



EDMOND
DE ROTHSCHILD

N°1
JUILLET 2017

PERSPECTIVES
& CONVICTIONS

A large European Union flag with twelve yellow stars on a blue field, waving in the wind. The flag is the central focus of the lower half of the page.

L'EUROPE
retrouve de
sa superbe

Moment critique pour la
**CROISSANCE
MONDIALE ?**

Fin des programmes de
**QUANTITATIVE
EASING**

EN SYNTHÈSE

MACRO-ÉCO

- › La situation économique mondiale s'est améliorée et l'inflation est là, mais l'investissement reste timide
- › L'évolution de la politique économique chinoise est déterminante pour la croissance mondiale des prochains trimestres alors que les mesures de relance annoncées par le Président américain tardent à venir
- › La zone euro continue de se renforcer financièrement et politiquement et l'euro est solide

ALLOCATION D'ACTIFS

- › Allocation : privilégier les actions au détriment des obligations, mettre l'accent sur les zones à fort potentiel de croissance bénéficiaire
- › Actions : surpondération de la zone euro au détriment des Etats-Unis
- › Obligations : favoriser les obligations subordonnées financières, éviter le risque de taux

OBLIGATIONS

- › Les grandes banques centrales pointent vers la sortie des politiques non conventionnelles, conduites jusqu'ici avec beaucoup d'intensité
- › Les marchés financiers perdent ainsi un facteur de soutien, qui se transforme en frein. Mais cette évolution ne devrait pas changer sensiblement la donne

ACTIONS

- › La croissance renaissance du bénéfice des entreprises et les conditions monétaires salutaires soutiennent les actions pour le moment
- › Nous voyons cette période comme une extension du cycle économique déjà mature, et non pas comme un nouveau cycle
- › Les marchés devraient continuer à se caractériser par des rotations sectorielles continues jusqu'à ce que des signes clairs de la prochaine récession apparaissent

IDÉES

- › Il existe un lien direct entre fréquence d'observation d'un portefeuille et prise de risque
- › Elaborer et se remémorer régulièrement son allocation stratégique d'actifs permet de mieux accepter les turbulences subies par un actif donné

MOMENT CRITIQUE pour la CROISSANCE MONDIALE ?

MACRO-ÉCO

- › La situation économique mondiale s'est améliorée et l'inflation est là, mais l'investissement reste timide
- › L'évolution de la politique économique chinoise est déterminante pour la croissance mondiale des prochains trimestres alors que les mesures de relance annoncées par le Président américain tardent à venir
- › La zone euro continue de se renforcer financièrement et politiquement et l'euro est solide



Mathilde Lemoine
Group Chief Economist

Edmond de Rothschild

Après l'espoir d'une forte accélération de la croissance mondiale nourri par l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis, les taux d'intérêt et les taux de changes se sont rapidement normalisés. En effet, d'une part, une partie du mouvement de « reflation » résultait plutôt du changement de la politique économique chinoise, ce qui est par nature cyclique et temporaire. Le redimensionnement du plan d'infrastructure chinois a engendré une hausse des dépenses d'investissement des entreprises d'Etat de 21% en 2016 qui a lui-même impliqué une augmentation du prix des matières premières de 15 % entre août 2016 et février 2017. Le commerce mondial a bénéficié de l'amélioration des termes de l'échange des pays exportateurs de matières premières et de la reprise du cycle industriel dans la mesure où il est encore très dépendant de l'investissement. D'autre part, l'appréciation du dollar et la hausse des taux d'intérêts observé après l'élection de Donald Trump ont limité la progression de la croissance américaine en début d'année 2017 alors que le calendrier de la mise en œuvre des baisses d'impôts tarde à venir.

“ Durant les prochains trimestres, la croissance mondiale pourrait souffrir du repli récent du prix des matières premières.

Durant les prochains trimestres, la croissance mondiale pourrait souffrir du repli récent du prix des matières premières. De plus, il faudra attendre au moins le début de l'année 2018 pour voir l'impact effectif des baisses d'impôts sur l'économie réelle

américaine. Néanmoins, le ralentissement de l'activité devrait être limité par l'effet positif du reflux de l'inflation sur la consommation des ménages américains et de la zone euro et par la persistance de taux d'intérêt faibles.

Nous prévoyons donc toujours une accélération mesurée de la croissance américaine à 2.1% en 2017 après 1.6% en 2016. En 2018, si une partie des baisses d'impôts étaient mises en œuvre selon le Programme des Républicains, elle serait de 2.5% en 2018 selon nos calculs. La zone euro va bénéficier d'une politique monétaire encore très accommodante, d'une poursuite de la hausse des dépenses publiques et surtout d'une capacité nouvelle de la Banque Centrale Européenne (BCE) à déterminer de façon autonome ses taux d'intérêts qui seront donc plus cohérents avec les fondamentaux macro-économiques. Par ailleurs, cette dernière continue de pousser les banques à assainir leurs bilans en sortant les créances douteuses, ce qui permettrait à la zone euro de s'éloigner durablement du scénario de déflation à la japonaise et sous-tend notre prévision d'accélération de la croissance en zone euro en 2018 à 1.8% après 1.7% en 2017. Enfin, le Brexit étant un problème avant tout britannique, il ne devrait pas déstabiliser la zone euro. Les européens ont déjà démontré leur capacité à imposer un calendrier et des modalités de négociations au Royaume-Uni. Les pays émergents devraient, quant à eux, voir leur croissance atteindre 4.6% en 2017 après 4.1% en 2016 malgré la décélération récente du prix des matières premières.

En 2017 comme en 2018, la croissance mondiale va rester contrainte par le poids de la dette qui continue de s'alourdir partout dans le monde, ce qui est également une source d'instabilité. Ainsi, l'inflation sous-jacente demeurerait mesurée, ce qui permettrait aux banques centrales de mener des politiques monétaires toujours accommodantes tout en évitant une hausse des taux d'intérêt trop rapide et trop forte.

.....
Pour aller plus loin, retrouver l'intégralité de nos analyses macro-économiques dans le document intitulé « Prévisions Macro-économiques n°3 »

L'EUROPE retrouve de sa SUPERBE

ALLOCATION D'ACTIFS

- › Allocation : privilégier les actions au détriment des obligations, mettre l'accent sur les zones à fort potentiel de croissance bénéficiaire
- › Actions : surpondération de la zone euro au détriment des Etats-Unis
- › Obligations : favoriser les obligations subordonnées financières, éviter le risque de taux



Philippe Uzan
Directeur des gestions
Edmond de Rothschild
Asset Management

Les marchés financiers ont signé un premier semestre dynamique, notamment grâce à la levée d'incertitudes politiques majeures et à des indicateurs économiques de bonne facture. A l'aube de la seconde moitié de l'année, les investisseurs adoptent une stratégie de « wait and see ». Préoccupés par le niveau de l'inflation et des cours du pétrole de nouveau à la baisse ce printemps, interrogatifs sur la solidité et l'âge de la reprise américaine, suspendus aux lèvres des banquiers centraux, les marchés sont à la recherche de nouveaux catalyseurs. Toutefois, une zone géographique se distingue particulièrement. L'Europe continentale, dont les fondamentaux restent solides, dispose de bon nombre d'atouts économiques et politiques pour retrouver les faveurs des investisseurs.

