › Actions : préférer une approche thématique à une lecture purement géographique
- › Obligations : les taux longs restent trop bas, le risque de crédit est un peu mieux rémunéré

## OBLIGATIONS

- › La détérioration des marchés obligataires rend la classe d'actifs un peu plus attractive
- › Le changement de politique économique aux Etats-Unis et la normalisation des politiques monétaires demeurent d'importants facteurs de volatilité
- › Les risques politiques locaux, plus élevés que d'ordinaire, nous semblent bien intégrés

## ACTIONS

- › Les conditions macroéconomiques relativement favorables soutiennent encore le marché des actions
- › Les entreprises se portent toujours bien – nous n'observons que de timides signes d'exubérance des CEO dans ce marché à son apogée
- › Cependant, le pic de croissance du cycle des bénéficiaires est derrière nous et les risques exogènes sont significatifs

## DEVISES

- › Couvrir systématiquement, accepter passivement ou gérer activement son exposition monétaire sont les trois possibilités de gestion du change. Nous préférons la gestion active
- › On ne peut pas faire abstraction de l'exposition monétaire dans un portefeuille tant du point de vue du risque que de la génération de performance
- › Une exposition en devise étrangère comme le dollar américain, le yen japonais ou le franc suisse peut servir à rendre un portefeuille plus robuste selon le scénario d'investissement

## INFLATION

- › L'évolution de l'inflation est de plus en plus déterminée par des éléments d'appréciation subjectifs des investisseurs... ce qui accentue sa volatilité
- › Les recettes classiques pour prémunir son portefeuille d'une remontée brutale des prix ont évolué en conséquence
- › Une gestion active doit permettre aux portefeuilles de traverser des épisodes inflationnistes

## IDÉES

- › Les indices et les produits qui les répliquent font florès
- › Le phénomène est tel, qu'il modifie la structure des marchés
- › Diversifier les approches de gestion est plus que jamais nécessaire



MATHILDE LEMOINE  
GROUP CHIEF ECONOMIST  
EDMOND DE ROTHSCHILD

# LE RETOUR DE LA SUPRÉMATIE AMÉRICAINE ?



Les Etats-Unis pourraient être un des seuls grands pays à voir sa croissance encore accélérer en 2018...

... mais la bataille pour le leadership mondial avec la Chine va peser sur les perspectives d'activité...

... en particulier en zone euro où l'instabilité politique s'est considérablement accrue et où la divergence de croissance des crédits renforce l'instabilité financière

Les Etats-Unis pourraient être un des seuls grands pays à voir sa croissance accélérer en 2018. Non seulement, la réforme fiscale américaine votée en fin d'année dernière est considérable en terme de montant, mais elle modifie profondément le système d'imposition des Etats-Unis. Elle incite les entreprises américaines à investir dans l'appareil productif tout en rendant plus coûteux les emprunts. Selon nos calculs, les baisses nettes d'impôts pourraient atteindre 111 milliards de dollars pour les entreprises, petites et grandes. Ainsi, l'investissement des entreprises accélérerait encore après avoir augmenté de 4.7% en 2017 grâce à la reprise de l'activité dans le secteur de l'énergie. Les ménages seraient moins bien traités puisque les diminutions d'impôts sur le revenu sont partiellement compensées par la remise en cause de certaines déductions fiscales. La baisse nette d'impôts ne devrait être que de 17 milliards de dollars en 2018, ce qui serait insuffisant pour compenser l'accélération de l'inflation qui pourrait atteindre 3% au mois de juillet 2018 si les prix du pétrole se stabilisaient à leur niveau de mai 2018, c'est-à-dire à 70 dollars le baril.

En conséquence, la croissance américaine accélérerait jusqu'à 3% en moyenne en 2018 sans que cela ne génère de tensions inflationnistes trop fortes compte tenu du manque de dynamisme de la consommation que nous anticipons et de la persistance d'une main d'œuvre disponible. En effet, par rapport au début des années 2000, il y a encore plus de 3,2 millions d'Américains inemployés et disponibles et le nombre d'heures travaillées par semaine reste inférieur d'une heure. La banque centrale américaine devrait donc continuer à remonter son taux directeur gra-

duellement pour ne pas faire tousser le moteur de la consommation dans un contexte de pressions haussières sur le dollar.

Une accélération de la croissance et des importations américaines ne manquerait pas d'attiser à nouveau les tensions, déjà vives, entre les Etats-Unis et la Chine. Il en résulterait un accroissement de la prime de risque et de la volatilité limitant les investissements dans les pays vulnérables comme les pays européens ou d'Amérique latine. En effet, la croissance de la zone euro pourrait ralentir avec l'affaiblissement du dynamisme du secteur de la construction qui a résulté ces deux dernières années de la reprise des crédits au secteur privé en particulier en Allemagne et en France. Or des mesures macro-prudentielles de limitation de crédits ont été décidées en France. De plus, l'appréciation de l'euro de 7.6% en 2017<sup>1</sup> contre toutes les autres monnaies devrait peser sur les exportations comme la remontée de certains droits de douane américains. Par ailleurs, la prime de risque politique est remontée compte tenu de la situation politique en Italie, en Espagne et en Allemagne. C'est pourquoi, nous attendons un ralentissement de la croissance en zone euro à 1.8% en 2018 et à 1.6% en 2019 après 2.5% en 2017.

Une désynchronisation de la croissance dans le monde serait déstabilisante et engendrerait une forte volatilité des taux d'intérêts. Les germes d'une dégradation des perspectives de croissance mondiale sont toujours là.

<sup>1</sup> Source : BCE.



PHILIPPE UZAN  
DIRECTEUR DES GESTIONS  
EDMOND DE ROTHSCHILD  
ASSET MANAGEMENT

# LE RISQUE (GÉO)POLITIQUE CONTRE-ATTAQUE



**Allocation :** privilégier les actions au détriment des obligations, conserver une approche tactique

**Actions :** préférer une approche thématique à une lecture purement géographique

**Obligations :** les taux longs restent trop bas, le risque de crédit est un peu mieux rémunéré

Le premier semestre de 2018 est une bonne illustration du dilemme auquel sont confrontés les investisseurs après un millésime 2017 en tout point exceptionnel. Malgré des indicateurs d'activité économique solides, une inflation sous contrôle, des banques centrales encore largement accommodantes, la majorité des marchés obligataires comme actions sont en territoire négatif. Les performances nettement positives sont rares et la volatilité a repris un peu de vigueur. Après le soupir de soulagement du printemps 2017 qu'avait provoqué l'élection d'Emmanuel Macron, les risques politiques ont fait un retour remarqué et ravivé ou créé de nouvelles sources d'incertitude. Cette situation va probablement se prolonger dans les mois qui viennent, compte tenu notamment de l'agenda électoral déjà connu, ce qui incite à garder un niveau élevé de vigilance. Néanmoins, la réaccélération de l'économie américaine, la fermeté de la croissance chinoise et la forte visibilité en matière de politique monétaire pour le second semestre forment des bases solides pour conserver à ce stade un cap positif.

