



Banque Richelieu

L'esprit de conquête



CONFÉRENCE D'INVESTISSEMENT

SEPTEMBRE 2023

Monaco • Paris • Lyon

www.banquerichelieu.com

SOMMAIRE

1. POINT MACRO

Page 4

2. ALLOCATION D'ACTIFS

Page 14

3. FOCUS

Page 20



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT • SEPTEMBRE 2023

POINT MACRO

Par **Alexandre Hezez**, Stratégiste Groupe



**UN ÉQUILIBRE
PRÉCAIRE ENTRE
RISQUE DE
CROISSANCE ET
DÉSINFLATION
PROGRESSIVE.**

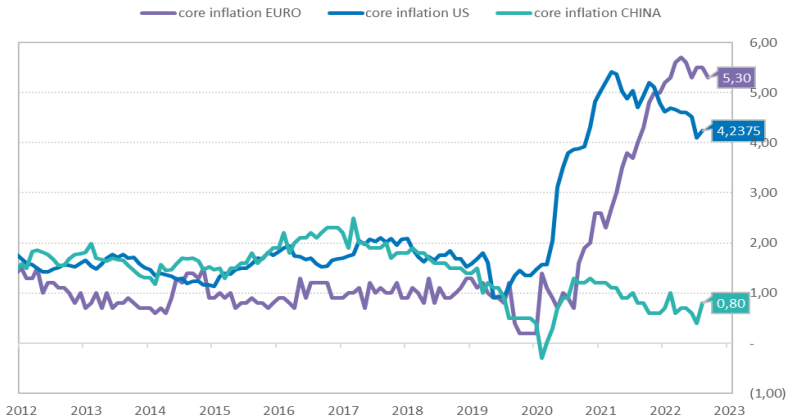
L'inflation semble être maîtrisée : nous assistons à une décélération lente et continue de la hausse des prix aux États-Unis. Le resserrement monétaire semble toucher à sa fin. La hausse des prix des biens a connu une décélération marquée depuis plus d'un an, débutant par celle des matières premières et des produits énergétiques. **Même si la désinflation se met en place, les dynamiques restent bien différentes, provoquant un découplage des économies.**

glissement annuel en 2023, sous l'effet du resserrement de la politique monétaire et du resserrement des prêts bancaires aux États-Unis et en Europe. Le ralentissement de la croissance en Chine est également susceptible de peser sur l'activité mondiale. Nous prévoyons que l'inflation sous-jacente mondiale passera sous la barre des 3 % en 2024, reflétant les améliorations de la chaîne d'approvisionnement et le ralentissement de la croissance des salaires.

À l'échelle mondiale, nous prévoyons que la croissance annuelle moyenne du PIB réel ralentira à 2,6 % en

Core inflation (inflation hors énergie et alimentaire)

Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu



ÉTATS-UNIS : UNE DÉSINFLATION BIEN ENGAGÉE

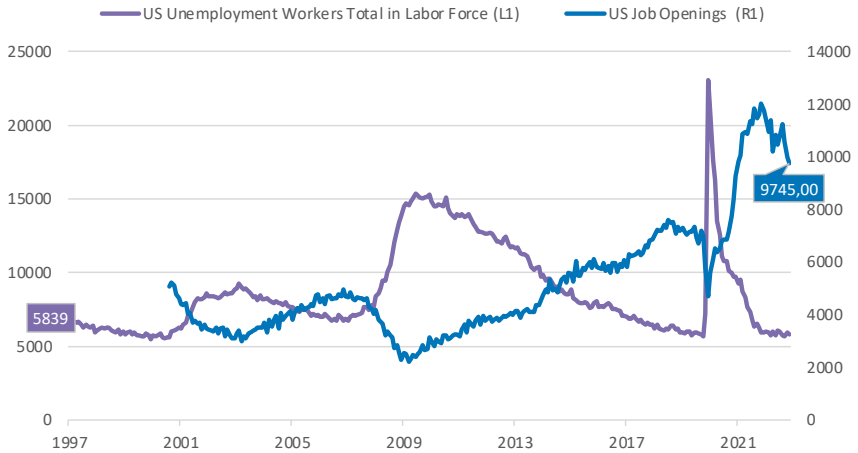
Nous prévoyons une baisse de l'inflation de base à 3,5 % d'ici décembre 2023, reflétant la poursuite de la reprise de la chaîne d'approvisionnement, une baisse de l'inflation liée au logement et un ralentissement de l'inflation des services, la croissance des salaires continuant à se modérer. **La normalisation du marché de l'emploi est en cours**, comme en témoignent les dernières données publiées (Job Openings, rapport ADP).

Nous anticipons une dégradation légère du taux de chômage en fin d'année. **Ce phénomène ne sera pas suffisant pour impacter tangiblement la dynamique des salaires.** Nous pensons que le cycle de hausse des taux de la Fed est désormais terminé et que celle-ci maintiendra la fourchette actuelle des taux des fonds fédéraux de 5,25 à 5,5 % jusqu'en 2024. Nous prévoyons que la première baisse de taux n'interviendra pas avant la fin du deuxième trimestre (25 pb), **tout en restant sur le qui-vive sur l'inflation.**

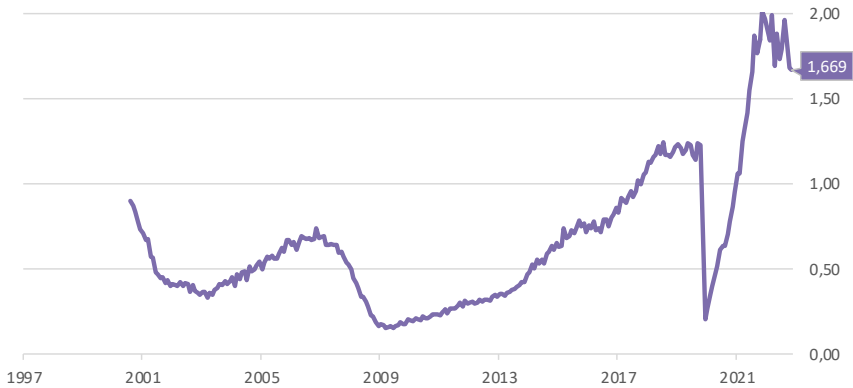


Nombre d'offres d'emploi versus emplois total

Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu



US Unemployment Workers Total in Labor Force/ US Job Openings



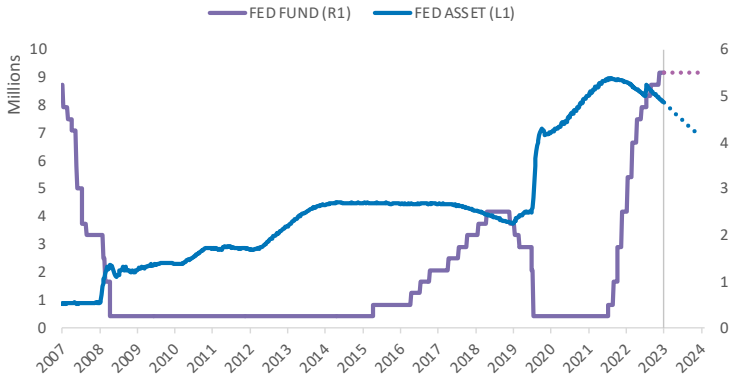
Nous anticipons une dégradation légère du taux de chômage en fin d'année. **Ce phénomène ne sera pas suffisant pour impacter tangiblement la dynamique des salaires.** Nous pensons que le cycle de hausse des taux de la Fed est désormais terminé et que celle-ci maintiendra la fourchette actuelle des taux des fonds fédéraux de 5,25 à 5,5 % jusqu'en 2024. Nous prévoyons que la première baisse de taux n'interviendra pas avant la fin du deuxième trimestre (25 pb), **tout en restant sur le qui-vive sur l'inflation.**

Quitte à nous répéter, nous avons la conviction que la Fed continuera, quoi qu'il se passe, à maintenir la pression pour éviter une reprise de l'inflation. En août 2022, le discours de Jerome Powell lors de la conférence des banquiers centraux de Jackson Hole insistait déjà sur sa franche intention d'utiliser « vigoureusement tous ses outils » et « **une longue période de croissance plus faible** » ainsi « qu'un ralentissement du marché du travail » avant de conclure « la lutte contre l'inflation aux

Etats-Unis va faire souffrir les ménages et entreprises américains mais y renoncer serait encore plus dommageable pour l'économie ». **Il n'en est rien pour l'instant.** Paradoxalement la résilience de l'économie américaine pourrait être dorénavant un sujet de stress pour les banquiers centraux et pour les marchés.