UN ENVIRONNEMENT MONETAIRE UN PEU PLUS INCERTAIN

La reprise mondiale se poursuit à bon rythme, les évolutions récentes pointant la fin de la phase d'accélération pour laisser la place à un ponctuel et très léger fléchissement. Cette reprise est devenue globalement très homogène sur les trois principaux continents et pour l'heure, rien ne semble être en mesure de la remettre significativement en cause. Les tensions inflationnistes restent cependant en retrait dans les pays développés, en Eurozone où le noyau dur de l'inflation reste encore assez faible et aux Etats-Unis où il a ralenti sur les 3 derniers mois.

La principale surprise des dernières semaines provient, une fois n'est pas coutume dans un bel ensemble, du changement de ton de la quasi-totalité des banques centrales du G7 (Etats-Unis, Eurozone, Angleterre, Canada à l'exception du Japon), sachant que pour les marchés, ce sont surtout la Fed et la

BCE qui joueront un rôle majeur. Les raisons de ce ton plus ferme des grands argentiers alors que l'inflation déçoit à nouveau sont plutôt diffuses mais le message, sous des formes différentes est pratiquement le même. Pour Janet Yellen comme Mario Draghi, mais à des degrés différents, comme la reprise s'installe et que la demande est robuste, la politique monétaire devra progressivement s'ajuster pour ne pas devenir trop expansionniste. Le signal émis par les banques centrales est potentiellement source d'inquiétude pour les marchés financiers, car ces derniers reflétaient déjà un net reflux des espoirs de reflation constitués l'an dernier. D'une façon générale, les politiques monétaires accommodantes ont incité ces dernières années les investisseurs à prendre des risques pour trouver de la rémunération. Tout changement est donc de nature à créer potentiellement de la volatilité à court terme.

“ Pour 2018, il est probable que la BCE engage un ralentissement progressif de ses achats d'obligations, ce que les marchés ont déjà en partie anticipé.”

Cela étant, rappelons que la Fed a jusqu'ici été très pragmatique. Elle a ainsi déjà modulé son *tapering* comme son programme de resserrement monétaire en fonction des aléas conjoncturels. Il devient difficile d'imaginer qu'il en sera autrement si l'inflation devait continuer à dévier de sa trajectoire. En Europe, dans son discours de Sintra, Mario Draghi a insisté tout particulièrement sur la prudence avec laquelle la BCE entend ajuster sa politique monétaire pour accompagner la reprise. Ainsi, pour 2018, il est probable que la BCE engage un ralentissement progressif de ses achats d'obligations, ce que les marchés ont déjà en partie anticipé. Nous ne souhaitons donc pas à ce stade extrapoler ce signal, peu convaincus de la portée de l'information nouvelle qu'il comporte concernant la Fed et sa consœur européenne.

LA REVANCHE DES ACTIONS EUROPEENNES

Victime de la prime politique, le Vieux Continent a résisté à la déferlante populiste et retrouve grâce aux yeux des investisseurs. Bien que les élections

italiennes et autrichiennes pourraient ponctuellement venir nourrir les doutes fin 2017 et début 2018, l'horizon apparaît particulièrement dégagé. Le scrutin prévu en Allemagne ne présente aucun risque à ce stade, tandis que le couple franco-allemand semble déterminé à jouer à nouveau son rôle de moteur de l'Europe. La levée du risque politique intervient au moment où la reprise gagne en intensité, comme en atteste l'enquête IFO, à un plus haut historique en juin. Quant aux marges des entreprises, longtemps déprimées, elles ont commencé à se redresser et affichent encore un potentiel de progression. La dynamique de croissance bénéficiaire, inédite depuis 2010, accélère. En outre, les valorisations relatives des actions européennes sont attractives, au regard des actions américaines ou d'autres classes d'actifs, particulièrement obligataires ou certains actifs immobiliers.

Les actions de moyennes capitalisations sont en pleine capacité de profiter du renouveau de la croissance européenne, à laquelle elles sont particulièrement sensibles. Il s'agit souvent d'entreprises ayant une forte capacité d'innovation et de création de valeur. La page des élections présidentielles et législatives refermée en France, les valeurs domestiques, handicapées jusque-là par le risque de remise en cause de la trajectoire d'amélioration en cours, se voient libérées de cette incertitude. Ainsi, le secteur bancaire, la construction ou encore la grande distribution reviennent sur le devant de la scène.

Par ailleurs, les défis auxquels doivent faire face les entreprises les invitent à se transformer en profondeur en engageant des réflexions sur leur périmètre d'activité, leur taille critique ou encore leur capacité à imposer leur prix. Cet impératif de transformation se reflète dans la très nette accélération du M&A au premier semestre 2017. Avec plus de 200 milliards d'euros en volume, les fusions/acquisitions ont battu un nouveau record depuis 10 ans. Ce mouvement concerne l'ensemble des secteurs d'activité et des sociétés de toutes tailles de capitalisation. La France compte parmi les marchés les plus actifs, la levée du risque politique ayant dissipé les doutes autour de la reprise du cycle de M&A en Europe. En outre, les taux bas offrent des conditions attractives, tandis que la bonne tenue des marchés actions et la moindre volatilité permettent une certaine stabilité des valorisations.

Le potentiel de rebond des profits nous semble également significatif au Japon, où de façon plus accentuée qu'en Europe, les marges ont un potentiel de reprise qui peut doper la dynamique des profits. Par ailleurs, la valorisation des actions japonaises reste plutôt attractive. La reprise semble également se confirmer dans le pays, tandis qu'une dynamique de reflation paraît enclenchée. Ainsi, le gouvernement réfléchit à des mesures budgétaires qui relanceraient l'économie de façon plus structurelle. En outre, le marché du travail devient si tendu qu'on devrait enfin assister à un regain de tensions salariales. Après une très nette progression depuis le début de l'année, nous prenons de façon tactique quelques

profits sur les actions émergentes. Enfin, nous sous-pondérons les actions américaines dont le potentiel d'amélioration des marges sur les mois qui viennent semble inexistant en l'absence d'une réforme fiscale d'ampleur par l'administration Trump à ce stade.

