



EDMOND
DE ROTHSCHILD

JANVIER 2020

PERSPECTIVES & CONVICTIONS

2020:
l'œil du cyclone ?





EN SYNTHÈSE

MACRO-ÉCO

- › Malgré un accord partiel sino-américain...
- › ... la croissance américaine devrait souffrir de l'incertitude électorale...
- › ... et la croissance chinoise pourrait rester décevante, ce qui pèserait sur la croissance mondiale en 2020

ALLOCATION D'ACTIFS

- › Les banques centrales opteront pour davantage de neutralité
- › Nous anticipons des performances positives, mais modestes sur les grandes classes d'actifs
- › La sélectivité est la clé

OBLIGATIONS

- › Une faible volatilité milite pour une prise de risque tout en se protégeant à la baisse
- › Du rendement sur les signatures B grâce au marché primaire dynamique attendu début 2020
- › Les obligations subordonnées et convertibles offrent des opportunités

ACTIONS

- › Les cartographies du passé sont devenues obsolètes
- › Les marchés actions apportent une réponse face aux incertitudes
- › Une gestion active de conviction permet d'identifier les opportunités

DEVISES

- › Plusieurs facteurs militent pour un affaiblissement du billet vert
- › La demande pour la devise américaine limiterait toutefois le potentiel de dépréciation
- › Il existe des contre-arguments de poids qui justifient son niveau élevé et sa stabilité

RENFORCEMENT DES TENSIONS ET TAUX D'INTÉRÊT FAIBLES EN 2020 ?



MATHILDE LEMOINE
GROUP CHIEF ECONOMIST
EDMOND DE ROTHSCHILD



Malgré un accord partiel sino-américain...

... la croissance américaine devrait souffrir de l'incertitude électorale...

... et la croissance chinoise pourrait rester décevante, ce qui pèserait sur la croissance mondiale en 2020

L'entrée en période préélectorale de Donald Trump, la persistance des hausses de droit de douane et l'ascèse chinoise pourraient engendrer un nouveau ralentissement de la croissance mondiale en 2020 selon nos dernières prévisions, même si les tensions géopolitiques entre l'Iran et les États-Unis ne s'amplifiaient pas.

LA GUERRE COMMERCIALE DEVRAIT ENCORE PÉNALISER LA CROISSANCE MONDIALE

La signature de l'accord sino-américain (A phase One deal), prévoyant notamment l'annulation de la hausse des droits de douane de 15% sur les 160 milliards de dollars d'importations chinoises aux États-Unis et la réduction de la surtaxation de 15% à 7.5% sur les 112 milliards mise en œuvre le 1^{er} septembre 2019, ne devrait pas suffire à restaurer la visibilité de l'évolution des échanges commerciaux. Premièrement, 69% des importations américaines venant de Chine et 58% des importations chinoises venant des États-Unis subiraient encore un relèvement des droits de douane. Deuxièmement, les tensions sino-américaines sont structurelles. La nature même des sujets de négociation est en opposition avec le programme du président chinois. Certes, les importations de produits agricoles américains par la Chine sont régulièrement mises en avant, mais les enjeux portent sur l'ouverture du marché chinois, la protection des technologies et des droits d'auteur, la fin du piratage informatique à des fins d'espionnage économique, la fin des subventions accordées aux entreprises d'État chinoises, la levée des taxes douanières supplémentaires et l'instauration de dispositifs destinés à s'assurer que l'accord sera effectivement mis en œuvre. Or le soutien aux entreprises d'État et le contrôle de l'économie sont constitutifs de la politique de Xi Jinping. En conséquence, **selon nos calculs, les effets directs et indirects de la surtaxation effective et de la persistance de l'incertitude représenteraient une diminution de 0.4 point de % de la croissance américaine et 1.1 point de % de la croissance chinoise notamment.**

L'OBJECTIF DE CROISSANCE CHINOISE POURRAIT ÊTRE RÉVISÉ À LA BAISSÉ

Lors de la Conférence économique annuelle qui s'est tenue à Pékin en décembre dernier, Xi Jinping a fait de la « stabilité » la priorité du gouvernement en matière économique pour 2020. Ainsi, il pourrait décider de ne pas significativement renforcer le plan de relance et d'avoir pour objectif une stabilisation de la croissance aux alentours de 6% comme nous l'anticipons. Dès lors, le ralentissement de la croissance des pays émergents s'amplifierait.