Fed Fund / bilan de la Fed & estimation

Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu

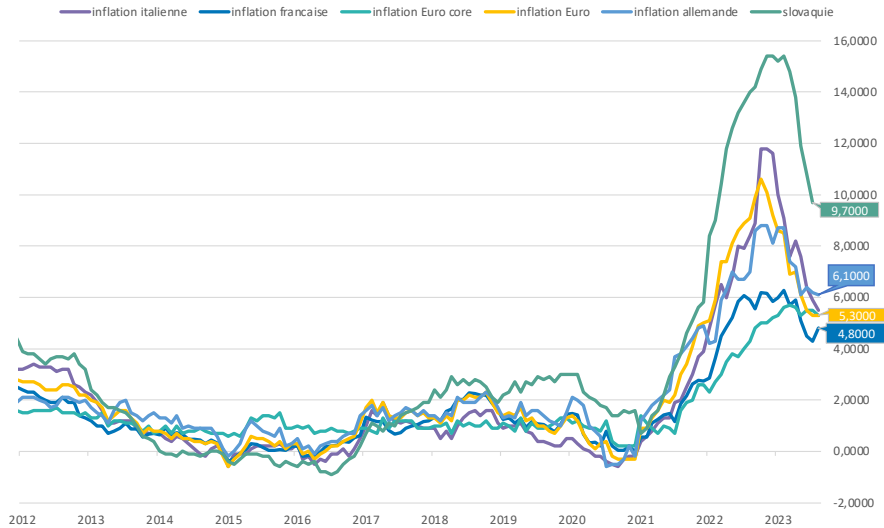


EUROPE : UN RETOUR DU RISQUE DE STAGFLATION

Les pressions inflationnistes resteront encore présentes. Les données d'inflation préliminaires du mois d'août en Allemagne, en Espagne et en France n'ont guère rassuré quant au ralentissement de l'inflation de la zone euro. Le mouvement sera lent et progressif et continuera d'ouvrir la porte à la fin des hausses de taux directeurs par la BCE en fin d'année. Les indices PMIs ont montré que l'économie européenne s'est affaiblie, conduite principalement par les services. **Ces chiffres soulignent un affaiblissement de la demande et l'impact du resserrement des politiques monétaires sur l'économie.** La croissance européenne a décroché durant l'été. Dans la zone euro, nous prévoyons un ralentissement de la croissance du PIB à 0,6 % en 2023, reflétant des prix de l'énergie historiquement élevés en raison de la guerre en Ukraine, le resserrement des normes de prêt bancaire. Nous prévoyons que l'inflation de base diminuera progressivement pour atteindre 4,0 % en glissement annuel d'ici fin 2023, reflétant la répercussion indirecte de la baisse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, bien que nous nous attendions à ce que l'inflation des services reste élevée en raison de l'étroitesse du marché du travail.

Inflation globale en Zone Euro

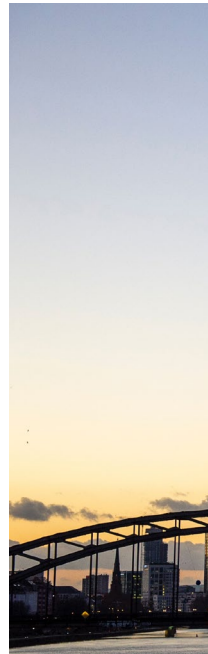
Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu



Nous nous attendons à ce que la BCE procède à deux hausses (25 pb) supplémentaires en septembre et en décembre, pour un taux terminal de 4,50/4,75, compte tenu d'une inflation sous-jacente vigoureuse, tirée par les services. Par la suite, nous pensons que la BCE restera en attente sur 2024 et cela même si nous prévoyons une économie européenne se dégradant. Christine Lagarde ne pourra que rester insensible tant que l'inflation ne sera pas ancrée sur son objectif de 2%. **Une Chine qui peine à rebondir va toucher la croissance mondiale et principalement l'économie européenne plus dépendante.** Malgré des chiffres préoccupants, le risque de récession ne sera pas pris en compte pour l'instant par la BCE qui n'a pas encore réussi à regagner le contrôle de l'inflation. Une baisse plus rapide du bilan de la BCE devrait faire l'objet d'un débat, en évoquant l'arrêt éventuel des réinvestissements des titres acquis dans le cadre du programme d'achat de pandémie (PEPP), lesquels sont pourtant prévus jusqu'à la fin de 2024 par le

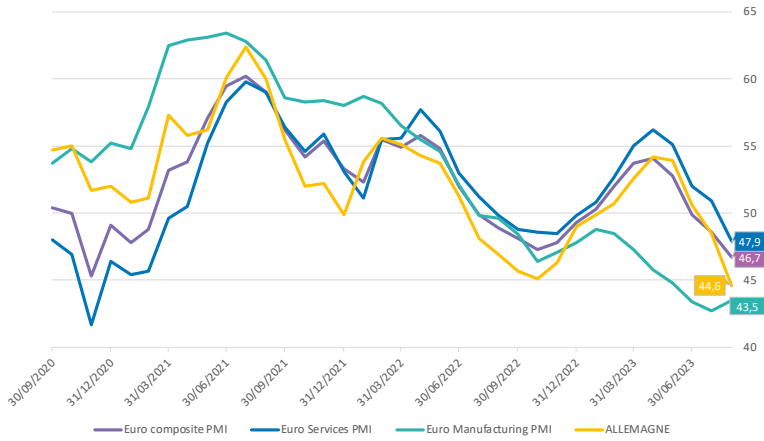
Conseil des gouverneurs. En effet, la réduction de l'inflation sous-jacente est moins avancée en comparaison avec les États-Unis.

A Jackson Hole, Christine Lagarde a souligné la persistance de plusieurs sources d'incertitude, notamment celles qui pourraient entraîner structurellement une inflation plus marquée qu'auparavant (besoin d'investissements et contraintes sur l'offre accrues liés au changement climatique, renforcement du pouvoir de négociation des salariés, et capacité des entreprises à augmenter les prix plus rapidement). Pour la BCE, atteindre ces objectifs pourrait nécessiter un ralentissement notable de l'activité, à cause de la détermination sans relâche des banques centrales « pour tuer la bête » (Gita Gopinath, directrice générale adjointe du FMI). Nous voyons apparaître en Europe un retour du risque de stagflation.



Indicateurs économiques en Zone Euro

Sources : Bloomberg Groupe Richelieu

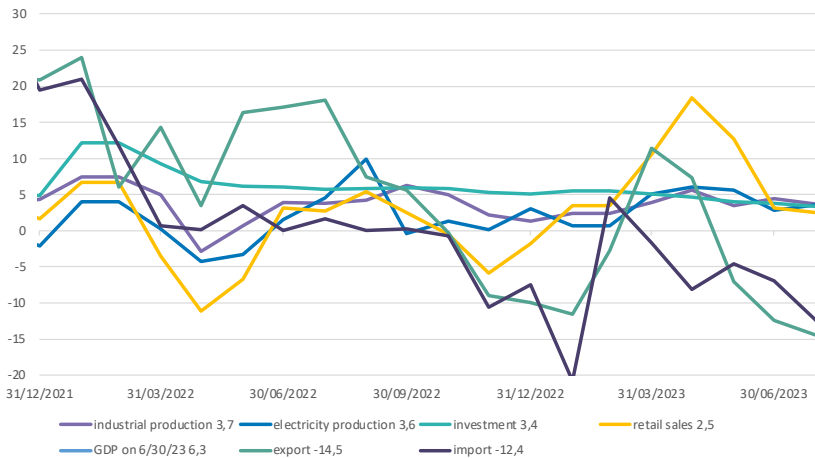


CHINE : LA DÉFLATION EN APPROCHE

L'économie chinoise n'a pas rebondi comme escompté, malgré trois ans sans confinement dû à la pandémie. La cadence et l'envergure limitées des mesures de soutien budgétaire et monétaire n'ont pas su stimuler la croissance. Des défis à moyen terme comme la démographie, le ralentissement immobilier persistant, l'endettement gouvernemental et les tensions géopolitiques pourraient peser sur la croissance future.

Éléments explicatifs de la croissance chinoise

Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu



Ces éléments sont accentués par des retards de paiements immobiliers et une avalanche d'obligations liées à la dette locale. Pour stimuler la demande, la Chine agit prudemment. Une amélioration mineure dans les statistiques mensuelles pourrait apaiser les inquiétudes. **Les indices PMI d'août étaient légèrement positifs, indiquant une expansion.** Toutefois, l'instabilité immobilière suggère un long chemin avant un impact bénéfique. Nous anticipons une croissance du PIB de 5,4 % en 2023, suite à la relance post-réouverture. Bien que les données actuelles soient ternes, nous prévoyons une croissance séquentielle au S2 grâce à une diminution de l'effet du déstockage, à l'intensification des mesures d'assouplissement et à la stabilisation des exportations.