UNE APPROCHE OBLIGATAIRE « TOUT TERRAIN »

Il existe encore de nombreuses opportunités sur les marchés de taux, mais il est nécessaire à l'instar de l'année passée de conserver une approche flexible et sélective pour pouvoir en bénéficier, tant au niveau de l'allocation aux différentes composantes des marchés obligataires qu'à celui du choix des émetteurs dans les segments plus risqués. Les rendements des obligations gouvernementales des pays les mieux notés demeurent excessivement bas et n'offrent peu voire aucune protection dans un scénario de remontée, y compris légère, des taux d'intérêt. La baisse surprise du taux 10 ans américain au printemps nous conduit de nouveau à être prudent sur la durée des obligations américaines. Ce point est encore plus marqué en Europe pour les obligations allemandes et même françaises pour lesquelles nous considérons le risque comme franchement asymétrique au détriment des investisseurs. L'absence de tensions inflationnistes malgré la reprise cyclique et la poursuite par la BCE d'une politique accommodante justifient bien entendu des niveaux bien inférieurs à leur moyenne historique. Néanmoins, l'annonce probable à l'automne par Mario Draghi d'un ralentissement progressif du programme de QE en 2018 justifierait un début de normalisation dans les mois qui viennent. Sur le marché du crédit européen, les spreads des entreprises les mieux notées sont également très serrés et sont eux aussi en partie dépendants des annonces de Francfort. Nous restons donc à l'écart de ce segment de marché. Sur le high yield, une composante portage demeure mais le potentiel de resserrement supplémentaire des spreads nous semble limité.

Les obligations subordonnées financières⁽¹⁾ restent notre thème de prédilection pour le second semestre 2017, en vertu du contexte réglementaire, favorable à la classe d'actifs, mais aussi en raison de la politique de la BCE. Ce segment de marché est particulièrement sensible au risque politique de la zone euro et la levée de ces risques offre des perspectives intéressantes. Les investisseurs peuvent désormais focaliser leur attention sur la solidité des valeurs du secteur, en amélioration depuis plusieurs mois (moins de risque systémique ou encore amélioration de la solvabilité des banques). En outre, les valorisations demeurent correctes.

Notons enfin que cette classe d'actifs s'avèrerait défensive dans le cadre d'une tension sur les taux « core⁽²⁾ ». En effet, si une remontée de taux est rarement une bonne nouvelle pour les marchés obligataires, elle le serait pour le secteur financier et les obligations subordonnées surperformeraient donc l'univers obligataire.

(1) Une dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers.

(2) Taux d'intérêt des principaux pays de la zone euro.

FIN des programmes de QUANTITATIVE EASING

Quelles opportunités et quels risques ?

OBLIGATIONS

- › Les grandes banques centrales pointent vers la sortie des politiques non conventionnelles, conduites jusqu'ici avec beaucoup d'intensité
- › Les marchés financiers perdent ainsi un facteur de soutien, qui se transforme en frein. Mais cette évolution ne devrait pas changer sensiblement la donne



Benjamin Melman
Directeur Allocation d'actifs
et Dettes souveraines

Edmond de Rothschild
Asset Management

C'est dans le cadre de l'amélioration globale de l'environnement économique que la question de la fin du QE⁽¹⁾ ou de la réduction du bilan des banques centrales se pose, ouvertement aux Etats-Unis, de façon un peu plus évanescence en Eurozone.

Aux Etats-Unis, la Fed a récemment officiellement abordé la prospective de la réduction de son bilan, préparant les investisseurs à une telle éventualité.

La banque centrale soigne cette fois-ci tout particulièrement sa communication afin de ne pas répéter le précédent du *tapering*⁽²⁾, qui avait créé de nombreux soubresauts sur les marchés qui n'avaient absolument pas envisagé un tel revirement.

En Europe, nous sommes de fait déjà dans un *tapering* qui ne dit pas son nom vu que la BCE a déjà réduit ses achats d'obligations en avril. Et Mario Draghi a récemment reconnu que si la politique monétaire doit rester très expansionniste, elle s'adaptera également à son environnement pour ne pas être trop accommodante. La poursuite de la réduction des achats d'obligations semble hautement probable si la reprise se poursuit.

Si beaucoup d'études existent concernant l'impact du QE sur l'économie et les marchés, elles sont moins nombreuses à traiter des mises en œuvre de ralentissement ou de contraction du bilan, notamment du fait qu'il y a eu peu d'expériences de ce type dans un passé relativement proche. Toutefois, elles indiquent sans grande surprise qu'une telle politique a un impact (légèrement) négatif sur la croissance, le crédit bancaire, l'inflation et les performances des actions. Quant aux marchés obligataires, on peut observer que le QE a réduit le niveau général des taux d'intérêts mais également aplati la courbe des taux. Leur abandon doit donc conduire à devoir anticiper une force haussière et pentificatrice de la courbe des taux dans notre scénario. D'ailleurs, nous sommes actuellement prudents dans nos allocations sur la duration.

Il est toutefois important de noter que ces éléments doivent être intégrés dans le contexte actuel plus global qui est rassurant. La prudence de la Fed avec laquelle elle aborde le sujet est à relier au contexte économique américain : les pressions inflationnistes sont modestes et les salaires peinent à accélérer. La réduction de son bilan se fera lentement afin d'avoir les effets sur l'économie et les marchés les plus neutres possibles.

“ La fin du QE ainsi que la réduction des bilans des banques centrales intriguent donc beaucoup car ces politiques non conventionnelles qui ont eu lieu ces dernières années dans les pays développés ont été sans précédent et ont eu des puissants effets sur les marchés.

Quant à la BCE, si elle devait prochainement s'engager plus clairement dans la direction du *tapering*, elle devra probablement faire preuve de davantage de prudence que son homologue américain. En effet, le QE avait notamment pour mission de dégeler les conditions de crédit dans les pays périphériques et a bien fonctionné. Mais la reprise dans ces pays est bien trop récente pour ne pas avoir à revenir sur cette politique avec beaucoup de doigté. La fin du QE ainsi que la réduction des bilans des banques centrales intriguent donc beaucoup car ces politiques non conventionnelles qui ont eu lieu ces dernières années dans les pays développés ont été sans précédent et ont eu des puissants effets sur les marchés, quoiqu'encore discutés par les analystes. Elle induit de fait une incertitude. Si la contraction du bilan des banques centrales est potentiellement négative pour les marchés des actions et des obligations, nous voyons que la communication très en amont des banquiers centraux ainsi que la modestie du programme annoncé par la Fed visent à lisser ces effets. C'est vraisemblablement parce que les banques centrales ont choisi d'agir alors que les conditions économiques ne le réclament pas qu'elles rassureront les marchés car cet environnement garantit la progressivité de l'action, voire la capacité de revenir en arrière. Ainsi, nous regardons bien ce changement de politique comme un facteur qui était jusqu'ici positif sur les marchés et qui devient légèrement négatif, qui peut éventuellement créer de la volatilité, mais ne semblant pas en mesure de changer de façon sensible la donne.