DES BANQUES CENTRALES TOUJOURS PLUS PRÉSENTES

Face au ralentissement de l'économie américaine dans une période préélectorale, à la persistance des tensions sino-américaines et aux tensions géopolitiques, les banques centrales des pays développés et émergents devraient continuer à être accommodantes. Il en résulterait un maintien des taux d'intérêt de long terme à un bas niveau et une modification persistante des prix relatifs des actifs, en particulier entre ceux des actifs risqués et ceux des actifs sans risque. Une escalade des tensions entre le Moyen-Orient et les États-Unis les pousserait également à baisser leurs taux d'intérêt directeurs. En effet, une hausse du prix du pétrole persistante aurait un effet négatif particulièrement sensible sur la croissance en période de ralentissement économique y compris aux États-Unis, comme le montrent les résultats économétriques. L'affaiblissement de la consommation, principal moteur de la croissance en 2020, pèserait alors sur les anticipations d'inflation de moyen terme. La probabilité de nouvelles baisses des taux n'est donc pas négligeable tant dans les pays développés qu'émergents. En outre, les tensions sur le marché des pensions sur titres assimilables du Trésor américain (repo) observées à la fin de l'année dernière ont montré que la Réserve Fédérale avait des difficultés à réduire la liquidité et à déterminer son juste montant. Cela signifie que les politiques monétaires devraient rester plus expansionnistes que ce qui avait été anticipé par les banquiers centraux avant cette expérience. En conséquence, les prix relatifs des actifs vont rester déformés par les banques centrales. De plus, en zone euro, la pression est forte pour que la banque centrale «verdisse» son bilan et intègre des critères de soutenabilité environnementale lors de ses interventions, comme l'a fait la Banque centrale de Suède. La Banque Nationale suisse devrait être confrontée à la même demande. L'effet conjugué de l'environnement de taux d'intérêt faibles et d'une emprise toujours plus grande des banques centrales sur le prix relatif des actifs pourrait continuer à soutenir les prix des obligations et ceux des actifs réels. Les autorités financières chercheraient alors à juguler les risques d'instabilité qu'une telle politique monétaire engendre par la multiplication des mesures macroprudentielles.

Si Xi Jinping ne renforçait pas significativement le plan de relance de l'économie chinoise et avait pour objectif une stabilisation de la croissance aux alentours de 6% comme nous l'anticipons, la croissance américaine pourrait ralentir à 1.6% et la croissance de la zone euro à 1%. La croissance des pays émergents s'essoufflerait en conséquence à 4.2%. Un renforcement des tensions géopolitiques et des ruptures même partielles d'approvisionnement pétrolier accentueraient brutalement la décélération de la croissance mondiale.

Les prévisions et les analyses sous-jacentes à notre scénario macro-économique sont développées dans le document intitulé «Prévisions Macro 2020-2021».

NOS PRINCIPALES PRÉVISIONS DE CROISSANCE

Croissance PIB en volume (%)	2019f									2020f						2021f	
	2016	2017	2018	Q1	Q2	Q3	Q4f	2019f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	2021f	C*
États-Unis	1.6	2.4	2.9	2.7	2.3	2.1	2.2	2.3	2.3	1.8	1.6	1.3	1.7	1.6	1.8	1.7	1.9
Zone euro	1.9	2.7	1.9	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.3
France	1.0	2.4	1.7	1.3	1.4	1.4	1.2	1.3	1.3	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2	1.0	1.3
Allemagne	2.1	2.8	1.5	1.0	0.3	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4	0.8	1.0	1.0	0.8	0.7	1.0	1.2
Espagne	3.0	2.9	2.4	2.2	2.0	2.0	1.7	2.0	2.0	1.7	1.8	1.6	1.8	1.7	1.7	1.6	1.7
Italie	1.4	1.8	0.7	0.0	0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.1	0.8	0.4	0.5	0.6	0.6
Europe hors zone euro																	
Royaume-Uni	1.9	1.9	1.4	2.1	1.3	1.0	0.7	1.3	1.3	0.5	1.0	0.7	0.9	0.8	1.1	1.2	1.5
Suisse	1.7	1.9	2.8	0.8	0.3	1.0	1.2	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9	1.1	1.0	1.2	1.2	1.4
Japon	0.6	2.0	0.8	0.9	0.9	1.3	0.2	0.8	0.9	0.2	-0.2	-0.1	0.7	0.2	0.3	0.7	0.8
Émergents	4.3	4.9	4.7	4.5	4.3	4.2	4.0	4.3	-	4.1	4.1	4.2	4.3	4.2	-	4.3	-
Chine	6.7	6.8	6.6	6.4	6.2	6.0	5.8	6.1	6.1	5.9	5.9	6.0	6.0	6.0	5.8	6.1	5.8
Brésil	-3.3	1.1	1.1	0.4	1.0	0.8	1.0	0.8	1.0	0.9	1.1	1.2	1.3	1.1	2.0	1.2	2.5

* Consensus

VERS DES MARCHÉS PLUS CALMES



BENJAMIN MELMAN
GLOBAL CHIEF INVESTMENT OFFICER
EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT



Les banques centrales opteront pour davantage de neutralité

Nous anticipons des performances positives¹, mais modestes sur les grandes classes d'actifs

La sélectivité est la clé

S'il fallait résumer les deux dernières années en quatre mots, nous dirions: «don't fight the Fed!²». En 2018, une immense majorité d'actifs risqués a connu une performance négative sous l'effet d'un resserrement des taux directeurs américains et surtout de la liquidité du côté de la Fed et de la Banque centrale européenne (BCE). En 2019, à la suite de la volte-face des deux grandes banques centrales, les actifs risqués (du bund aux small caps³ asiatiques en passant par le Bitcoin) ont connu des performances extraordinaires⁴. Les fondamentaux ne justifiaient pourtant ni un effacement en 2018 ni un embrasement en 2019.