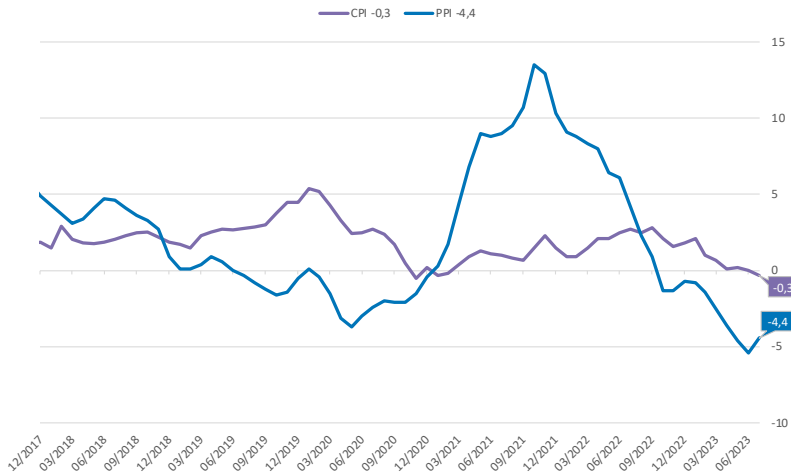
La banque centrale intensifiera le soutien monétaire, tout en limitant les impacts sur le marché des changes et de l'immobilier. **Les plans de relance antérieurs ont entraîné des bulles spéculatives nuisibles.** Bien que préoccupante à court terme, cette situation pourrait s'inverser avec la fin de la politique agressive de la Fed. La banque centrale chinoise devrait réduire les taux pour stimuler consommation et investissement. Le moment reste incertain. **Pékin évite d'accroître l'endettement, notamment local, dû au risque systémique. Les options sont rares, mais des efforts sont nécessaires pour atteindre une croissance de 5%.**

Situation délicate pour le monde

Les défis actuels nous poussent à réajuster nos prévisions pour la Chine. Les données négatives de juin pourraient mener à une stimulation accrue de la demande domestique d'ici la fin de l'année. Face à un commerce global affaibli et des sanctions occidentales, **la Chine cherche des leviers de croissance**. Une croissance moindre peut influencer la désinflation mondiale, surtout pour les matières premières, mais elle risque d'impacter l'Europe.

Prix à la consommation versus prix à la production

Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu



L'incertitude entoure le ralentissement immobilier, perçu comme une menace économique majeure. La situation chinoise impactera sûrement la croissance globale. Bien que préjudiciables à l'échelle mondiale, les difficultés chinoises ont un avantage à court terme : elles atténuent les pressions inflationnistes aux États-Unis et en Europe. **Contrairement au reste du monde, la Chine ne subit pas d'inflation**. En attendant un redressement de l'industrie, sa faiblesse aide à freiner l'inflation. À contrario, un rebond en fin d'année pourrait la stimuler,

mettant la BCE en position délicate. Si la Chine continue de décliner, cela affectera l'économie mondiale. **Une situation complexe pour les États-Unis, face à un adversaire qui s'affaiblit**. Trop d'affaiblissement de la Chine risque de perturber l'équilibre économique global. La visite de Gina Raimondo, ministre du commerce américaine en Chine reflète ces inquiétudes. **Les deux superpuissances, cherchant à réduire les tensions, multiplient les rencontres**.

La Fed ne sera plus une assurance contre la crise

La dynamique de croissance mondiale est principalement tirée par le cycle macro-économique aux États-Unis. L'impact total du resserrement monétaire agressif de 2022 pourrait se manifester prochainement. Lors des précédents épisodes de ralentissement, la Fed a toujours agi pour soutenir l'économie.

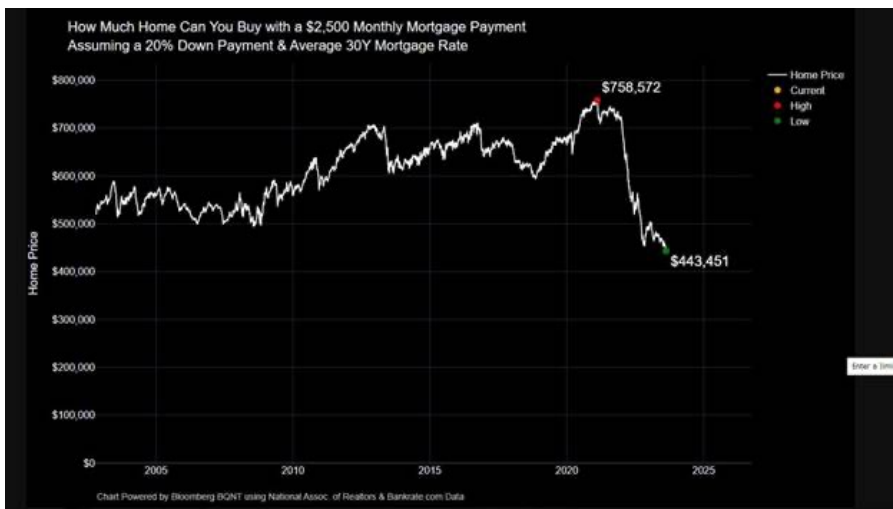
On se souvient, en 2019, du revirement de la politique monétaire américaine lors de la guerre commerciale entre Trump et la Chine après une hausse régulière des taux en 2018. Le COVID nous a tous bien évidemment marqué. Nous avons à l'esprit la crise de 2007 (nous sommes moins nombreux à le faire...). Cette fois-ci, la situation est différente : l'économie américaine est l'une des plus résilientes. Les anticipations de croissance ont été relevées tout au long de 2023 et la croissance américaine est plus robuste.

Le consommateur occidental a vu son pouvoir d'achat s'amoindrir, ce qui affecte son moral et sa capacité à consommer. L'épargne constituée lors des confinements a servi de coussin. Néanmoins, l'ampleur et la durée des hausses de prix font craindre une baisse de la consommation. Les revendications salariales demeurent élevées, surtout en Europe et aux États-Unis même si l'emploi se dégrade. Une inflation salariale qui perdure impactera les actions des banques centrales et les entreprises. La consommation des ménages, qui représente environ les deux tiers du PIB, est considérée comme le moteur de cette dynamique, les Américains continuant de dépenser à un rythme soutenu jusqu'à présent. S'ils doivent faire face à la reprise des remboursements de prêts étudiants et à des coûts d'emprunt élevés dans les mois à venir, un marché du travail solide devrait continuer à stimuler leurs dépenses. **Un effet ciseau pourrait se produire si l'emploi se détériorait.**

La capacité des ménages américains à acquérir un bien immobilier n'a jamais été aussi faible, ce qui présuppose une baisse des prix immobiliers ou des vellétés salariales.

Capacité des ménages à acheter un bien immobilier

Source : X (anciennement Twitter)





Si la Chine s'enlise et que l'Europe s'empêtre dans une inflation difficilement gérable, étant forcée d'adopter une politique monétaire restrictive malgré les risques (moindre croissance, Ukraine, gaz, Chine), la politique monétaire américaine ne compensera pas. Pire, elle continuera d'agir en abaissant son bilan pour les prochains mois. La peur des années 70 avec ses vagues successives d'inflation restera l'obsession de Jerome Powell. Les banques centrales ne peuvent pas relâcher la pression. Le risque de récession mondiale augmente, et en même temps, l'économie américaine reste résiliente. Il n'y a rien à attendre de la FED (ni de la BCE) comme dans les précédentes crises.

Après un début d'année qui a vu peu à peu décroître les risques (restockage de gaz en Europe, réouverture de l'économie chinoise, désinflation effective aux États-Unis), les prochains mois pourraient bien voir renaître quelques risques sur ces mêmes thématiques. La géopolitique reste un facteur clé à surveiller. En Europe, les tensions avec la Russie restent vives, notamment autour de l'Ukraine. Les sanctions, les guerres commerciales et la montée du nationalisme pourraient entraver la croissance mondiale à un an des élections présidentielles américaines. **Tant que la Chine ne démontre pas sa capacité à gérer la crise immobilière et à renouer avec une croissance pérenne, l'équilibre macroéconomique restera fragile.**

ALLOCATION D'ACTIFS

Par **Alexandre Hezez**, Stratégiste Groupe

CHINE, MARGES DES ENTREPRISES, INFLATION...

Le découplage des économies s'est accentué durant le dernier mois. Le positionnement défensif des investisseurs en début d'année et la résilience de l'économie malgré la hausse des taux sont les deux piliers qui soutiennent les marchés actions. La géopolitique demeure un facteur clé à surveiller. En Europe, les tensions avec la Russie sont toujours palpables, particulièrement autour de l'Ukraine. Les sanctions, les guerres commerciales pourraient entraver la croissance mondiale à un an de l'élection présidentielle américaine. Tant que la Chine ne montre pas sa capacité à gérer la crise immobilière et à retrouver une croissance durable, nous resterons vigilants.

ACTIONS

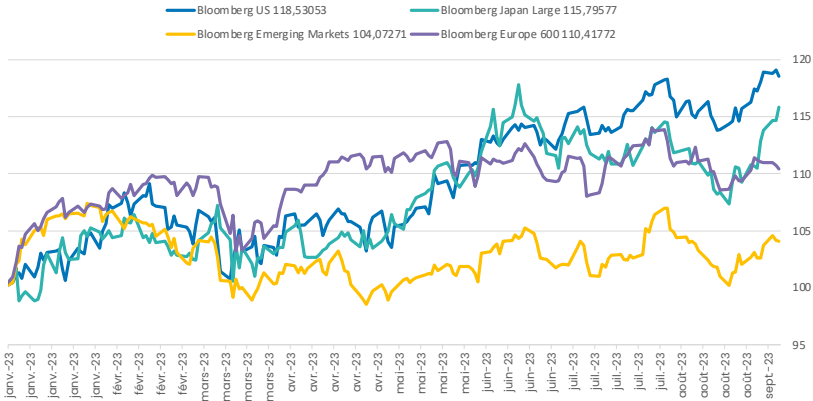
Nous avons abaissé notre perspective sur les actions à court terme de neutre à sous-pondérée, prenant en compte les incertitudes liées à la Chine, la politique monétaire européenne et les pressions sur les marges des entreprises.