(1) Quantitative easing.

(2) Réduction progressive de la politique d'assouplissement monétaire menée par une banque centrale.

Les investisseurs peuvent-ils encore envisager des performances attractives avec un niveau de risque limité sur les marchés obligataires ?

Les marchés obligataires semblent épuisés après presque une décennie de politiques monétaires ultra-accommodantes adoptées par toutes les économies développées. Le niveau du taux allemand à deux ans, qui se situe à -0.60 %, en offre un exemple flagrant : il montre combien les marchés obligataires sont tributaires des manœuvres des banques centrales. Mais, par ailleurs, il y a aussi les obligations portugaises et grecques avec leur taux à 2.8 % et à 5.8 % respectivement, témoignant du fait que la richesse n'est pas spécifique à tous les marchés obligataires.

Pour cette raison, et afin d'atteindre un objectif de rendement autour de 5%, nous pensons qu'il est nécessaire d'adopter une gestion flexible, active et sélective de leur portefeuille de titres obligataires, puisque les sources d'opportunités et de risque sont toujours présentes, et qu'il est crucial, aujourd'hui plus que jamais, de faire appel à des spécialistes, tant pour l'allocation et la sélection de titres, que pour la gestion dynamique des taux d'intérêt et des risques de crédit. Les derniers mouvements de taux enregistrés fin juin sur les taux allemands prouvent encore une fois que la flexibilité est essentielle si l'on entend investir dans les marchés obligataires dans ce contexte d'insécurité.

VOICI LES PRINCIPALES PISTES OFFRANT, SELON NOTRE ANALYSE, DE BELLES OPPORTUNITÉS

- › La **dette financière** est le segment de marché qui nous paraît receler un bon potentiel de valeur, tant en absolu qu'en relatif. Les valorisations sont intéressantes, et les rendements qu'offrent les emprunts subordonnés demeurent attractifs en comparaison d'instruments de crédit traditionnels à notation similaire. Les risques d'une remise en question de l'Union européenne s'éloignent, et le système bancaire retrouvant peu à peu sa santé, ce à quoi s'ajoute le potentiel assouplissement de la réglementation sont également des facteurs porteurs.
- › En Europe, malgré la diminution de la perception du risque et le fait que la BCE ait amorcé des pourparlers au sujet de l'avenir de l'assouplissement quantitatif, nous voyons un potentiel dans certains investissements, **le Portugal et la Grèce** en particulier, qui offrent des rendements intéressants et davantage de marge pour le resserrement de spreads. En effet, nous nous attendons, pour le Portugal, à une inclusion future dans les indices obligataires, et pour la Grèce, à des pourparlers en vue de la renégociation de la dette qui commenceront juste après les élections en Allemagne.
- › En ce qui concerne le crédit, **le marché «investment grade» américain** affiche un profil risque/rendement intéressant, offrant des rendements absolus attrayants par rapport à d'autres segments du marché crédit «investment grade», ainsi qu'une certaine exposition à la «Trumponomie», favorable aux entreprises (position à durée neutre). Le **crédit à haut rendement «en euros»** offre toujours une certaine

valeur avec des spreads faibles, en termes absolus, par rapport aux moyennes historiques, et avec un levier plus faible pour le marché, et des indicateurs tels que la prime de risque rapportée au levier financier laissent entrevoir une marge de performance supplémentaire.

- › Sur les marchés émergents, au vu, d'une part, de l'amélioration des fondamentaux et la régularité des flux et, de l'autre, de la volatilité sur les taux et les devises ainsi que des incertitudes politiques, nous privilégions les investissements spécifiques et les monnaies fortes, tout en demeurant prudents sur le niveau d'exposition globale au marché.

SUR LE PLAN DE LA ZONE DE RISQUE

- › Les obligations souveraines allemandes et plus généralement les emprunts souverains à notation supérieure causent quelques soucis, car nous prévoyons que les banques centrales adopteront une attitude plus haussière, à l'instar de Mario Draghi, président de la BCE, de Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre, et de Stephen Poloz, gouverneur de la Banque du Canada.
- › Aux États-Unis, nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale procède à davantage de hausses que ne le prévoit actuellement le marché, ce dont le segment à court terme pourrait souffrir.
- › Le resserrement des spreads pour la dette à haut rendement (aux États-Unis plus particulièrement) et pour la dette émergente signifie un moindre potentiel d'amortissement en cas d'épisode d'aversion au risque, raison pour laquelle nous maintenons quelques protections stratégiques sur ces segments.

LES VENTS SONT FAVORABLES pour l'instant, mais n'ignorez pas les VALORISATIONS

ACTIONS

- › La croissance renaissante du bénéfice des entreprises et les conditions monétaires salutaires soutiennent les actions pour le moment
- › Nous voyons cette période comme une extension du cycle économique déjà mature, et non pas comme un nouveau cycle
- › Les marchés devraient continuer à se caractériser par des rotations sectorielles continues jusqu'à ce que des signes clairs de la prochaine récession apparaissent



Richard Beggs
Global Head of Investment Strategy
Private Banks Investments &
Advisory