Concernant la liquidité, il est frappant de voir à quel point les banques centrales marchent à tâtons. Les surprenants soubresauts du marché du repo⁵ américain en 2019 suggèrent que la Fed s'est trompée dans les grandes lignes sur la question de son bilan et l'impact de la liquidité sur les acteurs bancaires et les marchés financiers. Atteignant 4500 milliards de dollars avant le *quantitative tightening*⁶, certains éléments laissent à penser que la Fed envisageait de réduire la taille de son bilan à 2500 milliards. Mais dès que les 4000 milliards ont été franchis, la crise des marchés financiers du quatrième trimestre 2018 a contraint la Fed à, d'abord, cesser son programme de réduction avant de reprendre le chemin de l'extension après la crise du marché du repo.

Au regard de cette saga et du rôle disproportionné que les banques centrales ont pu jouer sur les marchés ces derniers trimestres, nous

forgeons l'intime conviction que face à ces nouvelles incertitudes, les institutions monétaires opteront pour davantage de neutralité et en cas de doute, pour la prudence. C'est ainsi que les mouvements de taux devraient être limités en 2020, loin de la proactivité de 2019, et la liquidité en provenance des deux banques centrales repartira sans doute un peu à la hausse. Les banques centrales apporteront donc toujours leur soutien au marché, mais de façon plus marginale.

DES MARCHÉS LIVRÉS À EUX-MÊMES

Les marchés seront moins protégés qu'en 2019 et donc davantage livrés à eux-mêmes, avec des valorisations plutôt tendues, un environnement économique a priori médiocre et un risque politique significatif (guerre commerciale, élections américaines, négociations des termes du Brexit, fragilité du gouvernement italien couplée à la popularité de l'incertain Matteo Salvini). Aux États-Unis, le manque de visibilité, à l'heure actuelle, sur le profil du futur candidat démocrate, génère une incertitude, car les programmes diffèrent très sensiblement entre l'approche centriste classique et le volontarisme radical.

La pression pesant sur les marges des entreprises, notamment aux États-Unis et en Europe, devrait, dans ce contexte économique, contraindre la croissance des profits et donc limiter la performance des marchés d'actions. Les emprunts d'État resteraient pour leur part plutôt stables. Il convient donc de rechercher la performance en étant sélectif.

Au sein des marchés obligataires, nous privilégions les dettes émergentes souveraines et d'entreprises ainsi que les obligations subordonnées financières. Tout d'abord, à risque équivalent, elles sont davantage rémunératrices. Or les banques centrales ont recréé un environnement de recherche impérative de rendement dont elles devraient bénéficier. Ensuite, le retour du *quantitative easing*⁷ de la BCE conduit mécaniquement les investisseurs à se diriger vers d'autres marchés, les Européens ayant privilégié les dettes émergentes lors du précédent exercice. En outre, elles ne nous semblent pas plus risquées actuellement.

Concernant les banques européennes, les ratios de capitalisation s'affichent à des niveaux records, les créances douteuses continuent de diminuer et les risques politiques sont bien plus atténués (modulo le risque d'un retour prématuré de Matteo Salvini au pouvoir). Et les dettes émergentes devraient profiter du biais toujours accommodant des grandes banques centrales et de la recherche de rendement que ces dernières ont occasionné. Le précédent *quantitative easing* de la BCE avait engendré des flux conséquents d'investisseurs européens vers cette classe d'actifs, d'autant plus que lorsque des titres obligataires disparaissent des portefeuilles des investisseurs dans les coffres de la banque centrale, il convient de les remplacer. Enfin, des risques lourds qui pesaient sur la classe d'actifs ont déjà émergé, comme le défaut au Venezuela ou la chute du président Mauricio Macri et des obligations argentines.

VERS UNE SURPERFORMANCE DES ACTIONS EUROPÉENNES

Sur les marchés d'actions, le niveau de la croissance mondiale, la normalisation en cours de la question du Brexit, l'essoufflement probable de l'interminable surperformance du style croissance par rapport à la Value de même que le moindre activisme des banques centrales (qui pèse sur les valeurs financières, toujours importantes dans les indices européens) plaident pour une surperformance des actions européennes face aux actions américaines. Nous aurions souhaité privilégier les actions émergentes, notamment au regard de leur décote. Néanmoins, estimant que la Chine représente le maillon faible du scénario économique, il est difficile d'y être investi au-delà de niveaux usuels. Toutefois, l'Inde est le seul pays ces dernières années à avoir mené

de vastes réformes structurelles et possède un réservoir durable de croissance du fait de belles perspectives démographiques et d'un endettement privé particulièrement faible. Nous avons la faiblesse de penser que seules les réformes structurelles permettront à l'Inde de délivrer durablement son potentiel de croissance. Le tassement conjoncturel de la croissance indienne en 2019 a suscité une certaine perplexité, mais il existe souvent un décalage entre les réformes et le rebond de la croissance. Pour les investisseurs de moyen-long terme, nous pensons qu'au sein du monde émergent, l'Inde affiche un potentiel de surperformance.