Le marché adopte désormais une optique de « bad news is good news ». Les indicateurs négatifs sur l'emploi ou ceux provenant des entreprises ont plutôt été bien perçus par les investisseurs. Il y a quelques années, cela aurait été justifié, car les banques centrales cherchaient à soutenir la croissance dans un environnement sans inflation. **Le marché veut se persuader que si les données macroéconomiques se détériorent, les banques centrales réviseront leur politique monétaire. Nous sommes convaincus du contraire.**

Pour les prochains trimestres, la baisse de l'inflation, qui avait profité aux entreprises, entraînera un ralentissement de la croissance nominale plus marqué que celui de la croissance économique réelle. Les coûts de production demeureront élevés et la croissance salariale ne diminuera pas aussi rapidement que la croissance nominale. Les marges bénéficiaires des entreprises pourraient donc être sous pression.

Performance des indices actions depuis le début de l'année

Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu



Le consommateur a résisté à la hausse des taux et à la perte de son pouvoir d'achat grâce à un marché de l'emploi solide. La dégradation de ce dernier aura un impact négatif sur l'économie, d'autant plus que les salaires resteront au cœur des revendications comme l'illustre la négociation actuelle entre le puissant syndicat United Auto Workers et Ford sur les augmentations salariales. Le syndicat revendique +45 % alors que le constructeur propose... +15 %.

La dégradation économique, couplée à des politiques de banques centrales de plus en plus restrictives, nous incite à la prudence sur les actions européennes. Le risque lié à une contraction des crédits bancaires incitera les investisseurs à privilégier les valeurs défensives de qualité au détriment des cycliques. Cette rotation est également alimentée par la baisse des indicateurs PMI.

La dynamique des services en Europe, qui porte encore la croissance, devrait peu à peu s'essouffler. Cela conduira la zone euro à connaître une croissance inférieure à son potentiel au cours des prochains trimestres, mais pas suffisamment pour gagner la bataille contre l'inflation. La Chine continuera de peser sur les bénéfices des entreprises européennes, notamment dans le secteur des biens d'équipement.

Les résultats des entreprises ont montré une certaine résilience, y compris en Europe, bien qu'ils aient été plus mitigés cette fois-ci, partant de faibles attentes.

De manière générale, nous éviterons les entreprises avec un taux d'endettement trop élevé. Le segment géographique privilégié reste les États-Unis pour leur visibilité, tant en termes macroéconomiques que monétaires. Il est désormais un peu complaisant de penser que le nouveau scénario macro des marchés de reflation n'anticipe pas du tout le risque, toujours présent, de récession. Il table sur une accélération de la croissance bénéficiaire, ce qui nous semble optimiste.

En ce qui concerne les pays émergents et la Chine en particulier, nous prenons acte des nouveaux déboires sur l'immobilier et abaïssons notre vue positive. Pourtant, après la réunion du Politburo, l'instance dirigeante du Parti communiste chinois, qui a confirmé l'intensification des mesures économiques, les marchés actions ont très bien réagi. Au regard des enjeux actuels, les mesures de Pékin pour stimuler la croissance restent modérées, reflétant la prudence des autorités face aux risques financiers. La défense de sa devise reste prioritaire.

Tant que la croissance chinoise ne montre pas des signes tangibles de reprise, la prudence domine sur les actifs risqués. Nous avons la conviction que des mesures de relance prendront corps, mais le timing est incertain. Nous ne sommes pas négatifs sur le marché chinois, car nous pensons que le levier est beaucoup plus important en termes de performance, compte tenu des valorisations et des sorties de capitaux déjà importantes sur la zone.

THÈMES ET SECTEURS

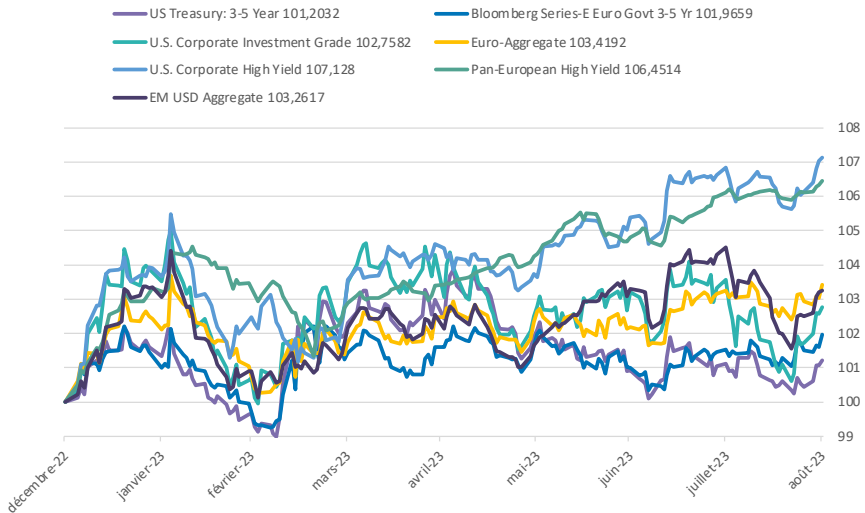
En termes sectoriels, nous nous focalisons sur les valeurs défensives par rapport aux valeurs cycliques qui ont profité d'un réajustement des perspectives économiques durant le premier semestre. Cette rotation semble montrer que les investisseurs réalisent que de nombreuses bonnes nouvelles sont déjà intégrées dans les cours. À partir de maintenant, une hausse supplémentaire du marché va devenir plus difficile. L'environnement macroéconomique n'est pas simple, et cela va devenir plus compliqué pour les entreprises de défendre des marges qui sont à des niveaux historiquement élevés. Les grandes entreprises technologiques bénéficient des perspectives de l'IA encore inexploitées. Le secteur bancaire reste très résilient dans cet environnement. La thématique de la relocalisation et la transition énergétique restent au cœur de notre portefeuille.

TAUX ET CRÉDIT

Les segments obligataires continuent de délivrer une rentabilité appréciable malgré les hausses de faillites. Nous privilégions les actifs de qualité sur l'ensemble des segments. Nous favorisons les durées courtes et les segments les plus équilibrés en termes de risque/rendement (BBB/BB). Nous pensons qu'il pourrait y avoir quelques tensions sur les taux à exploiter au cours du trimestre. Nous avons rehaussé notre vue sur l'obligataire, compte tenu des hausses de taux apparues durant les mois d'été. Nous nous attendons à ce que les taux se stabilisent à nouveau à mesure que la croissance faiblit. Maintenant que les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont dépassé les 4 %, nous pouvons dorénavant construire des positions sur les obligations souveraines américaines pour diversifier et protéger le portefeuille en cas de crise majeure.

Performance des indices obligataires depuis le début de l'année

Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu



Quant aux obligations d'entreprises, nous avons observé un resserrement frappant et indifférencié des spreads de crédit. Bien que cela puisse indiquer que les investisseurs considèrent que l'environnement macroéconomique actuel est positif pour les opérations de carry, **nous sommes plus sélectifs**.

Avec la hausse des taux aux États-Unis, les charges d'intérêt plus élevées pourraient entraîner des tensions sur le marché et des vagues de défauts de paiement des entreprises les plus endettées, notamment dans l'immobilier commercial et le marché privé. Le secteur du crédit sous-évalue le niveau actuel d'incertitude macroéconomique et le risque de défaut de paiement des entreprises augmentera à coup sûr. La volatilité des actions devrait augmenter et entraîner les spreads.

Nous diminuons nos convictions sur le High Yield US après la bonne performance du secteur.

De manière globale, les taux d'intérêt resteront élevés et il ne faut pas compter, comme dans les précédents cycles, sur des baisses de taux et donc sur des appréciations substantielles des prix. Le rendement du coupon reste le principal intérêt pour ces investissements. Compte tenu des inversions de courbes, **nous conseillons des durées courtes** (3 à 4 ans).