## LES NUAGES POLITIQUES S'ACCUMULENT

La reprise économique mondiale s'est solidement poursuivie au premier semestre 2018, mais à un rythme légèrement ralenti et moins synchronisé. Au sein des grands pays développés, les Etats-Unis se distinguent en accélérant, dopés par la réforme fiscale votée fin 2017 tandis que le Japon et la plupart des pays européens ont marqué le pas. Du côté des pays émergents, la Chine poursuit sa trajectoire de ralentissement modéré et sous contrôle tandis qu'une minorité de pays plus fragiles (Brésil, Turquie, Afrique du Sud, etc.) ont nettement souffert de sorties de capitaux. La Réserve Fédérale a repris son rythme de normalisation de la politique monétaire à un quart de point par trimestre. La BCE a pour sa part réussi à annoncer l'arrêt de ses achats d'actifs (à la fin 2018), sans faire monter l'euro au prix d'une très forte indication du maintien de sa politique actuelle de taux pour plus d'un an encore. Néanmoins, sur les marchés, le sentiment a significativement changé par rapport à 2017 et la première partie de cette année a plutôt une allure de tôle ondulée, les investisseurs se focalisant alternativement sur la moitié vide ou la moitié pleine du verre. La première bourrasque fin janvier début février correspondait bien à la fin du conte de fées que nous évoquions il y a six mois : les bonnes nouvelles macroéconomiques entraînaient une remontée des taux d'intérêt provoquant une baisse des valorisations et une remontée de la volatilité.

Mais ce sont surtout les risques politiques qui expliquent la remontée des incertitudes depuis le mois de mars. La progression des prix de l'or noir enregistrée depuis lors est selon nous en partie expliquée par la montée des faucons au sein de l'administration Trump et la sortie de l'accord sur le nucléaire iranien. Ce mini choc pétrolier (près de 50% de hausse sur un an glissant<sup>1</sup>) a sans doute joué un rôle dans le ralentissement hors Etats-Unis. Les élections législatives en Italie suivies par la formation chaotique d'un gouvernement inédit à l'initiative du Mouvement 5 Etoiles et de la Ligue du Nord ont également mis en lumière la bonne santé des mouvements populistes et les fragilités persistantes de la construction européenne. Enfin, après avoir positivement surpris les milieux d'affaire avec une réforme fiscale de grande ampleur, Donald Trump s'est concentré sur l'aspect protectionniste de son programme, ravivant les craintes de guerre commerciale, non seulement avec la Chine mais aussi avec ses alliés traditionnels.

## ACTIONS : LES RESULTATS EN SOUTIEN

Face à cette remontée des risques politiques, ce sont la qualité et la vigueur de la croissance des résultats des entreprises qui ont constitué pour les investisseurs les principaux signaux d'optimisme. La dynamique des révisions d'attentes de bénéfiques est également demeurée positive depuis le début de l'année sur les principaux marchés développés (même si elle a perdu un peu de terrain au Japon au cours des trois derniers mois). Cette tendance est très forte aux Etats-Unis et ne saurait se résumer à la baisse de l'impôt sur les sociétés. Le consensus table aussi sur une augmentation moyenne du chiffre d'affaires de près de 10% pour 2018 pour les sociétés du S&P 500<sup>2</sup> ! En Europe, ce phénomène est probablement dû au léger recul au printemps du taux de change effectif de l'euro. Au niveau sectoriel, c'est évidemment l'énergie qui se distingue à la fois concernant la croissance anticipée et les révisions haussières, mais la totalité des secteurs mondiaux est attendue en croissance cette année et seuls certains secteurs défensifs (biens de consommation courante, télécoms, services publics) ainsi que les financières ont connu un momentum de révisions négatif au dernier trimestre. Enfin, il convient de noter que les marchés émergents se distinguent par une tendance négative dans les révisions de bénéfiques, essentiellement expliquée par les pays dont la devise a fortement reculé et qui ont, pour la plupart, durci leur politique monétaire en réponse à ce mouvement.

<sup>1</sup> Source : Bloomberg.

<sup>2</sup> Source : Factset.

<sup>3</sup> Le terme "Quantitative Easing" désigne un type de politique monétaire dit non conventionnel auquel peuvent avoir recours les banques centrales dans des circonstances économiques exceptionnelles.

LE SENTIMENT D'OPTIMISME,  
VOIRE DE COMPLAISANCE,  
SUR LES MARCHÉS D' ACTIONS  
A SIGNIFICATIVEMENT RECLÉ

Cet environnement microéconomique porteur va être naturellement à surveiller de près dans les prochaines semaines et, notamment à l'occasion des publications estivales alors que les commentaires plus prudents des entreprises, voire les avertissements sur résultats, ont commencé à se multiplier en ce mois de juin, face aux menaces grandissantes de conflit commercial. Les performances pour la plupart mitigées des grandes places boursières au premier semestre conjuguées à la progression des résultats ont en effet jusque-là permis un recul des multiples de valorisation, atténuant ainsi l'un de nos motifs d'inquiétude du début de l'année. Notre analyse du positionnement des investisseurs nous conduit également à penser que le sentiment d'optimisme, voire de complaisance, sur les marchés d'actions a aussi significativement reculé. Si l'approche « momentum » (qui consiste à surpondérer les titres ayant le plus progressé) a, à l'instar de 2017, donné de très bons résultats dans la sélection de titres, elle n'a plus du tout fonctionné dans le pilotage de l'exposition aux marchés actions.

NOUS MODÉRONS NOTRE  
PRÉFÉRENCE POUR LES ACTIONS  
EUROPÉENNES PAR RAPPORT  
AUX ACTIONS AMÉRICAINES

Dans ce contexte, notre différenciation géographique se fait moins marquée. Nous conservons une certaine prudence sur les actions émergentes alimentée principalement par les pays extérieurement fragiles (Turquie, Argentine, Brésil, Afrique du Sud) où les conditions monétaires et financières sont devenues franchement négatives, mais également par les tensions sino-américaines qui semblent constituer le noyau dur du durcissement protectionniste en cours. Nous modérons en revanche notre préférence pour les actions européennes par rapport aux actions américaines. La fragilité des gouvernements britannique, allemand, espagnol et italien ainsi que l'instrumentalisation politique de la crise des migrants ont ravivé les zones de faiblesse de la construction européenne, freinant les timides tentatives d'avancées et compliquent

les négociations d'un accord post-Brexit. Par ailleurs, si la BCE a clairement réussi sa communication de sortie du *Quantitative Easing*<sup>3</sup>, les taux de dépôt négatifs vont se prolonger pour cinq trimestres encore, pénalisant les attentes de bénéficiaires du secteur bancaire. Sur le marché américain, nos préférences vont d'une part au secteur technologique (dans sa configuration post-révision sectorielle de septembre 2018) soutenu par une forte reprise de l'investissement et aux secteurs financier et énergie d'autre part qui bénéficient à la fois de la croissance des résultats et de valorisations plus raisonnables.

### UNE APPROCHE OBLIGATAIRE QUI RESTE SELECTIVE

Si le début de l'année s'est bien traduit comme nous l'anticipions par une remontée des taux longs, ce phénomène a finalement été de courte durée pour les obligations allemandes qui ont retrouvé leurs niveaux de l'automne dernier et s'est légèrement atténué en fin de semestre outre-Atlantique dans un contexte de montée de l'aversion pour le risque. Cet écart historiquement élevé entre *Bunds* et *Treasuries* s'explique par le très fort décalage des cycles de politique monétaire entre la BCE et la Fed. Il est d'ailleurs complètement effacé par le coût des couvertures de change. La situation a été moins favorable aux porteurs obligataires sur les marchés de crédit européens. Sous l'effet de flux sortants et d'investisseurs devenus frileux à l'approche de la fin du QE de la BCE (qui comporte une part d'achat d'obligations *corporate*), les spreads qui avaient atteint fin 2017 des niveaux serrés ont commencé à s'écarter, malgré des fondamentaux qui demeurent de qualité. Cette tension sur les spreads a été encore plus marquée sur les émetteurs émergents en devises dures, fragilisés par la vigueur retrouvée du billet vert.