Nous pensons également que des thèmes/secteurs pourraient tirer leur épingle du jeu :

- › La santé, bénéficiant d'une bonne dynamique de court et de moyen terme. Lors des échéances électorales aux États-Unis, le secteur est régulièrement chahuté, car il fait l'objet de critiques publiques et de tentatives de déstabilisation politiques. Il fait déjà l'objet d'une décote. Nonobstant le risque de volatilité potentielle lié à la campagne, il nous semble judicieux de s'en saisir, car il y a peu de thèmes avec un tel potentiel offrant une valorisation si attractive.
- › Le Big Data, qui reste un thème d'avenir, avec une diffusion progressive de cette révolution au sein des entreprises.

Nous anticipons des performances positives, mais modestes sur les principales classes d'actifs. En raison de la politique conduite par les banques centrales, de la proximité manifeste d'un accord sur la phase I des négociations sino-américaines, de l'élection d'une majorité au Royaume-Uni écartant le scénario de « Hard Brexit » et de signes de stabilisation de la croissance économique après un long ralentissement, la volatilité des actifs a fortement baissé.

Les volatilités implicites sont suffisamment faibles pour donner l'impression que les investisseurs n'anticipent plus de risques particuliers. Il est vrai que nous n'anticipons pas nous-mêmes d'événements inquiétants. Pour autant, il est impossible de tout anticiper et c'est quand les coûts de couverture sont faibles qu'il est intéressant de les considérer. Dans nos portefeuilles diversifiés, nous comptons bien gérer tactiquement l'année 2020 en utilisant les options.

Source des chiffres : Edmond de Rothschild

¹ L'objectif de performance est fondé sur la réalisation d'hypothèses de marché arrêtées par Edmond de Rothschild Asset Management (France) et il ne constitue en aucun cas une promesse de performance.

² Mieux vaut ne pas aller à l'encontre de la Fed!

³ Petites capitalisations.

⁴ Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont

pas constantes dans le temps.

⁵ Ce marché permet d'emprunter des liquidités de court terme (de un jour à un an) en échange de titres, notamment les dettes d'État les plus sûres, qui servent de garantie ou « collatéral ».

⁶ Resserrement quantitatif.

⁷ Assouplissement quantitatif.

LE RENDEMENT SE CACHE DANS LE DÉTAIL



ALAIN KRIEF
DIRECTEUR FIXED INCOME
EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT



Une faible volatilité milite pour une prise de risque tout en se protégeant à la baisse

Du rendement sur les signatures B¹ grâce au marché primaire dynamique attendu début 2020

Les obligations subordonnées et convertibles offrent des opportunités

2019 se termine sur d'excellentes performances pour le *fixed income*² et pourtant le climat d'incertitude et de méfiance a été présent tout au long de l'année et reste prégnant pour 2020.

Le contexte macroéconomique et les niveaux de marché nous incitent à la prudence, au vu d'une croissance globale plus faible, mais qui reste positive malgré un sentiment de fin de cycle, des taux européens historiquement bas, des primes de risque crédit (spreads³) faibles concernant les dettes d'entreprises en moyenne et des marchés actions atteignant des plus hauts historiques.

À cela s'ajoute un contexte géopolitique toujours incertain avec notamment des élections américaines prévues pour la fin d'année et le Brexit toujours en cours. Néanmoins, la volatilité, qui reflète en temps normal ces inquiétudes, s'affiche à des plus bas historiques. Ainsi, 2020 ne sera peut-être pas aussi compliquée qu'on le pense.

Certes, les taux de rendement sur les dettes d'entreprises sont faibles en moyenne, mais l'apparence est un peu trompeuse avec des taux souverains négatifs. Les banques centrales, Fed et BCE, au vu de leurs récents discours, poursuivent une politique accommodante et souhaiteraient, sans le dire clairement, ne pas agir sur leurs taux directeurs cette année. On peut donc se dire que les taux souverains devraient rester bas, voire négatifs, en Europe. Les spreads de crédit des dettes d'entreprises sont resserrés en moyenne, mais sont loin de leurs plus bas historiques. Les moyennes sont parfois trompeuses et la « qualité » est dans les détails.

PRIVILÉGIER UNE MOINDRE QUALITÉ DU CRÉDIT

Au sein de l'univers du *fixed income*, il est possible de descendre dans la qualité de crédit pour obtenir du surplus de rendement. Dans un scénario de faible croissance pour

¹ Notation attribuée au sein de l'univers du High Yield.

² Gestion obligataire.