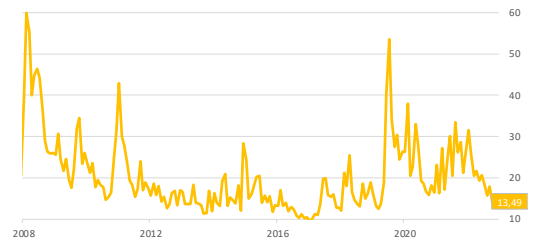
Spreads HY US versus volatilité implicite des marchés actions (VIX)

Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu

spreads 10 y High Yield US on 8/31/23 430,77



VIX Index - Last Price 13,49



Différentiel de swap 2 ans USD/EUR versus USD-EUR

Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu



DEVISES & MATIÈRES PREMIÈRES

En ce qui concerne le dollar, nous avons atteint notre premier objectif en juillet (1,12). **Nous continuons de penser que l'euro devrait s'apprécier face au dollar en fin d'année.** Au cours des derniers mois, le taux de change euro-dollar a été fortement lié à l'écart entre les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis et en Europe. Cet écart était très important avant le début du cycle de hausse des taux de la Banque centrale européenne il y a un an, mais il s'est réduit progressivement depuis. Récemment, des déclarations offensives de certains membres du FOMC et des données économiques montrant la bonne tenue de l'économie américaine ont été observées. Cependant, cela devrait être temporaire, car la BCE doit rattraper son retard par rapport à la Fed, compte tenu de la volonté persistante de Christine Lagarde.

Grâce à ces facteurs et aux efforts de l'OPEP+ pour réduire l'offre de pétrole, le prix du Brent s'est rapproché de notre cible de 90 \$/b. Alors que les catalyseurs positifs ont pris du temps pour se manifester, leur impact est désormais intégré dans le marché, limitant le potentiel de hausse des prix du pétrole. Nous recommandons la prudence, car le ralentissement économique devrait se poursuivre, affectant le marché des matières premières. Après avoir longtemps hésité, la Russie semble enfin déterminée à respecter ses engagements envers l'OPEP+, ce qui se reflète dans la réduction marquée de ses exportations pétrolières. L'Arabie saoudite, en tant que partenaire et leader au sein de l'OPEP+, a également joué un rôle crucial en réduisant sa production volontairement. La production pétrolière américaine reste stable, signe de la prudence des producteurs locaux. Par ailleurs, aucun accord sur le nucléaire iranien n'est attendu, bien que l'Iran continue ses exportations officieuses, fournissant une offre supplémentaire utile pour le marché. **La demande mondiale de pétrole devrait atteindre un record historique en 2023.** La Chine contribuera massivement à cette croissance, malgré des signes récents de normalisation. La demande américaine est également robuste, soutenue par des données économiques positives. Le secteur énergétique devrait bénéficier d'une stabilisation des prix du pétrole. Ce cadre pourrait constituer un catalyseur supplémentaire pour le secteur, notamment avec les récentes augmentations de dividendes et les rachats d'actions.

Prix du Brent et de l'ural crude oil

Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu

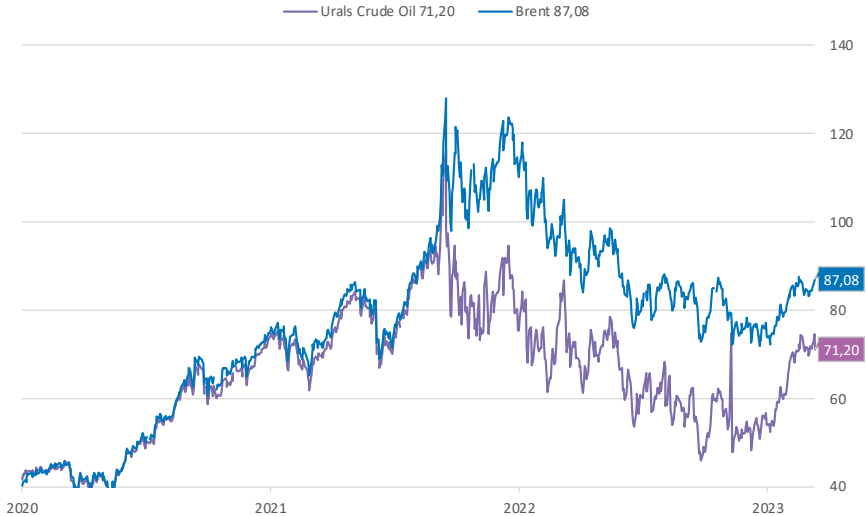
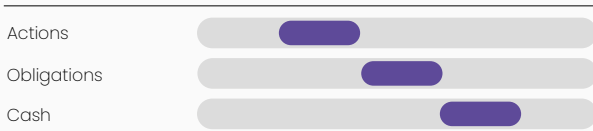


TABLEAU D'ALLOCATION D'ACTIFS

Allocation

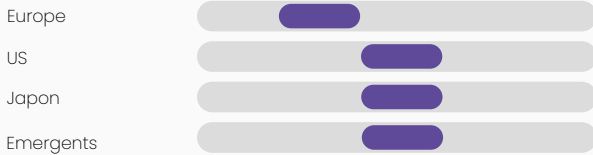


Risque de déflation en Europe / Risque sur Marge aux 3/4^e trimestre / Politique économique en Chine / Baisse de la croissance économique globale

Hausse des taux durant l'été / Rendement / Duration Courte / Politique monétaire restrictive plus longtemps que prévu. Nous nous attendons à ce que les taux se stabilisent à nouveau à mesure que la croissance faiblit

Rentabilité du cash / En attente de réinvestissement

Actions



BCE plus restrictive / Risque de stagflation / Impact de la croissance chinoise
Thématique à privilégier : Banques / Pétrole / Sociétés de croissance

Prise de bénéfices sur valorisation / Baisse de la consommation. Thématique à privilégier : Transition / Reshoring / Innovation & IA

Couvrir la devise en cas de changement de politique monétaire / Croissance du PIB

Timing incertain sur la Chine. Nous ne sommes pas négatifs sur le marché chinois, car nous pensons que le levier est beaucoup plus important en termes de performance, compte tenu des valorisations et des sorties de capitaux déjà importantes sur la zone.

Devises



Décote de politique monétaire entre la FED et la BCE

Matières premières



Reprise de la croissance chinoise au S2 versus désaccord persistant à l'OPEP+

Taux réels amenés à rester élevés

Obligations



Les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont dépassé les 4 %, nous pouvons dorénavant construire des positions sur les obligations souveraines américaines pour diversifier et protéger le portefeuille en cas de crise majeure

Hausse des taux / Duration courte

Nous privilégions les actifs de qualité sur l'ensemble des segments

Nous privilégions les actifs de qualité sur l'ensemble des segments

Hausse des défauts / Impact de la FED / Nous diminuons nos convictions sur le High Yield US après la bonne performance du secteur / Le secteur du crédit sous-évalue le niveau actuel d'incertitude macroéconomique et le risque de défaut de paiement des entreprises

Nous favorisons les durées courtes et les segments les plus équilibrés en termes de risque / Rendement (BBB/BB).

Nous sommes plus sélectifs / Recherche de carry / Banques centrales moins restrictives

Aucun élément ne peut être considéré comme un conseil en investissement ou une recommandation, un démarchage, une sollicitation, une invitation ou une offre de vente ou de souscription relatif aux titres ou instruments financiers mentionnés. La performance passée de titres ou instruments financiers n'est pas un indicateur fiable de leur performance future.

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT • SEPTEMBRE 2023



FOCUS



LES MATIÈRES PREMIÈRES AU CŒUR
DE LA GÉOPOLITIQUE MONDIALE

Page 22

OBJECTIF D'INFLATION,
POURQUOI 2% ET NON 3% ?

Page 26

POUR VOS PRÉVISIONS, ÊTES-VOUS
PLUTÔT RENARD OU HÉRISSE ?

Page 32

PRÉSENCE DES VALEURS PÉTROLIÈRES DANS LES
FONDS DURABLES : POURQUOI ET COMMENT ?

Page 38

FAUT-IL AVOIR PEUR DE L'IA EN GESTION DE
PORTEFEUILLE ?

Page 46

LES ENTREPRISES FAMILIALES
ET L'ESG : CHAMPIONNES OU PARIAS ?

Page 52



FOCUS #01

LES MATIÈRES PREMIÈRES AU CŒUR DE LA GÉOPOLITIQUE MONDIALE

Par **Philippe Chalmin**, Spécialiste des marchés de matières premières
& Fondateur du Cercle Cyclope



Longtemps, les hommes ont rêvé de s'affranchir de la matière. L'alchimie moderne aurait permis d'obtenir un cycle perpétuel de destruction et de renaissance : la boucle de la matière permettrait d'oublier énergies fossiles et minerais et les plantes se suffiraient à elles-mêmes. Voilà un rêve qui reste certes un objectif ultime, mais dont le monde est toujours aussi éloigné en cette troisième décennie du XXI^e siècle.

Il suffit pour en convenir de s'attarder sur l'actualité de l'automne 2023 après les mois d'été : la guerre en Ukraine, l'instabilité du Sahel, les tensions avec la Chine, les inquiétudes climatiques et le retour d'El Niño ont fait la une, mais les marchés de matières premières n'ont jamais été bien loin.