Nous continuons à penser que le risque de taux dans le cœur de la zone euro est très mal rémunéré et qu'il convient d'en rester à l'écart. Même si la BCE a adopté un rythme très prudent pour sa politique de normalisation, celle-ci a débuté et s'intensifiera au second semestre. Le niveau des taux réels comme de la prime de terme ne nous semblent pas refléter l'attitude d'une banque centrale de plus en plus clairement prête à être « *behind the curve* ». La cherté du marché du crédit s'est en partie résorbée et nous incite à être un peu plus optimistes sur les actifs à spread pour le reste de l'année, en nous focalisant plus particulièrement sur les segments dont le recul, après prise en compte des fondamentaux, a été le plus prononcé au premier semestre.

Au total, vu la faiblesse du niveau de portage<sup>4</sup> (au moins pour un investisseur européen), nous conservons une préférence pour les actions par rapport aux actifs obligataires avec un pilotage de l'exposition qui doit demeurer tactique et en mode contrariant.

<sup>4</sup> La stratégie de portage consiste à détenir les titres jusqu'à échéance en vue de bénéficier notamment des coupons.



**BENJAMIN MELMAN**  
DIRECTEUR ALLOCATION  
D'ACTIFS ET DETTES  
SOVERAINES  
EDMOND DE ROTHSCHILD  
ASSET MANAGEMENT

# MARCHÉS OBLIGATAIRES : L'ÉTAU SE DESSERRE UN PEU



La détérioration des marchés obligataires rend la classe d'actifs un peu plus attractive

Le changement de politique économique aux Etats-Unis et la normalisation des politiques monétaires demeurent d'importants facteurs de volatilité

Les risques politiques locaux, plus élevés que d'ordinaire, nous semblent bien intégrés

Depuis le début de l'année, nous sous-pondérons les obligations dans notre allocation au profit des actions et les portefeuilles obligataires comportent un biais défensif. Les performances à mi-année confirment globalement que cette prudence était de mise. Si nous continuons à considérer que les actions connaîtront une bien meilleure performance que les obligations, nous reprenons un peu plus de risque au sein des portefeuilles obligataires, considérant que les excès de valorisation à l'intérieur de la classe d'actifs ont commencé à se résorber.

En effet, dans un contexte de cherté des marchés obligataires et de perspectives de normalisation des politiques monétaires (de la Réserve Fédérale mais aussi de la BCE ou de la Banque d'Angleterre), les investisseurs ont réduit leur risque de duration, ce qui s'est traduit par des ventes notamment sur les obligations de pays émergents (ce qui est généralement le cas dans ce type de contexte) mais aussi d'entreprises (ce qui est déjà plus rare). Les émetteurs privés ayant rallongé leur maturité ces dernières années, il est vrai que beaucoup d'investisseurs à la recherche de rendement avaient accumulé un risque de duration qu'il convenait de réduire dès l'apparition de craintes sérieuses sur la dynamique des taux. Ainsi, l'écartement des spreads

observés depuis le début de l'année est bien davantage lié à un changement de perception sur les politiques monétaires qu'à un revirement sur les fondamentaux qui restent porteurs, à l'exception notable de la dette émergente qui a aussi été heurtée par une série de problèmes spécifiques (Brésil, Turquie, etc.), accentuant le recul de la performance.

## LES EXCÈS DE VALORISATION TENDENT À SE RÉSORBER

La crise italienne de mai a amplifié l'écartement des spreads des obligations des pays périphériques et d'entreprises, rendant les rendements plus attractifs. Nous avons ainsi un peu remonté nos expositions sur ces segments dans nos fonds obligataires. En effet, après avoir royalement ignoré le risque politique italien, même après l'annonce d'une mise en place d'une coalition des populistes, les marchés ont sur-réagi dès la première tension entre le Président et le nouveau gouvernement. Le risque de sortie de l'Italie de la zone euro demeure pourtant virtuel : aucun des partis au pouvoir n'a fait campagne sur ce sujet. Les Italiens demeurent majoritairement attachés à la monnaie unique et toute sortie de l'euro, qui se traduirait par une sortie de l'Union européenne, serait si coûteuse qu'il est difficile d'imaginer un gouvernement courir un tel risque.

Des pressions négatives sur la dette émergente perdurent. Au-delà des risques politiques locaux dans d'importants pays, le changement de politique économique aux Etats-Unis constitue une rupture pour la classe d'actifs. En effet, quand la Réserve Fédérale procédait au *quantitative easing*, une partie des injections de liquidités venait s'investir dans les pays émergents. Maintenant que le bilan de la banque centrale américaine est appelé à se réduire (ce qui signifie que les investisseurs devront absorber les obligations que la Fed achetait jusqu'ici) et alors que les émissions du Trésor américain augmenteront du fait du plan de relance, la dette émergente risque d'être pénalisée par l'avalanche d'obligations gouvernementales américaines que les investisseurs privés devront acheter. L'écartement des spreads, de 75 points de base environ depuis le début de l'année, atteste de ce changement d'environnement.

Au total, la classe d'actifs obligataire commence selon nous à offrir des rendements plus intéressants et nous nous ré-exposons à la marge. Ainsi, nous estimons que les investisseurs ont déjà, au moins en partie, anticipé la fin du *quantitative easing* européen (en sortant un peu des obligations d'entreprises) ainsi que le changement de politique aux Etats-Unis. Mais il nous semble prématuré de conclure qu'il est temps de revenir sur la classe d'actifs de façon significative. En effet, le caractère puissant de l'appel de capitaux vers les Etats-Unis qui se profile et la dimension perturbante de la fin des politiques monétaires ultra-expansionnistes est encore en mesure de chahuter la classe d'actifs.





RICHARD BEGGS  
GLOBAL HEAD OF  
INVESTMENT STRATEGY  
PRIVATE BANKS  
INVESTMENTS & ADVISORY  
EDMOND DE ROTHSCHILD

# MARCHÉS ACTIONS : LA VOLATILITÉ EST EN HAUSSE MAIS LA FIN DU CYCLE HAUSSIER N'A PAS ENCORE SONNÉ



Les conditions macroéconomiques relativement favorables soutiennent encore le marché des actions

Les entreprises se portent toujours bien – nous n'observons que de timides signes d'exubérance des CEO dans ce marché à son apogée

Cependant, le pic de croissance du cycle des bénéfiques est derrière nous et les risques exogènes sont significatifs

Après une année 2017 marquée par une volatilité moyenne de 11,1 pour le S&P 500, il était assez facile de prévoir une hausse de la volatilité du marché pour cette année, ce qui s'est effectivement vérifié.

En janvier, nous étions raisonnablement optimistes en ce qui concerne les perspectives des actions, et nous pensions que les solides fondamentaux de l'économie et des entreprises entraîneraient une augmentation des cours. Nous pensions que ce serait l'occasion pour les actions européennes de donner de meilleurs résultats, mais aussi que les actifs émergents étaient vulnérables aux risques mondiaux de taux de change, et nous avons effectivement pu constater cette vulnérabilité.