³ Les spreads mesurent l'écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité.

un certain temps encore et sans récession en vue, alors les obligations subordonnées sont parfaitement adaptées. Subordonnées financières ou corporate hybrides, ces instruments qui gardent en général une bonne notation (entre BBB et BB) offrent des rendements attractifs bien supérieurs aux obligations souveraines avec des maturités au *call*⁴ relativement courtes, d'autant que la dynamique des fondamentaux de ces émetteurs reste très positive.

Par ailleurs, quand on regarde de plus près les spreads par notation (A, BBB, BB, B), on s'aperçoit rapidement que les compressions de spreads que nous avons observées en 2019 se sont opérées sur les meilleures notations, clairement sur les A et BBB, un peu sur les BB et très peu sur les B. Cette légère compression sur les BB et B s'est accompagnée d'un tassement mécanique des maturités (la plupart des titres ayant des calls courts). On observe aujourd'hui des rendements de 2% en moyenne sur les BB, mais la maturité moyenne associée est 2024 et des rendements moyens de 4% associés à une maturité moyenne de 2022!

Le rallye observé en cette fin d'année a surtout fait baisser la maturité moyenne des dettes d'entreprises High Yield⁵ et ouvre enfin la porte du refinancement pour les entreprises notées «B». Et la compression viendra de toutes ces émissions primaires «B» de refinancement tant attendues qui devraient s'afficher autour des 5%. Ces rendements attractifs trouveront preneurs sans aucun doute et devraient de façon sélective se compresser et permettre de dégager des performances que l'on croyait difficiles à obtenir. Une rotation s'opérera donc dans le monde du *fixed income*.

LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES PRÉSENTENT UN PROFIL DE RENDEMENT/RISQUE ATTRACTIF

Le paradoxe que l'on observe entre les niveaux de certains marchés au plus haut et une vola-

tilité au plus bas associé à un sentiment de méfiance quant à la fin du cycle économique constitue en réalité une opportunité à saisir de différentes façons, notamment par le biais des obligations convertibles.

En effet, s'il ne faut peut-être pas s'abstenir de prendre du risque aujourd'hui, on peut alors protéger ses gains grâce à des stratégies asymétriques.

La structure hybride des obligations convertibles, et plus particulièrement leur convexité⁶, c'est-à-dire leur profil de risque/rendement spécifique, leur permet de s'apprécier davantage avec des marchés actions à la hausse qu'elles ne se déprécient lorsqu'ils repartent à la baisse. Cette convexité améliore considérablement le profil rendement/risque dans ce contexte de faible volatilité reflété dans le prix des obligations convertibles en Europe, aux États-Unis et en Asie.

Les obligations convertibles ont récemment retrouvé une meilleure convexité, avec un delta⁷ moyen de l'univers autour de 50%, et dans certains cas du rendement. Par exemple, plus de 40% du gisement européen offre encore un rendement positif. Si les investisseurs recherchent le rendement, les entreprises aussi dans un contexte de croissance plus faible. C'est pourquoi la dynamique des fusions-acquisitions observée récemment devrait perdurer, scénario favorable aux obligations convertibles grâce aux clauses de «ratchet⁸» ou de «poison-put⁹».

ALORS, 2020, UNE ANNÉE COMPLIQUÉE?

L'année qui s'ouvre sera loin d'être consensuelle et c'est tant mieux parce que cela veut tout simplement dire que le marché ne sait probablement pas mettre un juste prix sur les risques à venir. Il faut aborder 2020 en restant prudent, mais confiant et en suivant de près ces risques si difficiles à «pricer», aller chercher plus dans le détail les classes ou sous-classes d'actifs qui génèrent encore du rendement au sein même du *fixed income*.

⁴ Option d'achat.

⁵ Les obligations High Yield ou à Haut Rendement sont des titres obligataires de nature spéculative, dont la notation est inférieure à BBB-. Les obligations Haut rendement (HY) sont des obligations présentant un risque de défaut supérieur aux obligations de catégorie Investment Grade et pouvant offrir en contrepartie un coupon plus élevé.

⁶ La capacité d'une obligation convertible à capter une partie de la hausse de son action sous-jacente et à limiter les pertes durant les périodes de baisse définit ce que l'on appelle l'asymétrie ou encore la convexité.

⁷ Le delta correspond au taux de variation du prix d'une option suite à un mouvement de hausse du sous-jacent.

⁸ La clause de «ratchet», encore appelée clause d'«ajustement de prix», permet à un investisseur de protéger la valeur de son investissement dans une société, et/ou aux fondateurs et à l'équipe dirigeante d'une société, de partager une partie de la plus-value réalisée par l'investisseur lors du débouclage d'une opération de levée de fonds et, dans certains cas, de corriger a posteriori une valorisation trop basse de la société retenue lors de la levée.

⁹ La clause de «poison-put» garantit, en cas de changement de contrôle, la valeur des obligations.