L'Ukraine a ainsi dicté l'actualité sur le marché des grains avec la décision russe de ne pas renouveler l'accord sur le corridor céréalière au départ d'Odessa. Au même moment, la Russie bombardait les ports ukrainiens du Danube. Les céréales ukrainiennes (blé, mais surtout maïs) sortent de plus en plus difficilement et la Russie, premier exportateur mondial de blé, utilise l'arme alimentaire en particulier vers l'Afrique de manière complémentaire aux turpitudes de Wagner. Dans le champ de l'énergie, l'Europe a appris à vivre sans gaz russe, mais de ce fait dépend de plus en plus de ses fournisseurs de gaz naturel liquéfié (GNL) comme les États-Unis, le Qatar et même l'Australie : fin août, des menaces de grève dans l'industrie gazière australienne ont provoqué une assez forte hausse des cours, toutefois en rien comparable aux « folies » de 2022 lorsque les prix du gaz en Europe et en Asie avaient décuplé. Pour le pétrole, l'improbable alliance entre l'Arabie saoudite et la Russie porte ses fruits : les cours se sont redressés malgré les sanctions qui frappent les exportations russes (mais du brut russe peut devenir du diesel indien...).

Pour échapper à la dépendance aux énergies fossiles, mais aussi à la géopolitique du pétrole et du gaz, l'heure est aux énergies renouvelables, mais là aussi, il faut tenir compte de nouvelles dépendances : les métaux « électriques » bien sûr comme le lithium, le cobalt ou le nickel, mais au premier chef surtout le cuivre. Mais dans ces domaines au-delà de la mine, c'est la métallurgie qui est le véritable goulot d'étranglement avec la position souvent dominante de la Chine : et celle-ci n'a pas manqué de le faire savoir en juillet en décidant de limiter ses exportations de germanium et de gallium (entre autres). Quant à l'énergie nucléaire, elle dépend quand même de ses fournisseurs d'uranium, le Kazakhstan au premier chef (dans l'orbite russe, mais avec quelque ambiguïté) et puis aussi le Niger ce qui nous ramène à l'instabilité sahélienne. Dernière goutte d'eau enfin, le coup d'État au Gabon, petit producteur de pétrole, mais aussi de manganèse.

Dans bien des pays d'ailleurs force est de constater que la manne des matières premières est à l'origine d'une véritable malédiction géopolitique : c'est elle qui maintient au pouvoir souverains obtus et généraux kleptocrates. Du Venezuela à la République démocratique du Congo, les exemples ne manquent pas. La Chine, souvent, y fait son miel et trouve tant en Afrique qu'en Amérique latine les ressources qui lui manquent. Seuls quelques pays lui résistent à l'image de l'Australie qui a tenu ferme face à l'embargo chinois sur des produits australiens, du charbon à l'orge en passant par le coton et... le vin. L'Australie avait insisté pour qu'une enquête soit menée sur les origines chinoises du Covid. Pékin n'avait pas apprécié, mais les sanctions prises (qui ne s'appliquaient pas au minerai de fer) ont plus gêné la Chine que l'Australie.

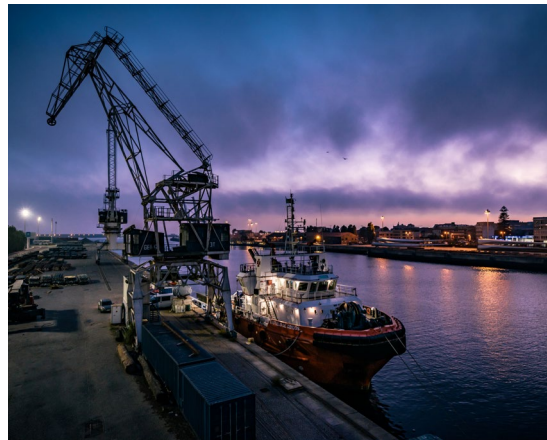
Fin août 2023, pour la première fois depuis trois ans, un navire a chargé de l'orge australienne vers la Chine. Le Chili songe quant à lui à nationaliser la production de lithium.

L'été 2023, enfin, a été marqué par de fortes instabilités climatiques et par le retour très probable d'El Niño, un phénomène d'inversion des courants marins dans le Pacifique qui affecte l'Océanie, l'Asie, les Amériques et l'Afrique de l'Est et qui se traduit par des sécheresses ou au contraire par des précipitations plus marquées. El Niño devrait fortement influencer les rendements agricoles de la campagne 2023/2024. Déjà, la mousson s'annonce insuffisante en Inde : le gouvernement a décidé d'un embargo d'une grande partie des exportations de riz (dont l'Inde est le premier exportateur mondial) et de sucre. L'Australie pourrait voir sa production de blé diminuer d'un tiers (après, il est vrai, une année exceptionnelle). Après avoir flambé en 2022, les prix agricoles mondiaux pourraient à nouveau être tendus en 2024, avec une autre épée de Damoclès, celle des achats de la Chine, devenue, là aussi, le premier importateur mondial.

La géopolitique des importations chinoises de matières premières est de ce point de vue fort éclairante : du côté de l'énergie, le pétrole vient de Russie (tout comme pour l'Inde d'ailleurs), d'Arabie saoudite, mais aussi d'Iran et même du Venezuela. Le gaz naturel provient de Russie par gazoducs (le célèbre « Orgueil de Sibérie »), mais le GNL vient notamment du Qatar. Par contre, la Chine n'a pu limiter sa dépendance au charbon et au minerai de fer australien et a dû se résoudre à fermer les yeux sur les impertinences australiennes quant à l'origine du Covid. De plus en plus minerais et métaux sont extraits et même traités par des sociétés chinoises qui dominent ainsi le nickel en Indonésie, le cobalt en RDC, le minerai de fer en Guinée, qui sont présentes au Pérou et dans une moindre mesure au Chili. Enfin, en matière agricole, la Chine a cherché à se soustraire à sa dépendance des États-Unis en privilégiant pour

ses achats de soja et de maïs le Brésil et l'Argentine. On retrouve là les partenaires de la Chine au sein des BRICS (Brésil et Russie) et les adhérents de la promotion d'août 2023 (Arabie saoudite, Iran, Émirats, Argentine).

Cette rapide revue de l'actualité des marchés mondiaux de matières premières au début de l'automne 2023 illustre bien leur dimension géopolitique à la fois à l'origine de nombre de conflits internes ou externes, mais aussi en tant que caisses de résonance aux conséquences directes sur l'économie mondiale. À la fin des années trente du siècle dernier, fut publiée au Royaume-Uni une étude d'un cercle proche alors du parti travailliste (la Fabian society). Son titre : « Raw Materials, War materials », au jeu de mots intraduisible en français, reste cruellement d'actualité.





FOCUS #02

OBJECTIF D'INFLATION, POURQUOI 2% ET NON 3% ?

Par *Alexandre Hezez*, Stratégiste Groupe

FOCUS #02



L'inflation semble être maîtrisée, cependant, nous assistons à une décélération lente et continue de la hausse des prix aux États-Unis. Le resserrement monétaire semble toucher à sa fin. La hausse des prix des biens a connu une décélération assez marquée depuis plus d'un an, en commençant par celles des matières premières et des produits énergétiques. Une inflation persistante est largement attribuable au secteur des services, en particulier à l'augmentation des loyers.

Les services de logement représentent un tiers de l'inflation. La correction du secteur immobilier devrait contribuer à modérer davantage l'inflation au deuxième semestre. À l'échelle mondiale, nous observons globalement les mêmes tendances, avec plus ou moins de variations temporelles. Tout se passe comme si la guerre menée par les banques centrales contre le fléau de l'inflation était sur le point d'être gagnée. **Les marchés anticipent même des baisses de taux dès 2024, comme si nous étions sur le point de retrouver la normalité que nous connaissions.**

Cependant, si nous partons du principe que l'inflation des dernières années est restée faible grâce à une mondialisation accélérée, des matières premières bon marché et une absence de conflits majeurs, l'année 2021 a marqué un certain renversement de tous ces facteurs. Le plus dur reste à faire : ramener l'inflation de 8% à 9% à 3% à 4%, car les effets de base sont en action. **Le passage à 1,5% à 2% sera certainement plus délicat.** Franchir ces dernières marches risque d'être difficile, cela pourrait nécessiter un ralentissement substantiel de l'activité en raison de l'action continue et agressive des banques centrales.

Un véritable casse-tête, alors même que **des investissements colossaux sont nécessaires pour assurer une transition énergétique vitale** en parallèle avec des niveaux de dette équivalents. Des appels à mettre en pause les hausses de taux d'intérêt entamées par les banques centrales se multiplient.

Mais quel serait le fondement d'une telle action alors que l'objectif d'inflation inscrit dans les mandats des banques centrales est clair : 2% ? Au cours des nombreux débats que nous avons eus ces derniers mois, de plus en plus d'économistes, d'universitaires ou d'investisseurs discutent de l'objectif d'inflation inscrit dans les mandats des banques centrales. **Le dogme des 2% semblait être acquis depuis de nombreuses années** et constitue le fondement même des modèles de politique monétaire de toutes les grandes banques centrales.

En zone euro, par exemple, la question pouvait sembler sans intérêt avant 2021. Depuis les années 2000, nous sommes passés d'une longue période d'inflation stable ou proche de 2% à une période proche de 1% où le risque de déflation était constant.