Si au moment de l'écriture de ce document, les actions mondiales sont en hausse de plus de 3% depuis le début de l'année, les actions européennes sont quant à elles restées en retrait des marchés mondiaux les plus dynamiques, même si l'on a pu observer quelques poches de surperformance. Cela est en partie dû à la différence de la composition sectorielle des Bourses ; ainsi, le secteur des technologies est en tête aux États-Unis où il représente 25% du marché, alors qu'il ne représente que 5% du marché européen. Il est vrai également que le momentum s'est avéré être un puissant facteur d'explication de la per-

formance des titres et que nombre des sociétés actuellement en vogue sont cotés aux États-Unis.

**LA CAPITALISATION BOURSÈRE  
DE GOOGLE, AMAZON, APPLE ET  
FACEBOOK ADDITIONNÉE À CELLE DE  
TENCENT, BAIDU ET ALIBABA EST PLUS  
IMPORTANTE QUE L'ENSEMBLE DU  
MARCHÉ DE LA ZONE EURO**

En termes de secteurs, la différence Europe – États-Unis n'est pas mince. Aux prix actuels, la capitalisation boursière de Google, Amazon, Apple et Facebook additionnée à celle de Tencent, Baidu et Alibaba (les trois géants technologiques chinois) est plus importante que l'ensemble du marché de la zone euro. Le fait que sept entreprises technologiques (ou liées aux technologies) affichent une valeur supérieure à l'ensemble des marchés d'actions de toute une région nous éclaire soit sur une surévaluation de certaines actions d'une ampleur inédite depuis la fin des années 1990, soit sur un développement et une innovation technologiques d'une telle rapidité et d'une telle envergure qu'ils perturbent et influencent les modèles économiques traditionnels. Ils propulsent ainsi la croissance à des niveaux significativement et durablement supérieurs à celle des autres secteurs.

Évidemment, la réponse réside un peu dans ces deux explications à la fois, et il y a peu de doutes sur l'impact du développement technologique sur l'amélioration et la destruction de modèles économiques traditionnels dans un très grand nombre de secteurs. De plus, le rythme de cette évolution est tel qu'il est de plus en plus important d'identifier les gagnants et les perdants afin de pouvoir estimer les conséquences pour les investisseurs en actions.

Par ailleurs, l'Europe doit faire face au poids des actions financières, qui se monte à près de 20%. Certes, ce pourcentage n'est pas complètement différent des autres marchés, et notamment du marché américain, mais le secteur financier américain a bénéficié de trois catalyseurs de croissance qui font défaut à son homologue européen. Il s'agit des réductions d'impôts, du retrait de lourdes réglementations et d'une augmentation progressive des taux d'intérêt (même si la courbe de rendement américaine reste encore très plate). À l'inverse, la BCE a annoncé lors de sa réunion du 14 juin qu'elle maintiendrait ses taux d'intérêt jusqu'à l'été 2019. Le maintien de taux d'intérêt d'« urgence » sur une longue période n'est pas sain et cela reflète un manque de confiance persistant dans la capacité de la croissance et de l'inflation à s'autoalimenter, ce qui n'est pas pour venir en aide aux banques. Si l'on ajoute à cela les nouvelles préoccupations liées à la situation politique en Italie (et les répercussions sur les banques italiennes et les autres détenteurs de dette italienne) ainsi que les inquiétudes particulières concernant Deutsche Bank et d'autres noms qui servent de baromètre, il n'est pas surprenant que le secteur ait subi une baisse de plus de 10 % cette année, ce qui a très certainement contribué à la faiblesse de la performance de la région.

Les valeurs financières et technologiques constituent certainement les secteurs de marché les plus importants, et c'est pourquoi les investisseurs ont besoin de savoir si les conditions énumérées qui prévalent actuellement risquent de se maintenir ou non. Nous pensons qu'il faudrait un changement considérable à la hausse des perspectives d'inflation pour qu'un certain nombre de titres mondiaux dits « value » puissent repartir durablement à la hausse. À l'heure actuelle, le marché obligataire ne se comporte pas comme si cela était probable, et c'est également notre opinion. Cela ne veut pas dire que nous n'envisionons pas de progressions importantes des valeurs industrielles et de biens d'équipement avec, par exemple, la remontée de l'investissement des entreprises, mais cela laisse encore de la marge aux titres technologiques qui devraient continuer de bien performer.

## PHASE FINALE DU CYCLE N'EST PAS SYNONYME DE FIN DU CYCLE

Il nous est souvent demandé si la phase finale du cycle implique la fin de ce cycle. La réponse est cruciale dans la mesure où les rendements d'action à la fin d'un cycle sont généralement plus faibles et en-dessous des rendements moyens sur le cycle entier. Certes, certaines données, notamment celles des indices américains PPI et PMI, mettent en lumière un cycle dans sa phase finale, mais plusieurs signaux contredisent une arrivée de la fin du marché haussier. Premièrement, on observe des bénéfices qui continuent d'augmenter ET des surprises de bénéfices nets dans le décile supérieur (ce qui laisse penser que les analystes ne se sont pas encore montrés trop optimistes jusqu'à présent). Deuxièmement, malgré des augmentations de taux d'intérêt, les rendements américains à deux ans restent au-dessus du taux des fonds fédéraux, ce qui signifie que la Fed reste accommodante, ce qui n'est pas caractéristique des fins de cycle. L'exubérance des CEO est éloignée des niveaux associés avec la fin des cycles. Certes, on observe des niveaux importants de rachats d'action et d'activité de fusions-acquisitions, mais le rapport ventes/dépenses d'investissement est bas en comparaison des normes historiques, ce qui reflète le manque de confiance des CEO à réinvestir dans leurs entreprises.

Le cuivre poursuit sur une tendance haussière, les actions américaines liées au transport (route et rail) sont relativement proches de leur pic de performance relative et les actions de biens de consommation de base et de services aux collectivités, qui, généralement commencent à augmenter lorsque se profilent les derniers moments du cycle, continuent de rester en retrait sur une base comparative.

**BON NOMBRE DES TENDANCES  
ET DES THÈMES AUJOURD'HUI MIS  
EN ÉVIDENCE SE POURRAIENT  
ET POURRAIENT S'ACCENTUER**

Nous pensons que nous nous trouvons dans une situation de cycle étendu et que bon nombre des tendances et des thèmes aujourd'hui mis en évidence se poursuivront et pourraient s'accroître. Le changement technologique en fait partie et il continuera de peser sur les entreprises qui n'en tirent pas parti pour adapter leur activité. Les technologies de l'information (TI) ont déjà transformé divers segments de l'économie, notamment les communications, la distribution, la santé et bien d'autres segments encore.

L'humanité est dépendante des données et de leur mise à disposition instantanée (accès sans fil, téléphones mobiles). Si vous aviez acheté des actions de chaque application de votre écran de smartphone il y a quelques années, vous auriez obtenu des résultats plus que satisfaisants. À plus long terme, les TI transformeront la plupart des domaines qu'elles n'ont pas encore impactés. Les êtres humains seront libérés des corvées que représentent la possession ou la conduite de leurs voitures, et les robots et l'intelligence artificielle entraîneront des changements majeurs de notre mode de vie au cours des prochaines décennies.

Grâce aux dépenses d'investissement nécessaires pour répondre à la demande et à la volonté de faire émerger cette révolution des TI, les actions des entreprises continueront d'être portées par la marée montante. Cependant, malgré tous les effets positifs, tels que les gains de productivité, l'augmentation du niveau et de l'espérance de vie, les effets négatifs des TI sont une réalité, car elles permettent l'émergence de puissances monopolistiques qui réussissent à maintenir leur leadership sur le marché. Il semble que cela soit déjà le cas, et les autorités ont peu réagi pour contenir ce phénomène. De plus, cela survient après une période de plusieurs décennies au cours desquelles le partage de la valeur ajoutée s'est déformée en faveur du capital et au détriment du travail. Il n'en faut pas plus pour expliquer les désillusions des salariés et des électeurs, ce qui pourrait être extrêmement dommageable à nos démocraties déjà instables si la problématique n'était pas traitée.