LA FIN DE LA LINÉARITÉ : NAVIGUER PAR TEMPS DE CHAOS



JACQUES-AURÉLIEN MARCIREAU
CO-DIRECTEUR DES GESTIONS ACTIONS
EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT



Les cartographies du passé sont devenues obsolètes

Les marchés actions apportent une réponse face aux incertitudes

Une gestion active de conviction permet d'identifier les opportunités

Quelle ne serait pas la surprise d'un Christophe Colomb, si seulement quelques années après sa découverte des Amériques, le monde subissait un changement de magnétisme, une inversion des pôles, bref, quelque chose qui rende toutes les cartes de navigation antérieures obsolètes ?

Lorsque ce ne sont pas seulement les cartes qui sont rebattues, mais également les règles du jeu qui changent brusquement, cela peut représenter une opportunité, mais cela nécessite de repenser sa stratégie et en premier lieu d'avoir conscience de cette nouvelle donne.

C'est une conviction très forte : nous venons de vivre un moment similaire pour un investisseur. Les règles ont durablement changé

et les cartographies du passé concernant la façon d'investir son épargne afin de s'inscrire dans le temps sont désormais partiellement inutilisables.

En partant du paysage le plus macroéconomique au plus microéconomique, nous identifions cinq changements majeurs : l'inconnue écologique, le progrès technologique, la fin du multilatéralisme, l'essor des populismes et la déformation de la structure de marché des actions cotées. Chacun de ces facteurs augmente sensiblement la probabilité d'événements extrêmes, les effets de seuil et rend dangereux tout raisonnement linéaire, ce qui est pourtant notre zone de confort et le climat qui a prévalu au cours des trente dernières années.

Pour le décrire différemment, il y a encore quelques années, la situation aurait été dépeinte de la manière suivante : *le réchauffement climatique est un problème en toile de fond, qui se réglera progressivement via la coordination technique mondiale dans le cadre d'institutions multilatérales regroupant des États qui tendent tous vers le modèle démocratie/économie de marché et via l'utilisation des nouvelles technologies. Les marchés, fonctionnant de manière toujours plus efficiente, fourniront le signal prix nécessaire et participeront à la bonne allocation des ressources.*

Cette phrase semble aujourd'hui impensable et paraît aussi excessive que la suivante : *le réchauffement climatique s'imposera comme une priorité au regard de ses conséquences et sera traité de manière désordonnée par des États en rivalité et rongés par le populisme, ce dernier se trouvant renforcé par les inégalités croissantes liées à la fracture technologique. Dans ce contexte, la fonction de signal prix du marché sera doublement minée par la perte d'indépendance des banques centrales et les nouvelles inefficiences dans la formation du prix, liées au trading haute fréquence et l'essor de la gestion passive.*

La réalité se trouvera certainement à mi-chemin.

Combinés, les cinq facteurs mentionnés (écologie, technologie, unilatéralisme, populisme et microstructure de marchés) impliquent une nouvelle cartographie, une nouvelle façon de naviguer. Les actions sont une classe d'actifs à part dans la mesure où la valeur intrinsèque d'une entreprise n'est jamais définitivement fixée et dépend de la façon dont les hommes et les femmes qui la composent réagissent face aux circonstances, à l'environnement de l'entreprise. La capacité d'une action à rebondir est donc infinie, ou nulle, selon le capital humain qui la compose.

Ainsi, par sa capacité d'évolution et d'adaptation et en opposition aux classes d'actifs « fixes », l'action est potentiellement l'un des meilleurs investissements face aux incertitudes qui caractérisent le monde actuel. Plus que jamais, pour naviguer le chaos, détenir des actions s'avère nécessaire selon nous.

Nous ne croyons pas au scénario catastrophe et pensons au contraire que des opportunités vont naître de ce chaos potentiel pour celui qui fait preuve de principes, de convictions, mais également de pragmatisme dans sa façon d'investir.

C'est pourquoi, aujourd'hui, nous pensons que les sociétés qui apportent des solutions ou prennent en compte sérieusement le sujet de l'écologie, disposent de capacités d'adaptation face à l'environnement géopolitique et politique devenu bien plus complexe partout sur la planète, s'emparent de la technologie pour en faire un avantage concurrentiel tout en investissant massivement dans le capital humain, constituant des placements performants.

Pour tirer pleinement parti de ces opportunités, encore faut-il regarder au-delà du bruit perturbant que nous envoie le marché. D'une part, le prix d'une action quotidiennement affichée ne reflète que le prix de la dernière transaction effectuée : lorsque cette dernière est le fait dans plus de 70% des cas de flux passifs, de gestions quantitatives ou de trading à haute fréquence, cela ne vous donne absolument aucun renseignement sur la valeur de cette entreprise, ses perspectives futures et sa capacité à appréhender les défis évoqués précédemment.

Une gestion actions active de conviction, par ses aspects traditionnels, se situe peut-être pour certains aux antipodes de l'innovation. Elle devrait pourtant se tailler la part du lion au sein de toutes les allocations des investisseurs lorsque les défis se matérialiseront avec un peu plus d'âpreté.