Dans un article publié dans le Nihon Keizai Shinbun, un quotidien économique japonais, Christine Lagarde a insisté sur le fait que la BCE doit « être extrêmement vigilante face à ces risques potentiels... en particulier en ce qui concerne les augmentations de salaires dans différents pays européens ». « Nous avons un mandat qui nous assigne un objectif, et non deux comme la Réserve fédérale. **Notre objectif est la stabilité des prix** », a-t-elle déclaré, réaffirmant qu'elle se concentrerait sur le contrôle de l'inflation.

Les banques centrales restent confinées à leur objectif premier de stabilité des prix qui consiste, pour la BCE comme pour la Fed, à maintenir un taux d'inflation proche de 2 %. Selon elles, c'est leur crédibilité qui est en jeu.

Lors du forum de la Banque centrale européenne à Sintra, **le FMI a appelé les banques centrales européennes à « tuer la bête » sans « pause »**. Pour la directrice générale du FMI, la politique de resserrement monétaire de la BCE doit se poursuivre « jusqu'à mi-2024, afin de ramener l'inflation à son objectif de 2 % quelque part en 2025 ».

Cependant, dans un article récent, **Olivier Blanchard, ancien chef économiste du FMI, a suggéré d'augmenter l'objectif d'inflation des banques centrales de 2 % à 3 %** pour éviter que le resserrement monétaire n'entraîne trop de dégâts sur le marché de l'emploi. Ses arguments, tout en étant provocateurs, sont sensés, en particulier compte tenu du « dogme » largement accepté des 2 %. Ses objections ne sont pas récentes. Déjà en 2010, en tant qu'économiste senior auprès du FMI, il avait proposé lors d'une intervention au Club Finance HEC que l'indice de référence de l'inflation actuellement à 2 % soit porté à 4 %, c'est-à-dire que les banques centrales ne devraient commencer à s'inquiéter que lorsque cette nouvelle limite serait atteinte.



L'objectif de 2 % a-t-il vraiment un fondement théorique ? Est-il possible de le modifier ? **Paul Krugman, lauréat du prix Nobel 2008, défend également un objectif d'inflation de 3 %**.

Selon lui, les changements apportés par la pandémie dans notre façon de travailler et nos choix d'achats ont démontré que les problèmes d'ajustements sont plus importants que nous ne le pensions. Ces derniers seraient peut-être plus facilement résolus si nous acceptons une inflation à 3 % ou même 4 %, plutôt que d'insister pour la ramener à 2 %.

Jerome Powell, le président de la Réserve fédérale, s'est exprimé en mars contre une modification de l'objectif de 2 %, arguant que l'engagement de la banque centrale en faveur de ce taux contribuait à renforcer la confiance dans la stabilité des prix, malgré les pressions inflationnistes actuelles.

← Tweet



Paul Krugman 
@paulkrugman

...

Next newsletter probably about inflation target. Here's something I wrote early this year including new thoughts about the downside of raising the target [gc.cuny.edu/sites/default/...](https://www.gc.cuny.edu/sites/default/...)

[Traduire le Tweet](#)

6:39 PM · 1 déc. 2022

Un changement passé inaperçu a été effectué par la BCE en juillet 2021, mais qui demeure important. À l'origine, la définition de la stabilité des prix annoncée en octobre 1998 correspondait à une « hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisée de la zone euro inférieure à 2 % ». En 2021, il a été indiqué que l'objectif était maintenant symétrique, suggérant que la BCE serait tout autant préoccupée par une inflation trop faible que par une inflation trop élevée.

Selon l'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, **l'objectif principal de la BCE est de maintenir la stabilité des prix.** Cependant, le Traité ne donne pas de définition précise de la « stabilité des prix », c'est à la BCE qu'il revient de déterminer une formulation opérationnelle.

Journal officiel de l'Union européenne Article 127

Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu

7.6.2016

FR

Journal officiel de l'Union européenne

C 202/102

Article 127

(ex-article 105 TCE)

1. L'objectif principal du Système européen de banques centrales, ci-après dénommé "SEBC", est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 119.
2. Les missions fondamentales relevant du SEBC consistent à :
 - définir et mettre en œuvre la politique monétaire de l'Union;
 - conduire les opérations de change conformément à l'article 219;
 - détenir et gérer les réserves officielles de change des États membres;
 - promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.
3. Le troisième tiret du paragraphe 2 s'applique sans préjudice de la détention et de la gestion, par les gouvernements des États membres, de fonds de roulement en devises.
4. La Banque centrale européenne est consultée :
 - sur tout acte de l'Union proposé dans les domaines relevant de sa compétence;
 - par les autorités nationales, sur tout projet de réglementation dans les domaines relevant de sa compétence, mais dans les limites et selon les conditions fixées par le Conseil conformément à la procédure prévue à l'article 129, paragraphe 4.

La Banque centrale européenne peut, dans les domaines relevant de sa compétence, soumettre des avis aux institutions, organes ou organismes de l'Union appropriés ou aux autorités nationales.
5. Le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier.
6. Le Conseil, statuant par voie de règlements conformément à une procédure législative spéciale, à l'unanimité, et après consultation du Parlement européen et de la Banque centrale européenne, peut confier à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de contrôle prudentiel des établissements de crédit et autres établissements financiers, à l'exception des entreprises d'assurances.



L'objectif principal du Système européen de banques centrales est de maintenir la stabilité des prix. Cela ne signifie pas forcément 0 % d'inflation. En effet, si la stabilité des prix était l'objectif principal, alors pourquoi ne pas viser 0 % ?

Au-delà de tous les aspects théoriques et des débats entre économistes, une réponse pédagogique a été donnée lors des Rencontres de la politique monétaire à la Banque de France. Interrogé par l'influenceur Jean Massiet sur sa chaîne Twitch, le président François Villeroy de Galhau a comparé l'inflation à la température du corps humain : une déflation serait comme une anémie grave et une inflation supérieure à 2 % serait comparable à de la fièvre. Selon Olivier Garnier, Directeur Général de la Banque de France, **les 2 % sont vus par les principales banques centrales comme une marge de précaution par rapport à 0 %.**

Selon lui, il existe une incertitude inhérente aux mesures de l'inflation. Par exemple, il est difficile de prendre en compte l'amélioration de la qualité des biens et des services dans les indices des prix à la consommation. L'inflation réelle pourrait donc être légèrement inférieure à l'inflation mesurée. En visant 2 %, les banques centrales s'assurent d'avoir une marge de sécurité pour éviter la déflation, même si l'inflation réelle est légèrement inférieure à l'inflation mesurée.

Ensuite, une inflation légèrement positive peut aider à faciliter les ajustements économiques. Par exemple, il peut être difficile pour les employeurs de réduire les salaires nominaux, même lorsque les conditions économiques le justifient. Une inflation légèrement positive permet de réduire les salaires réels sans toucher aux salaires nominaux.

De plus, si l'inflation est trop basse, les taux d'intérêt nominaux risquent également d'être très bas, limitant ainsi la marge de manœuvre des banques centrales pour réduire les taux en cas de ralentissement économique.

Enfin, **il est important de noter que l'objectif de 2 % a été largement adopté par les banques centrales du monde entier**, ce qui renforce sa crédibilité. Modifier cet objectif pourrait semer le doute sur l'engagement des banques centrales à maintenir la stabilité des prix, ce qui pourrait à son tour nuire à leur crédibilité et à leur capacité à influencer les attentes d'inflation.

Cependant, certains économistes, comme Olivier Blanchard et Paul Krugman, ont suggéré que les banques centrales pourraient envisager de relever leur objectif d'inflation. Le débat sur l'objectif d'inflation approprié est complexe et implique des compromis entre différents objectifs de politique économique.

Il y a donc deux écoles qui s'opposent avec des argumentaires dont les origines sont diverses. Du côté de Blanchard et Krugman, ce qui importe c'est avant tout les souffrances sur le marché de l'emploi de l'autre côté c'est la promesse d'une stabilité des prix pour assurer une croissance pérenne.



Si nous nous plaçons du côté des banques centrales, le « fameux 2 % » n'est autre qu'une manière d'atteindre la stabilité des prix (donc proche de 0 % !) sans risquer la déflation.

Il est également important de noter que la politique monétaire ne peut pas résoudre tous les problèmes économiques. **Les gouvernements doivent également mettre en œuvre des politiques fiscales et structurelles appropriées pour stimuler la croissance économique et la stabilité.**

Le débat sur l'objectif d'inflation est un reflet des défis complexes et interconnectés auxquels les économies modernes sont confrontées. En fin de compte, l'objectif d'inflation de 2 % est basé sur un jugement d'équilibre entre les risques de déflation, les contraintes liées à la baisse des taux d'intérêt et la crédibilité des banques centrales. Si les conditions économiques changent de manière significative, il serait possible de revoir cet objectif, mais cela nécessiterait une évaluation minutieuse des avantages et des inconvénients potentiels. Nous sommes convaincus qu'il sera impossible de sortir du dogme, du moins tant que les risques d'une inflation structurelle restent ancrés.