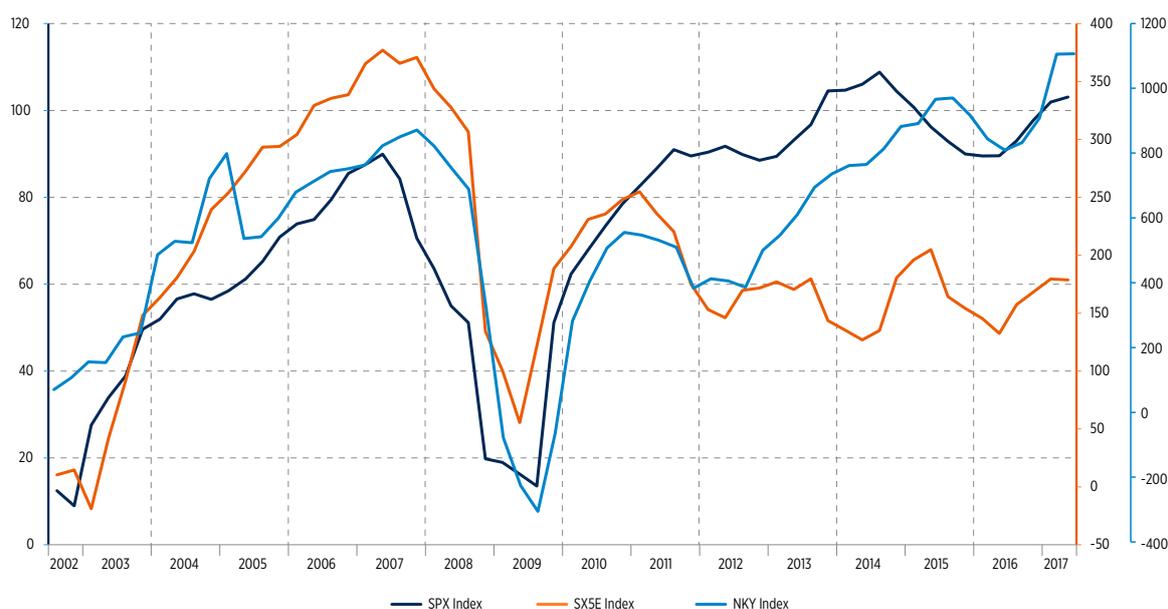
Edmond de Rothschild

Les cours des actions sont toujours fonction des bénéfices des entreprises ou des flux de trésorerie et du prix que les investisseurs sont prêts à payer. Alors que les premiers, généralement relativement faciles à

prévoir, sont fonction de la croissance et des marges, le second est aussi empirique que méthodique et dépend d'une foule de variables interconnectées dont l'influence tend à changer avec le temps.

La bonne nouvelle pour les investisseurs est que, à la suite d'une période prolongée de stagnation des bénéfices dans la plupart des régions entre 2011 et 2015 (voir le tableau ci-dessous), la croissance des bénéfices des entreprises a repris. Au cours du dernier trimestre, la croissance enregistrée aux États-Unis, en Europe et au Japon s'est établie respectivement à 10 %, 15 % et 16 % en glissement annuel (a/a).

Bénéfices de base par action



Source : Bloomberg

S'il est vrai qu'à la suite d'une période de faible croissance, les attentes ont également été faibles et les comparaisons a/a aisées, c'est l'amélioration progressive et largement répandue de l'activité économique en Europe et dans une grande partie du monde qui a été le principal moteur des revenus des entreprises. Étant donné la rationalisation des entreprises, ces efforts se sont répercutés directement sur le bénéfice net. En outre, et c'est un point important, l'économie a crû non seulement en termes réels, mais aussi en termes nominaux, l'inflation s'éloignant de ses niveaux proches de zéro.

LES CYCLES ÉCONOMIQUES SONT PLUS TEMPÉRÉS CES TEMPS-CI

Beaucoup d'analystes s'empressent de faire valoir que, en raison de la durée de la reprise économique, une récession (et donc un marché boursier baissier) devrait faire son apparition. Cependant il y a eu un changement important dans la nature des cycles économiques au cours des dernières décennies. Ceci a causé une baisse significative de la volatilité du PIB et du revenu des ménages, ainsi que de leur consommation. Par exemple, aux États-Unis, la volatilité (écart-type) du PIB est passée de 12 % dans les années 1930, à 10 % dans les années 1940, à 4 % dans les années 1950, à 2 % dans les années 1980 et à moins de 1 % lors des 6 dernières années. Un certain nombre de développements se sont produits qui ont entraîné cette baisse de risque, dont 1) la fin du cycle des stocks et l'avènement des flux tendus; 2) la progression du secteur des services (qui représente maintenant 84 % du total des emplois du secteur privé aux États-Unis et 80 % du PIB total), dont la demande, contrairement à celle de l'industrie, est assez stable; 3) les liens globaux réduits, dans la mesure où de nombreux services sont «non échangeables», puisque les chocs de pays lointains n'impactent pas l'économie autant que les analystes le pensent, ou autant que par le passé; 4) les politiques fiscales et sociales des gouvernements proactives, y compris l'avènement de politiques de stabilisation du revenu telles que l'assurance chômage et les prestations d'invalidité.

Il est important de comprendre que les cycles économiques se sont aplatis ces dernières décennies et, bien que les développements susmentionnés ne préviennent pas le risque d'une récession future, ils aident à expliquer pourquoi la reprise qui a suivi la dernière récession a été modeste et pourquoi nous devons nous attendre à des cycles moins extrêmes à l'avenir.

UNE PRÉFÉRENCE POUR LES ACTIONS EUROPÉENNES

Nous continuons de préférer les actions européennes à leurs homologues américaines, en étayant cette approche par divers éléments, dont la reprise de la croissance économique, une certaine stabilité politique, une plus grande latitude pour l'amélioration des marges et de rentabilité, une

politique accommodante de la banque centrale, des valorisations boursières avantageuses, et un marché des actions mondialement sous-acheté. Récemment, des données économiques sont venues confirmer le contexte positif et constructif favorable aux actions européennes, cependant que pour les États-Unis la confusion règne quant aux perspectives de changements de politique, sur lesquelles, à notre avis, le marché pourrait avoir tablé pour soutenir la croissance bénéficiaire dans le pays. Seul un renforcement de l'euro pourrait éventuellement constituer un obstacle pour les actions européennes. Depuis que Mario Draghi a récemment admis pour la première fois que le spectre de la déflation en Europe appartenait désormais au passé, la monnaie européenne s'est brusquement appréciée. Cette évolution fait suite à une amélioration qui s'était déjà amorcée pour les fondamentaux de l'euro et à l'émergence, il y a quelques semaines, d'un renforcement, entraînant une sous-performance à court terme des actions européennes, en particulier des exportateurs. Les commentaires de Mario Draghi sont importants puisque la zone euro a effectivement subi des mesures d'urgence, notamment les taux négatifs et les achats d'obligations par la BCE, et cela pendant de longues années. Bien que nous nous réjouissons, cela va sans dire, du fait que les investisseurs puissent enfin commencer à entrevoir un retour à la normale, ce processus n'est pas sans risque et pourrait entraîner de nouvelles hausses de la devise, en particulier si à cela s'ajoute une période d'incertitudes au sujet des conditions monétaires futures aux USA.