LE DOLLAR AMÉRICAIN ENTRE DANS UNE PHASE DE TRANSITION



GILLES PRINCE
HEAD OF CIO OFFICE
EDMOND DE ROTHSCHILD (SUISSE)



Plusieurs facteurs militent pour un affaiblissement du billet vert

La demande pour la devise américaine limitera toutefois le potentiel de dépréciation

Il existe des contre-arguments de poids qui justifient son niveau élevé et sa stabilité

Après une année 2019 riche en événements tant politiques qu'économiques, sur fond de guerre commerciale sino-américaine, on s'aperçoit que les principales paires de devises n'ont que peu évolué au cours de l'année puisqu'elles se retrouvent contenues dans une bande de fluctuation d'environ 3%.

On observe ainsi que le dollar américain est resté bien ancré dans sa tendance haussière, que ce soit par rapport aux monnaies des pays développés ou émergents, et que l'euro a été désavantagé par le déficit de croissance économique de la région et par les incertitudes politiques locales. La livre sterling a fait office de baromètre du risque de Brexit désordonné et finit l'année sur une note positive alors que la phase de transition vers la sortie de l'Union débute. Et comme anticipé, le franc suisse et le yen japonais ont tenu leur rôle de valeur refuge lors des épisodes de volatilité.

Il y a néanmoins eu des évolutions notables dont nous devons tenir compte dans nos perspectives et convictions, en particulier pour le dollar américain. Les forces en jeu, que nous devons considérer relativement les unes aux autres et pas en absolu uniquement, tendent à montrer que le dollar pourrait entrer progressivement dans une nouvelle phase. Les facteurs de soutien d'un dollar fort semblent en effet s'effacer peu à peu et la tendance haussière initiée début 2018 paraît perdre de sa vigueur.

UNE TRAJECTOIRE DE CROISSANCE DISTINCTE

L'une des raisons à cela consiste, selon les prévisions de nos économistes, en un différentiel de croissance entre les États-Unis et l'Europe qui devrait se traduire par un ralentissement économique plus marqué de l'autre côté de l'Atlantique qu'en zone euro. À cela s'ajoutent des variations de change de plus en plus sensibles aux divergences en matière de politiques budgétaires, qui là aussi devraient être en faveur du Vieux Continent. Cela conduirait donc les investisseurs à considérer les placements américains comme moins avantageux, sachant par ailleurs que les taux d'intérêt américains affichent un plus grand potentiel de baisse par rapport à leurs équivalents européens.

Autre argument d'importance, le différentiel de taux d'intérêt extrême entre l'euro et le dollar s'est réduit. Il avait atteint 3.23% début 2019 pour ensuite baisser fortement jusqu'à 2.28% mi-décembre. Ce niveau rend les placements en dollar relativement moins rémunérateurs, ce qui devrait impacter négativement la demande pour le dollar US. Fait intéressant pour les investisseurs en base dollar, l'attrait pour un investissement en obligations européennes couvert du risque de change s'est amenuisé d'autant. Les rendements espérés des deux alternatives s'affichent désormais au même niveau, toutes choses étant égales par ailleurs.

Ensuite, on notera que les politiques monétaires divergentes entre les États-Unis, l'Europe et le Japon ont été remplacées par une unanimité dans l'assouplissement monétaire que l'on n'avait plus vu depuis l'époque de *quantitative easing*. Les trois grandes banques centrales conduisent désormais toutes des politiques monétaires accommodantes et ont remis des programmes de rachats d'actifs en place. Fait important pour notre scénario, l'afflux de liquidités est devenu plus important aux États-Unis qu'en Europe, la Fed rachetant des bons du Trésor à hauteur de 60 milliards de dollars par mois contre un programme de 20 milliards d'euros dans l'Union, ce qui milite également pour un dollar plus faible. On remarquera aussi qu'en cas de croissance plus faible que prévu ou de choc économique extérieur, la Fed aurait une plus grande marge de manœuvre pour baisser son taux directeur que la banque centrale européenne qui a adopté des taux négatifs.

Quatrième argument, les risques géopolitiques et l'incertitude qui pesaient sur l'Europe, en lien avec le Brexit, la situation politique en Italie, ou encore les menaces de tarifs douaniers américains s'estompent quelque peu. À l'inverse, les incertitudes politiques aux États-Unis augmentent avec les élections présidentielles de novembre 2020. Tant le scénario démocrate avec la candidate Elisabeth Warren que la carte républicaine avec Donald Trump peuvent inquiéter les sphères financières. Un second mandat du président actuel pourrait signifier une volonté encore plus marquée d'implémenter ses promesses de campagne. On comprend dès lors que le marché pourrait assigner une prime de risque au billet vert, mais aussi penser que l'euro deviendra relativement plus attractif. Le statut de valeur refuge qui a maintenu le dollar à des niveaux élevés pourrait donc être atténué.