Il y a peu de doute sur le fait que la période qui a commencé en 2009 a été particulièrement propice pour les investisseurs. Cependant, il ne faut pas perdre de vue les facteurs à l'origine d'une tendance haussière véritablement extraordinaire sur les marchés d'actions depuis 1981. Parmi ces facteurs, on trouve l'augmentation de la part des bénéfices agrégés dans le PIB, le taux de croissance des bénéfices agrégés et du bénéfice par action, l'incroyable déclin du niveau des taux d'intérêt (taux d'actualisation du marché) au cours de cette période, ainsi que le retrait d'actions du marché à travers le rachat d'actions par les entreprises. La concomitance de ces facteurs favorables aux actions est remarquable d'un point de vue historique. Néanmoins, de la même manière que la probabilité d'une telle concomitance est très faible, la probabilité qu'elle se répète à partir de maintenant est également faible, et il est probable que l'on assiste à une inversion moyenne de ces fondamentaux à l'avenir. Si cela devait se vérifier, alors l'indexation pourrait s'avérer aussi problématique au cours des prochaines décennies qu'elle aura été une réussite au cours des dernières. En outre, avec l'accélération de l'obsolescence des modèles économiques, il est probable qu'il y ait plus de perdants que de gagnants, ce qui devrait rendre plus facile la surperformance par rapport à l'indice. L'investissement dans un indice par le biais d'ETF pourrait avoir déjà connu ses meilleures heures.

Les informations sur les valeurs ne sauraient être assimilées à une opinion d'Edmond de Rothschild sur l'évolution prévisible desdites valeurs et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent. Ces informations ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter ou de vendre ces valeurs.



GILLES PRINCE  
HEAD OF DISCRETIONARY  
PORTFOLIO MANAGEMENT  
& CIO SWITZERLAND  
EDMOND DE ROTHSCHILD  
(SUISSE)

# COMPRENDRE LES EFFETS DE CHANGE SUR LA CONSTRUCTION D'UN PORTEFEUILLE



Couvrir systématiquement, accepter passivement ou gérer activement son exposition monétaire sont les trois possibilités de gestion du change. Nous préférons la gestion active

On ne peut pas faire abstraction de l'exposition monétaire dans un portefeuille tant du point de vue du risque que de la génération de performance

Une exposition en devise étrangère comme le dollar américain, le yen japonais ou le franc suisse peut servir à rendre un portefeuille plus robuste selon le scénario d'investissement

Le marché de devises est le plus liquide, global et d'une certaine manière complexe. Il est intrinsèquement lié à la macroéconomie, au commerce international, sujet au positionnement des spéculateurs, ou à l'intervention des banques centrales. La juste valeur d'une devise est donc notablement difficile à estimer et peut significativement et durablement dévier de son équilibre. Sa volatilité peut aussi être grande et soudaine, et infliger des pertes conséquentes. Pourtant, les expositions monétaires composent inévitablement de manière directe ou indirecte tout portefeuille internationalement diversifié. Il est donc impératif selon nous d'analyser et gérer son exposition monétaire comme étant l'une des classes d'actifs principales. Comprendre les effets de change sur la construction d'un portefeuille est un élément-clé de la gestion.

## TROIS MANIÈRES D'INTÉGRER LES DEVICES

Nous distinguons trois possibilités de gérer les monnaies dans un portefeuille. Dans le premier cas, l'aspect monétaire est intégré dans la décision d'investissement. Un actif financier représente dès lors un double positionnement, puisqu'on considérera à la fois sa monnaie de base et ses qualités propres. En fin de compte, un portefeuille international diversifié sera

composé de plusieurs, voire d'une mosaïque de monnaies. Avec cette approche, les devises créent une volatilité supplémentaire, parfois non négligeable qui peut impacter fortement la performance d'un compte multi classes d'actifs. Pour s'en convaincre, souvenons-nous des épisodes d'appréciation du dollar américain (1995-1996 ou 2012-2013) ou peu de devises ont pu résister au billet vert. Notons aussi que l'effet de la volatilité des devises est d'autant plus fort si le profil de risque du portefeuille est défensif, puisque la volatilité du change l'emporte sur les autres classes d'actifs. Cet effet est souvent sous-estimé. On voudra donc prendre moins de risques de change dans un portefeuille défensif.

L'EFFET DE LA VOLATILITÉ  
DES DEVICES EST D'AUTANT PLUS  
FORT SI LE PROFIL DE RISQUE  
DU PORTEFEUILLE EST DÉFENSIF

Dans le deuxième cas, le raisonnement est inversé et la décision d'investissement monétaire est dissociée de l'actif financier. On estime qu'il n'est pas souhaitable d'avoir une quelconque exposition monétaire et que par conséquent toute devise étrangère doit être couverte. Le postulat de base est de considérer que sur le long terme, les devises ne créent pas, ou pas suffisamment, de valeur pour compenser leur risque. Des contrats à terme sont alors employés systématiquement sur chaque devise et recon-

duits à chaque échéance afin d'éliminer le risque de change. Ces couvertures ont toutefois un coût, ou un avantage que l'on peut estimer en comparant les taux d'intérêt de court terme des marchés domestique et étranger. Plus le différentiel de taux est important et plus la différence de performance sera importante. Dans un portefeuille diversifié, cette approche paraît extrême et prive le gérant de sources de rendement supplémentaires. De plus, certaines devises moins liquides ou sujettes à un contrôle des changes ne peuvent être que difficilement couvertes.

L'approche active est celle qui est la plus proche de notre philosophie d'investissement et en quelque sorte combine les deux premières approches. Notre point de départ est de considérer notre portefeuille international comme étant neutre au risque de change, soit sans paris actifs par rapport à un benchmark ou sans exposition en absolu. Chaque exposition monétaire est donc consciemment désirée et correspond à une conviction. Nous dissociions ici la gestion monétaire de la décision d'investissement et comprenons donc les devises comme une classe d'actif à part entière. Cela nous oblige dès lors à analyser et comprendre en détail chaque paire de devises et son impact sur le portefeuille, mais aussi de considérer le coût des couvertures. Ainsi, pour un portefeuille en francs suisses, le différentiel de taux entre le dollar et le franc actuellement de plus de 3%, ainsi qu'une pente américaine des taux d'intérêt presque plate incitent peu le gestionnaire à investir en obligations américaines couvertes du risque de change. Le rendement attendu net est en effet presque le même. L'avantage de notre approche est d'associer une conviction avec une gestion du risque pragmatique. Nous reconnaissons donc expressément que les devises sont une classe d'actif qui peut générer un rendement supplémentaire, mais aussi le fait qu'elles sont une source de volatilité de nos portefeuilles. C'est pourquoi nous avons besoin d'une réelle conviction pour intégrer une exposition de change en portefeuille.