CONSIDÉRATIONS SECTORIELLES

Cette année, une nette démarcation a séparé les performances des différents secteurs. Les valeurs de croissance et le secteur de la technologie en particulier ont figuré dans le peloton de tête. Ce phénomène, généralisé, est le reflet plusieurs facteurs. Le premier est que les titres dits «de valeur», y compris les titres industriels et financiers internationaux, avaient déjà connu une importante reprise à la suite de l'élection de Donald Trump l'an dernier. Le deuxième est, depuis décembre dernier, la stabilité (en Europe) ou le recul (aux États-Unis et au Royaume-Uni) des rendements des obligations, reflétant un déclin de l'inflation réelle et des attentes inflationnistes, ainsi que le ton plus conciliant adopté par les représentants de la Fed. Ce qui a calmé l'enthousiasme que suscitaient les titres bancaires tout en renforçant l'opinion désormais générale selon laquelle les politiques de relance de Trump ne seraient pas réalisées, du moins pas en 2107. Le troisième est l'intérêt et la conviction croissants des investisseurs que la façon la plus sûre de se protéger contre la prolifération des «technologies destructrices» dans les industries traditionnelles est justement de posséder les actions de cette technologie disruptive qui causent des problèmes. Ainsi, en cherchant à acquérir des titres de participation dans des entreprises considérées comme «destructrices», les investisseurs ont vendu leurs participations dans les secteurs qui sont sous pression.

Cette tendance a été plus marquée dans le secteur de la vente au détail. Pour appréhender le succès de la révolution digitale, il y a évidemment l'observation de la hausse stratosphérique du cours de l'action Amazon, mais aussi d'autres changements suscitant suffisamment l'intérêt pour pouvoir affirmer que le secteur de la distribution ayant pignon sur rue est réellement en crise dans de nombreux pays. Aux États-Unis, dans le secteur des magasins de marchandises diverses, c'est depuis le début des années 1990 que les grands magasins perdent des ventes, en faveur des grandes surfaces hard discount réservées aux membres et des hypermarchés. Plus récemment toutefois, ces deux catégories ont perdu des parts de marché en faveur des magasins en ligne: ceux-ci ont en effet vu doubler leur part des ventes totales – en magasin et en ligne –, passant de 15.0 % en février 2006, à 29.5 % en février de cette année. Durant la même période, la part des grands magasins est passée de 20.0 % à 12.4 %. Cette tendance, aussi manifeste en Europe que dans les pays développés d'Asie, ne nous paraît guère destinée à perdre de vitesse. Et les nouvelles de l'acquisition de Whole Foods par Amazon renforcent l'idée que la concurrence se fait plus féroce dans l'industrie alimentaire, ce secteur étant déjà mis sous pression par les discompteurs tels que Lidl et Aldi.

Il est intéressant de remarquer que cette tendance a entraîné des problèmes non seulement pour les grands magasins, mais aussi pour les centres commerciaux. Aux États-Unis, la situation est si sombre que, selon estimations des spécialistes en immobilier commercial, près d'un quart (300/1300) des centres commerciaux américains risquent fortement de perdre leur «magasin phare», à savoir ces magasins situés à l'entrée des centres commerciaux, souvent des géants de la distribution tels que les grands magasins JC Penney, Macy's ou Sears. Or, lorsque le magasin phare ferme, il devient extrêmement difficile de trouver des locataires pour reprendre ces locaux, et cela accélère les fermetures de magasins à l'intérieur du centre, ce qui à son tour diminue le flux de passage de la clientèle et finit par plonger l'ensemble du complexe commercial dans une spirale infernale.

Il est essentiel que les investisseurs comprennent ces tendances à très long terme, qui diffèrent des tendances cycliques, telles que l'amélioration potentielle des marges nettes d'intérêts pour les banques, qui profitent du relèvement des taux directeurs. D'une manière générale, le changement technologique semble aller s'accéléralant au plan mondial, ce qui avantage de nombreux acteurs du point de vue des bénéfices, mais ce qui est aussi très douloureux pour ceux qui ne s'adaptent pas à ce nouvel environnement. Pour citer un autre

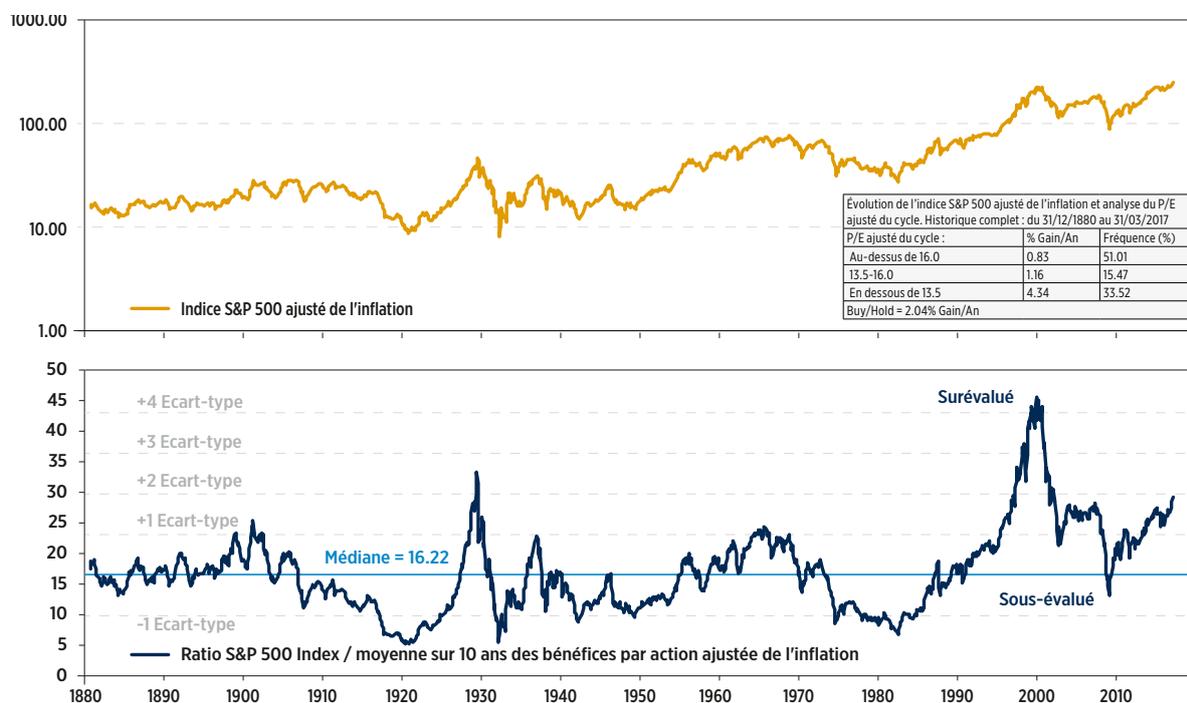
exemple, relevons l'impact des développements tels que la Blockchain sur les banques et autres sociétés commerciales. Nous nous attendons à une avancée phénoménale de la Blockchain, dont les retombées ne nous paraissent pas avoir encore été clairement comprises par tous. Ce thème fera l'objet d'une réflexion que nous publierons dans le courant de l'année.