Finalement, ces éléments soutenant la thèse d'un dollar plus faible sont à mettre en parallèle avec l'analyse des grands cycles de long

terme d'appréciation et de dépréciation de la monnaie américaine. L'évolution du taux de change nominal effectif du dollar US, tel qu'illustré dans le graphique, laisse penser que la vague d'appréciation ayant débuté en 2011 pourrait avoir connu un pic. Nous aurions alors commencé une longue phase de transition conduisant à un cycle de dépréciation, notamment pour les raisons évoquées ci-dessus.

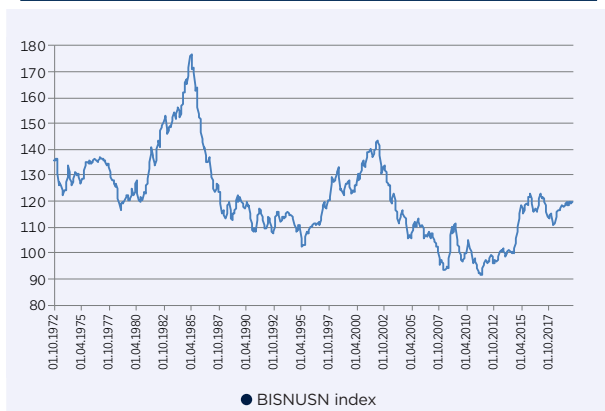
FACTEURS DE STABILITÉ

Si ces arguments militent en faveur d'une dépréciation du dollar, il existe des contre-arguments de poids qui justifient son niveau élevé et sa stabilité. Le premier point concerne le différentiel de taux d'intérêt qui reste suffisamment important pour inciter les investisseurs étrangers à privilégier des investissements en dollar. Même si ce différentiel s'amenuise, un écart de plus de 2.20% reste une barrière difficile à franchir. Pourquoi rapatrier ses placements vers une monnaie comme l'euro ou le franc suisse qui garantissent certes un placement sans risque, mais assurent une perte financière ? Par ailleurs, les taux négatifs en Europe font également de la devise unique une destination de choix pour les « carry trades », soit emprunter en euro pour faire un placement en dollar. La faible volatilité de la paire euro contre dollar - 4% de volatilité contre près de 10% en moyenne historique - soutient la poursuite de cette activité. À en juger par le positionnement des spéculateurs en futures de changes, le marché reste globalement long dollar et short euro.

Du point de vue macro-économique, la nature anticyclique du billet vert exigerait aussi que la croissance économique mondiale se reprenne pour que le dollar s'affaiblisse, ce qui n'est pas notre scénario économique central. L'un des éléments-clés qui pourrait laisser entrevoir une reprise globale et donc un dollar plus faible serait une solution formelle aux différends sino-américains, ce qui lèverait les incertitudes pesant sur le commerce mondial. Même si à court terme il est raisonnable d'anticiper une trêve avec un accord initial de portée limitée, nous continuons de penser que la rivalité entre les deux puissances va au-delà des aspects commerciaux et continuera de représenter une source de risque dans les années qui viennent. Ces éléments sont donc des contrepoids significatifs aux arguments favorisant une dépréciation.

En conclusion, plusieurs facteurs militent pour un dollar plus faible, caractérisé par un potentiel d'appréciation limité. On surveillera néanmoins l'évolution des flux de capitaux et le positionnement des spéculateurs qui pourraient indiquer une inflexion de la tendance.

Le dollar américain pourrait avoir connu un pic dans son cycle



Source: Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.

GLOSSAIRE

- › **Dettes subordonnées:** une dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers.
- › **Value:** style de gestion privilégiant les valeurs considérées comme sous-évaluées.
- › **Croissance:** style de gestion privilégiant les entreprises offrant un important potentiel d'accroissement de leur bénéfice.
- › **Volatilité implicite:** la volatilité implicite mesure l'amplitude des variations à court terme du prix du sous-jacent d'une option, telle qu'elle est anticipée par le marché.
- › **Options:** contrat financier par lequel un opérateur acquiert le droit (mais non l'obligation) d'acheter ou de vendre une certaine quantité de titres à un prix donné et jusqu'à une date fixée dans le contrat.
- › **Coûts de couverture:** la mise en place d'une couverture au sein d'un portefeuille financier à un coût dont le prix varie en fonction des conditions de marchés.
- › **Assouplissement quantitatif:** désigne un type de politique monétaire dit non conventionnel auquel peuvent avoir recours les banques centrales dans des circonstances économiques exceptionnelles.
- › **Resserrement quantitatif:** le resserrement quantitatif est une politique monétaire restrictive appliquée par une banque centrale pour réduire le montant des liquidités au sein de l'économie.
- › **Bund:** obligations émises par l'État allemand.
- › **Bitcoin:** cryptomonnaie.

Achévé de rédiger en décembre 2019

Réalisation & production: Communication & Marketing - Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.

Crédit illustration: Mat Dennequin/Pitchlab

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 pré-jugent 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.