#### DES EXPOSITIONS PAR CONVICTION

Les analyses de nos économistes et stratégestes ont par conséquent une importance particulière. L'utilisation de modèles financiers basés sur les fondamentaux économiques, sur une approche économétrique ou plus simplement sur la parité des pouvoirs d'achat peuvent nous aider à estimer l'écart entre la valeur intrinsèque et le cours actuel d'une paire de devises. Ces modèles ne fonctionnent toutefois au mieux que lorsque les écarts de valorisation sont extrêmes, et ne garantissent pas le timing du retour à la « fair value ». Certaines devises comme la couronne norvégienne ou le franc suisse sont connues pour rester systématiquement sur- ou sous-évaluées. L'analyse doit donc être complé-

tée par des aspects plus subjectifs, par exemple de flux financiers, du positionnement spéculatif des traders de contrats futures ou par l'analyse technique pour développer une vue tactique de court, moyen ou même de long terme. L'expérience récente du dollar nous a enseigné que le marché peut donner plus ou moins d'importance à un facteur en particulier, par exemple les déficits budgétaires et de compte courant, avant d'attacher plus d'importance à un autre facteur comme le différentiel des taux d'intérêt réels. Ainsi, après avoir stagné dans une fourchette entre 1.22 et 1.25, l'EUR/USD a finalement baissé jusqu'aux environs de 1.16. En dernière analyse, le raisonnement économique, la direction et l'ampleur du mouvement attendu sont pour nous les moteurs pour développer une conviction.

LES DEVISES PEUVENT JOUER UN RÔLE  
DIFFÉRENT EN FONCTION NOTAMMENT  
DU CYCLE ÉCONOMIQUE OU DU  
SENTIMENT DE MARCHÉ

#### LES DEVISES COMME CLASSE D'ACTIF

Toutes les devises ne sont pas égales en construction de portefeuille. Elles peuvent jouer un rôle différent en fonction notamment du cycle économique ou du sentiment de marché. Leurs corrélations et sensibilités aux autres actifs peuvent d'ailleurs endommager la pertinence d'une conviction, d'où la nécessité de séparer les décisions monétaires et d'investissement. Certaines devises auront par exemple une composante « matières premières » liée à l'activité économique. Le rouble russe, la couronne norvégienne ou le dollar canadien ont ainsi une certaine sensibilité à l'évolution des prix du pétrole. Dès lors, investir en roubles contient de facto une exposition secondaire au pétrole dont il faut tenir compte. Le dollar américain est généralement perçu comme une devise anti-cyclique qui a par exemple tendance à s'apprécier lorsque la croissance économique mondiale faiblit, voire lorsque le commerce mondial ralentit. De ce point de vue, le risque de guerre commerciale et le différentiel de croissance économique entre les Etats-Unis et le reste du monde pourraient apporter un peu de support au renforcement du dollar. Liées à ceci, les devises des pays émergents ayant en particulier une dette extérieure importante sont négativement affectées par l'appréciation du billet vert. Il en va de même pour l'or, et dans une moindre mesure d'autres métaux négociés en dollar qui ont aussi une sensibilité négative. Le dollar peut donc représenter un élément stabilisateur en portefeuille. Dès lors, quelle allocation au dollar américain faut-il dans un portefeuille qui contient à la fois une exposition aux pays émergents et de l'or, dans un

scénario économique où le dollar se renforce ? La question n'est pas triviale, loin de là, puisque l'absence d'exposition au billet vert équivaut du moins statistiquement à une sensibilité négative bien que variable... Finalement, il faut savoir que d'autres devises comme le yen japonais ou le franc suisse font souvent office d'îlots de stabilité lorsque les marchés financiers se grippent. Les récentes crises financières et stress de marché (par exemple au premier trimestre 2016 lorsque le yen est passé de 121 à 100 contre le dollar) ont montré que les investisseurs se replient sur ces valeurs refuges impliquant de facto une appréciation de ces devises. Détenir des expositions à ces monnaies lorsque les marchés sont instables est à recommander.

En conclusion, il est impossible à nos yeux de dissocier la construction de portefeuille de l'analyse de l'exposition monétaire. D'une part, nous voulons développer des convictions pour générer de la performance additionnelle, et d'autre part, nous utilisons les devises dans le but de stabiliser un portefeuille diversifié. Plus que jamais, l'environnement de marché caractérisé par une plus grande volatilité demande une gestion de portefeuille intelligente, réactive et tactique. Aujourd'hui, selon nous, une exposition au dollar américain permet à la fois de stabiliser un portefeuille et de bénéficier d'une possible appréciation, alors qu'une allocation au yen japonais permettra d'atténuer un éventuel accès de fièvre des marchés financiers.

# L'ANALYSE CROISÉE MACRO/ MARCHÉ : ET SI L'INFLATION REVENAIT ?



MATHILDE LEMOINE  
GROUP CHIEF  
ECONOMIST



BENJAMIN MELMAN  
DIRECTEUR ALLOCATION D'ACTIFS  
ET DETTES SOUVERAINES



L'évolution de l'inflation est de plus en plus déterminée par des éléments d'appréciation subjectifs des investisseurs... ce qui accentue sa volatilité

Les recettes classiques pour prémunir son portefeuille d'une remontée brutale des prix ont évolué en conséquence

Une gestion active doit permettre aux portefeuilles de traverser des épisodes inflationnistes

Deux phénomènes majeurs ont modifié l'évolution de l'inflation. Premièrement, la mondialisation a engendré une concurrence internationale qui a favorisé l'émergence de prix mondiaux. Ainsi, les prix de vente observés dans chaque pays sont moins sensibles à la situation du marché du travail domestique mais désormais influencés par la situation économique mondiale. Deuxièmement, les marchés financiers ont pris une place de plus en plus importante et cette tendance devrait encore s'accroître puisque la zone euro comme la Chine cherchent à développer le financement direct des entreprises. En conséquence, les prix à la consommation varient désormais en fonction de ce qu'anticipent les investisseurs en matière d'inflation.

C'est parce que les investisseurs croient que l'inflation va accélérer que les chefs d'entreprise vont pouvoir remonter leurs prix de vente. Ces deux évolutions macro-économiques structurelles nous conduisent à regarder les évolutions de l'inflation avec prudence dans la mesure où elles sont désormais fonction de facteurs subjectifs très éloignés de l'analyse de la situation du marché du travail contrairement à ce qui prévalait au XXème siècle. En conséquence, les tensions inflationnistes peuvent ressurgir à

**LES TENSIONS INFLATIONNISTES  
PEUVENT RESSURGIR À TOUT MOMENT  
INDÉPENDAMMENT DE LA RÉALITÉ  
DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE**

tout moment indépendamment de la réalité de la situation économique. Par ailleurs, les investisseurs n'ont jamais été aussi sensibles à l'évolution du prix du pétrole. Une hausse rapide de l'or noir peut donc avoir des conséquences sur les marchés bien plus marquées sur le prix des actifs et donc sur les prix à la consommation, ce qui précipiterait l'économie mondiale dans un cycle récessif.

**DOIT-ON ADAPTER SA FAÇON  
D'INVESTIR À CES ÉVOLUTIONS  
STRUCTURELLES ?**

Les anticipations d'inflation n'ayant fait qu'essentiellement baisser depuis 35 ans, le passé récent manque d'exemples concrets pour un tour complet.