DE L'IMPORTANCE DES VALORISATIONS

Nous le disions au début de ce commentaire, notre attitude généralement favorable envers les actions doit être replacée dans son contexte. Partant de l'idée que les marchés sont cycliques, nous demeurons très attentifs au moment du cycle dans lequel nous nous trouvons, aussi bien pour le cycle de l'économie et des affaires que pour celui des taux d'intérêt. Pour ce qui est du premier, les entreprises à travers le monde ont connu une nette amélioration de leur situation depuis la crise financière internationale, avec un recul des taux de défaillance et une progression des marges bénéficiaires. En ce qui concerne les taux d'intérêt, nous sommes en train de vivre, selon nous, un point d'inflexion, même si nous ne prévoyons pas que les taux augmentent sensiblement cette année, ni que les rendements retrouvent les niveaux historiquement bas que nous avons observés vers le milieu de l'année dernière. À court terme, le potentiel d'expansion des affaires et bénéfiques nous fait penser non sans un certain optimisme que les flux de trésorerie et les profits des entreprises ne sont pas encore au bout de leur tendance haussière. La question est de savoir si toutes les prévisions bénéficiaires ont déjà été escomptées par les investisseurs. Si la valorisation des actions est rarement une science précise, les données historiques abondent, ce qui nous permet de placer opportunément les attentes et la réalité actuelles dans le contexte historique.

Le graphique ci-contre montre l'indice boursier S&P 500 (partie supérieure) avec la moyenne du «P/E ratio» (rapport cours boursiers/bénéfices) standardisée à 10 ans. Malgré les nombreuses critiques sur ce ratio P/E de Shiller – en raison du fait que les dix dernières années comprennent la récession de 2007-2009 et la chute pour ainsi dire catastrophique des bénéfices de sociétés, d'où la hausse du P/E – nous pensons que cette analyse se prête bien à la présentation d'un résultat conjoncturel «normal». On peut le constater sur ce graphique, cette méthode de valorisation fait apparaître que le niveau de P/E atteint par le marché boursier américain n'a été dépassé qu'en 1929 et en 2000!

Évolution de l'indice S&P 500 ajusté de l'inflation et analyse du P/E ajusté du cycle



Sources : Ned Davis Research / Edmond de Rothschild

Il va sans dire que les ratios P/E ne sont qu'un indicateur de valorisation parmi d'autres. Un coup d'œil rapide aux autres indicateurs, dont le ratio PEG, le ratio valeur d'entreprise/ventes, le ratio valeur d'entreprise/EBITDA, la valeur intrinsèque et la capitalisation boursière par rapport au PIB, nous confirme que les marchés sont onéreux en perspective historique. Il est néanmoins possible que les marchés demeurent longtemps surfaits et que certains des indicateurs que nous venons de citer n'indiquent pas des niveaux extrêmes. Qui plus est, une comparaison avec les rendements des obligations donne une autre version des faits. Aux États-Unis par exemple, le S&P 500 a enregistré un rendement des actions autour de 2 % depuis le milieu des années 1990. Ce qui révèle que l'indice a crû selon la même tendance de dividendes, soit environ 7 % par année. La différence étant que, récemment, le rendement d'une action est à peu près au même niveau que

celui du rendement à 10 ans américain, ce qui n'a plus été le cas depuis les années 1950. La prime d'inflation que les investisseurs en obligations ont toujours recherchée s'est volatilisée, révélant que les investisseurs semblent croire que l'inflation n'existe plus. Les deux affichent un rendement d'environ 2 %, ce qui fait paraître les actions avantageuses.

Les investisseurs doivent donc évaluer d'autres aspects du marché, puisque les valorisations élevées n'indiquent pas à elles seules si une correction du marché ou une tendance baissière sont imminentes. Elles indiquent en revanche que les risques liés à la possession d'actions augmentent et que les déceptions seront probablement cuisantes. À la lumière de ces observations sur les valorisations, notre exposition en actions au sein des portefeuilles est actuellement peu élevée.

MYOPIC LOSS AVERSION* et introduction à L'ALLOCATION STRATÉGIQUE D'ACTIFS

IDÉES

- › Il existe un lien direct entre fréquence d'observation d'un portefeuille et prise de risque
- › Elaborer et se remémorer régulièrement son allocation stratégique d'actifs permet de mieux accepter les turbulences subies par un actif donné



Muriel Tailhades

Directeur des Investissements

Edmond de Rothschild (France)

L'USAGE DES SMARTPHONES MODIFIE NOTRE PERCEPTION DES RISQUES FINANCIERS !

C'est ce que révèle une étude menée par des chercheurs de UCLA. Le digital accentue la fréquence avec laquelle les investisseurs s'informent de la valorisation de leurs portefeuilles, quand cet examen s'opérait traditionnellement une fois par mois ou par trimestre. Ainsi, la probabilité pour les investisseurs de constater que leur portefeuille subit une phase de turbulences s'accroît. Ces périodes de baisse, pourtant passagères dans l'immense majorité des cas, ont tendance à faire oublier l'allocation stratégique initialement préparée en vue de bâtir une répartition du patrimoine optimale. Ce phénomène porte le nom de *Myopic Loss Aversion**. Il résulte du décalage entre l'horizon de placement de l'investisseur et la fréquence d'observation des portefeuilles. Plus l'écart est grand, plus la tentation de sur-réagir à ces pertes de court terme est grande. Comme l'ont démontré les chercheurs Uri Gneezy et Jan Potters, il y a un lien direct et causal entre la fréquence d'observation des résultats d'un portefeuille et l'acceptation ou non du risque. Ainsi, plus la fréquence d'observation est grande, plus la sensibilité aux pertes l'est également. On observe alors une tendance à réduire le risque moyen des portefeuilles.

Une étude réalisée par des chercheurs de l'université de Jérusalem montre une autre conséquence du phénomène de *Myopic Loss Aversion*. Si les fréquences d'observation trop rapprochées réduisent le niveau de bien-être, l'investisseur peut être tenté par une moindre prise de risque mais il peut également être tenté par une option quasi opposée d'un point de vue financier : surpondérer les actifs illiquides dont les valorisations espacées,

voire inexistantes, sont plus faciles à gérer émotionnellement. On pense aux actifs immobiliers d'usage, rarement diversifiés géographiquement et économiquement (résidentiel vs bureaux), et qui font porter un risque de liquidité (soit la vitesse à laquelle l'actif peut être vendu si cela s'avère nécessaire). Si ces choix sont éminemment respectables et s'avèrent « optimaux » pour l'investisseur sur un plan émotionnel, ils le sont rarement sur un plan strictement financier, car disposer d'un horizon de placement long aurait dû permettre d'obtenir des rendements supérieurs à ceux qui sont finalement obtenus, a fortiori avec des taux d'intérêt historiquement faibles dans la plupart des pays développés.