Deux éléments émergent cependant :

- › L'inflation élevée n'a historiquement jamais fait bon ménage avec les portefeuilles financiers : elle pénalise non seulement la performance des obligations mais aussi celle des actions,

cassant ainsi le mythe de « l'actif réel » protecteur. Ainsi, aux Etats-Unis, dans les années 1970, si le rendement réel d'un indice obligataire était de -1.7% par an, il était de -0.7% sur les actions, à peine mieux que les bons du Trésor (-1%)<sup>1</sup>. Des travaux de modélisation confirment qu'un choc inflationniste aurait un impact négatif les trois premières années sur les actions, moins prononcé que sur les obligations mais en revanche plus persistant dans le temps vu que la remontée des taux d'intérêts finirait par protéger la performance obligataire. Une analyse des valorisations des marchés d'actions montre que la zone préférée d'inflation se situe entre 1% et 3%<sup>2</sup> (car c'est historiquement à l'intérieur de cette fourchette que les P/E<sup>3</sup> sont généralement les plus élevés).

- › Une remontée significative des anticipations d'inflation conduirait les banques centrales à rehausser le niveau des taux réels. L'effet sur la croissance mondiale serait d'autant plus négatif que l'économie mondiale est aujourd'hui très endettée. Ces éléments laissent à penser que les actions ne seraient pas plus un refuge que lors des années 1970.

Les obligations indexées à l'inflation ainsi que l'or devraient tirer leur épingle du jeu mais la remontée des taux réels pénaliseraient leurs performances, rendant plus incertain le comportement de ces instruments le long d'un cycle inflationniste. Quant à l'immobilier, si le physique semble offrir un niveau de protection satisfaisant, les REITS<sup>4</sup> peinent globalement à proposer les mêmes caractéristiques. Les matières premières offrent une protection convenable contre le risque inflationniste, mais de façon assez volatile et pas nécessairement durable.

Les récents développements macro-économiques montrent que l'inflation peut à tout moment s'emballer même si à ce stade ce n'est pas notre scénario central. Si toutefois elle devait revenir, méfions-nous des lieux communs car il n'y a pas de solutions permanentes et évidentes. C'est davantage avec une gestion active, en privilégiant certains styles de gestion, que les portefeuilles traverseront des épisodes inflationnistes.

---

Pour aller plus loin, retrouvez l'intégralité de nos analyses macro-économiques dans le document intitulé « La financiarisation des prix à la consommation » n°3, mars 2018

---



<sup>1</sup> Source : Triumph of the Optimists / 101 years of global investment returns by Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton.

<sup>2</sup> Source : Edmond de Rothschild Asset Management.

<sup>3</sup> Le price-earning ratio (PER, ou P/E) est également appelé « ratio cours sur bénéfices ».

<sup>4</sup> Les Real Estate Investment Trust sont des foncières cotées.





MURIEL TAILHADES  
DIRECTEUR DES  
INVESTISSEMENTS  
EDMOND DE ROTHSCHILD  
(FRANCE)

# INDICES/BENCHMARKS/ ETF : SUCCÈS MONSTRE OU MONSTRUEUX SUCCÈS ?



Les indices et les produits  
qui les répliquent font florès

Le phénomène est tel, qu'il  
modifie la structure des  
marchés

Diversifier les approches de  
gestion est plus que jamais  
nécessaire

Les indices rythment nos vies d'investisseurs et jouent un rôle important dans le fonctionnement des marchés. Prenons un peu de recul sur leur construction et sur l'émergence de la gestion indicielle. De par leur longévité, les indices actions ont abondamment été étudiés et cet article porte exclusivement sur eux.

Investir au 19<sup>ième</sup> siècle consistait à devenir actionnaire d'entreprises dont on jugeait l'activité, les perspectives et les résultats intéressants. Investir au 21<sup>ième</sup> siècle peut prendre quantité d'autres formes mais de plus en plus fréquemment, investir consiste à acheter le « marché » dans une approche infiniment plus court-termiste que nos arrière-grands-parents. C'est un but louable mais, même si représenter un « marché » est la promesse simple et séduisante des indices, ces derniers reflètent-ils vraiment ce qu'ils sont supposés refléter ?

## UN PEU D'HISTOIRE

New-York, 1896, les journalistes Charles Dow et Edward Jones conçoivent l'idée de représenter le marché boursier américain à travers un indice, c'est une première. Le mode de construction en est simple, les trente valeurs sont pondérées par leur prix unitaire: l'indice comprend une action de chaque entreprise. Les biais de construction sont nombreux, outre le parti pris initial de créer un indice reflétant la nouvelle économie industrielle de l'époque, le prix des actions n'a pas grand-chose à voir avec la réalité économique des entreprises. Cette approche accorde par

ailleurs un poids important aux actions ayant des cours élevés. L'étrange animal qu'est le Dow Jones est sans conteste une représentation subjective du marché américain.

---

Savez-vous qu'il existe aujourd'hui plus  
d'indices que de valeurs cotées ?

---

Les années 50 voient l'émergence du S&P 500 et avec lui un nouveau mode de construction d'indices qui demeure le plus populaire à ce jour : la pondération des valeurs dépend de leur capitalisation boursière ainsi que de leur flottant. La plupart des indices européens, créés dans les années 1980, fonctionnent sur ce modèle. Ils ont pris une telle importance ces dernières années qu'on ne conçoit plus d'évoquer l'évolution d'un marché national autrement qu'en se référant à celle de son indice phare.

Et pourtant, les indices pondérés des capitalisations boursières ne sont pas dénués de biais, c'est d'autant plus vrai que l'indice repose sur un nombre restreint de valeurs. C'est ainsi que l'indice suisse SMI vit au rythme d'une entreprise comme Nestlé, que l'indice français, le CAC40, tousse ou s'emballe en même temps que les valeurs du luxe et de Total.

Comme le Dow Jones, les indices pondérés des capitalisations boursières comportent donc eux aussi des biais et sont des outils procycliques. Avant l'éclatement de la bulle technologique, au début des années 2000, les valeurs TMT (tech-

nologie, médias, télécoms) étaient surreprésentées, puis nombre d'entre elles ont disparu des indices. Le même phénomène s'est reproduit en 2007 avec les secteurs de la banque et de l'énergie.

Acheter les valeurs de l'indice, c'est souvent acheter des valeurs qui ont déjà connu un parcours boursier exceptionnel et affichent des niveaux de valorisation plus élevés que les actions n'ayant pas le redoutable honneur des indices.

## BENCHMARKS

A l'avènement des indices a succédé l'avènement des benchmarks. Les années 1990 ont vu fleurir de la part des fonds de pension et autres organismes institutionnels, des instructions très précises à l'attention de leurs gérants d'actifs. Ces derniers se doivent de respecter un niveau donné de tracking error (marges de manœuvres autorisées autour de l'indice). L'objectif est clair : limiter les dommages potentiels du gérant qui deviendrait subitement défaillant. L'avantage pour le gérant est qu'il peut facilement mesurer sa contribution personnelle.

Même si cela ressemble à un contrat optimal pour les deux bords, cette approche comporte un biais de taille, le gérant doit être vigilant quant aux positions inférieures aux plus gros poids de l'indice. Si ces actions progressent, les ennuis commencent, le gérant sera contraint de les acheter pour respecter ses limites de tracking error. C'est le problème rencontré par les gérants *value*<sup>1</sup> disposant de contraintes trop strictes : se voir contraints d'acheter des *bubble stocks*<sup>2</sup> dont ils jugent le prix aberrant. La conséquence de tout cela est une fois encore la surévaluation de certains titres et la formation de bulles.

Le phénomène pourrait paraître anecdotique mais ne l'est pas. A l'échelle du marché, les effets du benchmarking ont été suffisamment puissants pour modifier la hiérarchie des risques observés sur des études empiriques datant d'avant cette période (ce point est développé dans le paragraphe sur les ETF). Moins les gérants sont libres (faible tracking error), plus le phénomène s'accroît.