COMMENT LUTTER CONTRE CES CRAINTES ET NE PAS CÉDER AU STRESS INDUIT PAR UNE INFORMATION DEVENUE OMNIPRÉSENTE ?

Par une revue régulière de l'allocation stratégique d'actifs. C'est l'allocation qui vise à maximiser la performance de long terme (plus de 10 ans) via une diversification efficiente, seule à même de préserver un patrimoine.

Elle sera une feuille de route à laquelle l'investisseur pourra se référer afin de prendre du recul et ne pas tomber dans le piège de se focaliser sur telle ou telle composante du patrimoine dont l'évolution décevrait à court terme. Cette allocation, propre à chaque investisseur, est fonction de ses objectifs de performance, de pertes acceptables sur un horizon donné ou d'éventuels besoins de liquidités.

L'objectif est de bâtir un socle robuste à partir d'actifs complémentaires (couples rendement/risque différents, sensibilités aux facteurs économiques différentes) et suffisamment dé-corrélés les uns des autres. Cette dernière notion est importante car certains actifs peuvent évoluer de concert et limiter les bénéfices de la diversification.

Ainsi, une allocation stratégique bénéficiant d'un bon degré de diversification entre actifs liquides et illiquides, basée sur des actifs peu corrélés au total, protège le patrimoine contre les mouvements significatifs, parfois imprévus, d'une classe d'actifs unique.

*Myopic Loss Aversion : Myopie dans l'aversion aux pertes

QUELQUES EXEMPLES POUR ILLUSTRER CES NOTIONS

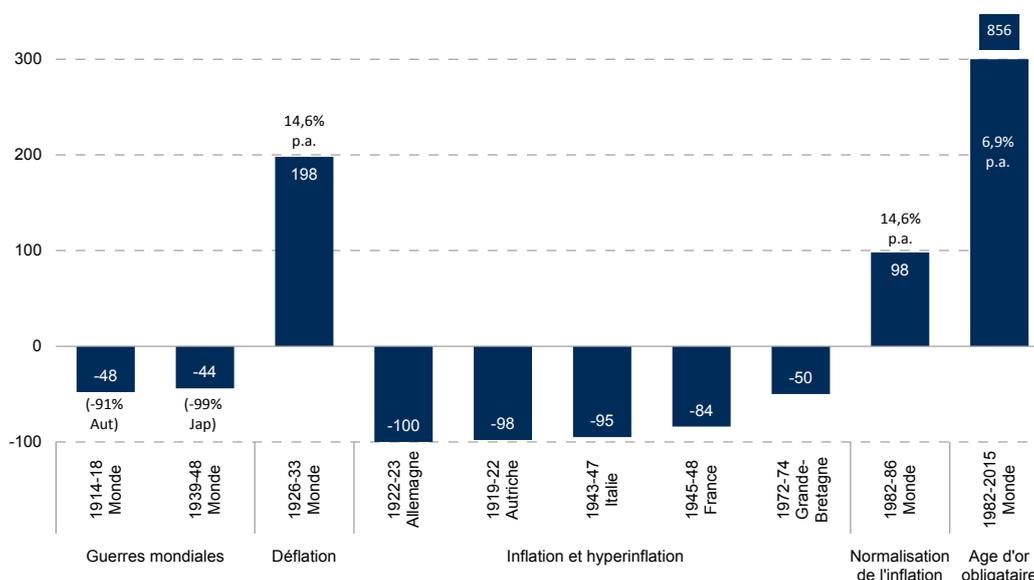
Immobilier et obligataire :

L'immobilier, actif important dans les patrimoines, doit être diversifié. Les fonds donnent accès à des actifs difficilement accessibles à titre individuel et à une plus grande diversification (en nombre de sous-jacents), tout en maintenant dans certains cas une forme de liquidité. Protection naturelle contre

l'inflation (indexation des loyers à l'inflation) et peu corrélé avec les actifs obligataires, le rendement du marché immobilier se situe historiquement entre celui des marchés obligataires et celui des marchés actions.

Inversement, les marchés obligataires surperforment fortement en cas de déflation et présentent une faible corrélation historique aux marchés actions ou à l'immobilier.

Rendement réel sur l'obligataire (%) durant des périodes extrêmes, 1900-2016 *



Actions et Private Equity :

La faible performance des actions depuis 2000 est inédite dans l'histoire des marchés, mais il convient de mettre en parallèle les vingt années qui ont précédé, période de tous les excès ... à la hausse. Les actions n'en demeurent pas moins l'outil le plus à même, avec le private equity, de refléter la performance économique des entreprises et de générer des performances. Un historique plus long le démontre :

Rendements annualisés réels *

		Actions	Obligations	Inflation
Etats-Unis	2000-2016	2,7	5,1	2,1
	1980-1999	12,4	6,4	4
	1900-2016	6,4	2	2,9
Monde	2000-2016	1,9	4,8	2,1
	1980-1999	10,6	6,6	4
	1900-2016	5,1	1,8	2,9

La corrélation entre le Private Equity et les actions cotées est instable dans le temps mais ces actifs

sont affectés/avantagés par les mêmes scénarios économiques. Sur le long terme, cependant, le Private Equity offre une prime d'illiquidité et donne accès à des segments de marché qui n'existent tout simplement pas sur les marchés cotés !

Cette brève introduction à l'allocation stratégique d'actifs ne se veut pas exhaustive en termes de classes d'actifs mais vise à rappeler quelques grands principes qu'il est aisé d'oublier quand les émotions se mêlent de la partie.

- › Diversifier ! Chaque famille d'actif a un rôle à jouer dans un patrimoine ;
- › Penser global et long terme : ne pas oublier sa feuille de route, son allocation stratégique, en se focalisant uniquement sur l'actif « douloureux » au moment de l'observation. Il est essentiel de ne pas se laisser surprendre par le comportement d'un actif et connaître le couple rendement/risque historique de chaque actif - le risque s'exprimant par sa volatilité, sa perte maximale ou son degré d'illiquidité.

*Source : Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, Triumph of the Optimists, Princeton University Press and subsequent research

1. Shlomo Benartzi Ph.D professor, UCLA Andersen School of Management. "The neglected variable affecting portfolio choices"

2. Gneessy and Potters. "An experiment on risk taking and evaluation periods." The Quarterly Journal of Economics (1997)

3. Galai and Sade, Jerusalem school of business. "The Ostrich Effect and the relationship between the liquidity and the yields of financial assets"

4. Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, "Triumph of the Optimists", Princeton University Press and subsequent research

Achevé de rédiger le 12 juillet 2017

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

AVERTISSEMENT

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, placé 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



**EDMOND
DE ROTHSCHILD**