## ETF OU TRACKERS

Après l'offensive « benchmark », les esprits étaient prêts dans les années 2000 à voir l'émergence de produits de gestion passive. Il s'agit d'offrir des véhicules permettant d'acheter l'indice dans son intégralité. Leur succès est spectaculaire puisqu'ils représentent désormais 35% des actifs gérés mondialement. Des différences importantes existent selon les marchés. Le poids de la gestion passive est de 40% aux Etats-Unis et de 30% en Europe.

<sup>1</sup> Recherche d'actions disposant d'un prix raisonnable.

<sup>2</sup> Actions dont le cours croît à un point tel qu'il ne peut plus s'expliquer facilement par des éléments fondamentaux.

## LES ETF CONDUISENT À UNE SITUATION OÙ LES DÉCISIONS D'ACHAT OU DE VENTE SE PRENNENT EN FONCTION DE TENDANCES DE MARCHÉ

La gestion passive a un atout de taille : proposée à des prix très attractifs, elle permet de minorer le coût des investissements. Les ETF conduisent cependant à une situation où les décisions d'achat ou de vente ne se prennent plus en fonction des caractéristiques des entreprises mais en fonction de tendances de marché. Toutes les actions sont acquises en même temps et revendues en même temps. Ainsi, un marché sur lequel la proportion de gestion passive croît, verra augmenter la corrélation entre les actions composant les indices. L'effet de diversification décroît ! Cela signifie que ces marchés sont beaucoup plus vulnérables en cas de retournement.

Diverses études démontrent, par ailleurs, que ces phénomènes de « co-mouvements » se retrouvent également sur des éléments comme l'espérance de gain qui a tendance à s'homogénéiser ou le risque de liquidité qui a tendance à croître.

## ET DEMAIN ?

Un nombre de plus en plus élevé de transactions boursières n'a pas grand-chose à voir avec la valeur fondamentale des actifs. La plupart de ces transactions sont des transactions de court terme. Notre investisseur du 19ième serait surpris par la brutale accélération du « temps de l'investissement » ! Que dirait-il, d'ailleurs, de la fréquence très rapprochée de valorisation des actifs ? Il se demanderait sans doute à quoi cela peut servir.

Nous, gérants du 21<sup>e</sup> siècle, serions ravis de lui conseiller de garder ses bonnes habitudes et de conserver durablement et majoritairement un solide portefeuille d'actions - non contraint - en tâchant de repérer des entreprises qui ne seraient pas trop soumises aux aléas précédemment cités. Nous lui conseillerions de demeurer un actionnaire, responsable, averti et actif connaissant chacune des entreprises composant son portefeuille.

Nous lui dirions probablement aussi de regarder les nouveaux outils mis à sa disposition par les marchés actuels, trackers compris, pour diversifier les approches de gestion. Un peu de momentum dans une stratégie globale, après tout, c'est utile et pas cher.

A l'instar de notre Hibernatus, la prise de conscience des phénomènes précédemment évoqués est réelle et a d'ores et déjà fait évoluer notre industrie. Benchmarking et tracking error ont moins le vent en poupe. La gestion active devient très active. L'une des vocations de la toute jeune gestion alternative (à l'échelle des marchés boursiers) n'est-elle pas de s'affranchir des benchmarks ?

Par ailleurs, une gestion nécessairement moins contrainte fait beaucoup parler d'elle depuis 10 ans, c'est la gestion ESG (pour Environnement, Social et Gouvernance).

Il existe plusieurs raisons pour lesquelles un investisseur peut choisir une approche ESG :

- › Avoir un impact concret sur des questions environnementales ou sociales
- › La conviction que sur le long terme, les entreprises qui se préoccupent de ces sujets seront de meilleure qualité que les autres
- › S'épargner la publicité de détenir des entreprises moralement questionnables

En réalité, peu importe le motif qui a conduit à s'intéresser à cette approche, tous ces motifs contribuent à faire de ce domaine l'un des rares à proscrire le court-termisme. Il est un formidable creuset pour une gestion vraiment active pour laquelle nos clients/partenaires nous offrent ce qui nous fait trop souvent défaut ainsi qu'aux entreprises qui ont choisi les marchés de capitaux : du temps.

Sources :

Curse of the Benchmarks, march 2016 – Dimitri Vayanos, Paul Woolley - London School of Economics

Index-Linked Investing : A curse for the Stability of Financial Markets around the Globe ?, spring 2016 – Lidia Bolla, Alexander Kohler, Hagen Wittig – Algofin AG, Deloitte Consulting

How Index Trading Increases Market Vulnerability, September 2011 – Rodney Sullivan, James X. Xiong – Financial Analysts Journal

ETF : Exchange traded funds

---

**Achévé de rédiger le 2 juillet 2018**

© AdobeStock.com

Réalisation & production : Communication & Marketing - Edmond de Rothschild (France)

## INFORMATION JURIDIQUE IMPORTANTE

Cette brochure est émise par Edmond de Rothschild Asset Management (France). Les entités suivantes, y compris leurs filiales et succursales, se contentent de le mettre à disposition de leurs clients : Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., établie au 18 rue de Hesse 1204 Genève, Suisse, placée sous la supervision de la FINMA, Edmond de Rothschild (Europe) S.A., établie au 20 boulevard Emmanuel Servais, 2535 Luxembourg, Grand-duché de Luxembourg et placée sous la supervision de la Commission de Surveillance du Secteur Financier à Luxembourg, ainsi que Edmond de Rothschild (France), S.A. à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 83 075 820 euros - RCS Paris 572 037 026, établie au 47 rue du Faubourg Saint-Honoré 75008 Paris.

Ce document n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Toute reproduction ou utilisation de tout ou partie de son contenu est strictement interdite sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild.

Les informations figurant dans ce document ne sauraient être assimilées à une offre ou une sollicitation de transaction dans une juridiction dans laquelle ladite offre ou sollicitation serait illégale ou dans laquelle la personne à l'origine de cette offre ou sollicitation n'est pas autorisée à agir. Ce document ne constitue pas et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement, un conseil fiscal ou juridique, ou une recommandation d'acheter, de vendre ou de continuer à détenir un investissement. Edmond de Rothschild Asset Management ou toute autre entité du groupe Edmond de Rothschild ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base des informations figurant dans ce document.

Cette brochure n'a pas été revue ou approuvée par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, projections, et autres éléments figurant dans cette communication reflètent le sentiment d'Edmond de Rothschild Asset Management sur les marchés, leur évolution, compte tenu du contexte économique et des informations possédées à ce jour. Ils peuvent ne plus être pertinents au jour où l'investisseur en prend connaissance. Edmond de Rothschild Asset Management ne saurait être tenu responsable de la qualité ou l'exactitude des informations et données économiques issues de tiers.

Tout investissement comporte des risques spécifiques. Il est ainsi recommandé à l'investisseur de s'assurer de l'adéquation de tout investissement à sa situation personnelle en ayant recours le cas échéant à des conseils indépendants. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps. Elles peuvent notamment être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change.

Edmond de Rothschild Asset Management est le nom commercial des entités de gestion d'actifs du groupe Edmond de Rothschild. Ce nom fait également référence à la division Asset Management du groupe Edmond de Rothschild.

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (France)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11 033 769 euros - 332.652.536 R.C.S. Paris Numéro d'agrément AMF GP 04000015

Copyright © EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (France) - Tous droits réservés.

EDMOND DE ROTHSCHILD, L'AUDACE DE BÂTIR L'AVENIR.