Il n'y a pas de solution unique à ces défis et la meilleure voie à suivre dépendra des circonstances spécifiques à chaque économie. Les décisions prises aujourd'hui auront des répercussions sur l'économie de demain, et c'est pourquoi il est crucial de maintenir un débat ouvert et éclairé sur ces questions.

FOCUS #03

POUR VOS PRÉVISIONS, ÊTES-VOUS PLUTÔT RENARD ou HÉRISSON ?

Par **David Autin**, Gérant de fonds, Richelieu Gestion



FOCUS #03

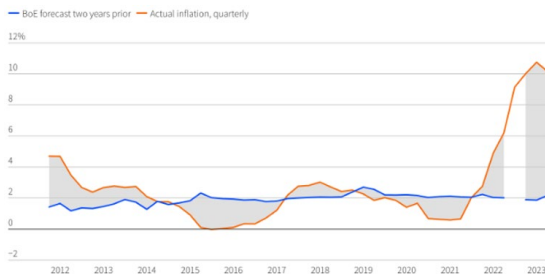
La liste des erreurs de prévisions dans le monde économique et financier s'étoffe quotidiennement. En mai dernier, la puissante banque centrale d'Angleterre a publiquement admis que « de grandes leçons étaient à apprendre » de l'échec à modéliser l'inflation et sa persistance.

Ce qui n'est pas anodin dans la quête de crédibilité d'une banque centrale. Et que penser des prévisions du consensus sur la croissance nominale annuelle en Europe qui bon an mal an s'approchent des +8/+10 % en moyenne depuis 15 ans alors que la réalité (en fin d'année) est comprise entre 0 et 1 %. Ces prévisions, souvent présentées avec une précision qui dépasse de loin leur vraie fiabilité, peut donner aux investisseurs un faux sentiment de sécurité et biaiser l'allocation du capital. Toujours en mai dernier, le consensus d'analystes financiers couvrant Nvidia a relevé ses prévisions de revenus de près de 50 % (de \$7Mds à \$11Mds...) et de

bénéfices de près de 100 % pour le trimestre en cours ! La « sagesse des foules », représentée par un échantillon de 57 bureaux de recherche couvrant les faits et gestes de cette « méga cap », a massivement sous-estimé ce « home run »... Comme le résumait si bien Yogi Berra : « it's tough to make predictions, especially about the future ». Et l'on enfoncerait bien volontiers cette porte ouverte en ajoutant que plus l'horizon de temps s'allonge et plus la prévision dévie du réel, alors même que l'investissement en actions est basé sur le développement des fondamentaux à long terme des entreprises.

Ecarts entre les projections et les chiffres réels de l'inflation par BoE

Source : Berenberg, AF Alfas, Breakingview, Juin 2023



Note: Series excludes Q2 2020 when the BoE did not produce projections due to the Covid-19 pandemic

Attentes de croissance bénéficiaire nominale en début d'année en Europe

Source : Bernstein, MSCI, IBES (18/01/2023)



Que disent certains travaux de recherche sur le sujet des prévisions ?

Si l'on axe notre champ aux estimations sur les entreprises cotées en bourse, de nombreuses études se sont penchées sur la précision et la fiabilité des prévisions des analystes financiers. Ces études soulignent que bien que celles-ci peuvent offrir des informations utiles, elles sont loin d'être infaillibles et peuvent être affectées par une série de facteurs, allant de l'expérience de l'analyste aux politiques de transparence des entreprises.

Ces propos transparaissent dans ces 3 papiers :

- Gong, Louis, et Sun (2008, *Analysts' Forecast Accuracy and Corporate Policies*) : cette recherche indique que les communications des entreprises peuvent influencer les prévisions des analystes et leur exactitude. En pratique, la prévision du consensus d'analystes diffère peu de la guidance émise par l'entreprise ;
- Almeida et Gaspar (2020, *Accuracy of European Stock Target Prices*) : une des principales conclusions est d'observer que l'objectif de cours défini par les analystes financiers sell-side à 12 mois entre 2004 et 2019 sur les 50 premières capitalisations européennes n'ont pas eu de valeur prédictive dans l'orientation future du cours de bourse ;
- De Silva et Thesmar (2023, *Noise in Expectations*) : les prévisions peuvent varier selon l'information disponible et sélectionnée, les biais cognitifs (dont certains peuvent être corrigés) et l'impact du bruit dans les attentes (ou fluctuations aléatoires des prévisions).

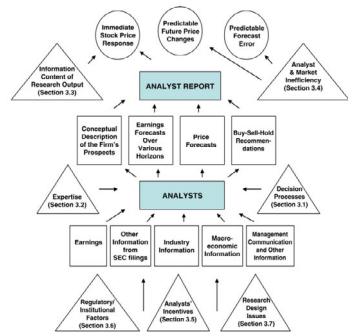
Comme le rappelle ce graphique, les prévisions sont basées sur une multitude de variables et d'hypothèses, par nature imprévisibles et pouvant muter à tout moment. Une crise économique inattendue, une guerre ou une catastrophe naturelle changent radicalement la donne comme nous l'avons constaté ces dernières années (Covid, Russie-Ukraine, etc.).

De plus, la crédibilité des prévisions dépend largement de qui les établit et comment, sans oublier les biais cognitifs communément cités :

- Biais de confirmation : c'est la tendance à privilégier les informations qui confirment nos propres croyances, tout en ignorant ou minimisant les informations qui les contredisent. Par exemple, un investisseur pourrait prêter plus d'attention aux nouvelles positives sur une entreprise dans laquelle il a investi, tout en négligeant les nouvelles négatives ;
- Excès de confiance : certains investisseurs peuvent avoir une confiance excessive dans leurs propres capacités de prévision, les amenant à prendre des risques excessifs ou à négliger les signaux d'alerte ;
- Ancrage : c'est la tendance à s'accrocher à une valeur ou à une information spécifique lors de la prise de décisions, même si celle-ci n'est plus pertinente ;
- L'effet de récence : les investisseurs peuvent accorder trop d'importance aux événements récents et extrapoler ces tendances récentes dans le futur.

Facteurs pouvant influencer les prévisions d'analystes

Source : The financial analyst forecasting literature, Ramnath, Rock et Shane (2008)



Tous ces biais peuvent ainsi impacter négativement la qualité des estimations, et donc les informations à intégrer dans les décisions d'investissement. C'est en somme ce qu'écrivait le professeur Elroy Dimson : *« le risque signifie que plus de choses peuvent arriver que ce qui va arriver »*.

Comment minimiser ce risque d'erreurs ?

Dans leur livre, *Superforecasting: the art and science of prediction*, Tetlock et Gardner ont identifié des "super prévisionnistes", des individus surdoués pour prévoir l'avenir. Les auteurs donnent quelques clés, ou pistes à explorer pour développer cette compétence telles que :

- Les probabilités : il est important de raisonner en termes de probabilités plutôt qu'en termes d'absolus. Les super prévisionnistes évitent de faire des prédictions catégoriques et s'efforcent plutôt d'évaluer une fourchette de possibilités et de leur attribuer des probabilités ;
- Mise à jour : les prévisions, comme l'économie, ne sont pas statiques. Il faut constamment mettre à jour les prévisions à mesure que de nouvelles informations sont disponibles. C'est le principe de Bayes selon lequel chaque nouvelle information est utilisée pour mettre à jour les prévisions précédentes ;
- Esprit critique : il faut être ouvert à de nouvelles idées, prêt à changer d'opinion, et rechercher activement les informations qui pourraient contredire les croyances actuelles. Autrement dit, être capable d'entendre des opinions divergentes et les utiliser pour affiner les prévisions.

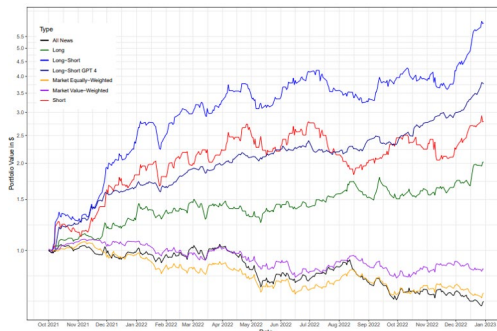
Les auteurs soulignent que ces techniques requièrent de la pratique, de la patience et une bonne dose d'humilité.

L'intelligence artificielle générative accessible à tous depuis quelques mois va-t-elle nous sauver ?

Il aurait été difficile de ne pas mentionner l'éléphant dans la pièce, à savoir l'IA générative. Un récent papier de Lopez-Lira et Tang¹ traite d'un sujet probablement plus simple mais qui laisse entrevoir le champ des possibles. Les auteurs ont examiné le potentiel de ChatGPT et d'autres LLM (Large Language Models) dans la prédiction de rendements boursiers en utilisant les nuances de langage ou les analyses de sentiment à partir du texte écrit dans des articles, communiqués de presse, publications liées à des entreprises cotées en bourse. Après analyse, l'outil décide d'acheter ou vendre des actions, avec une fréquence quotidienne. L'exercice diffère ainsi quelque peu par rapport à l'établissement de grandeurs chiffrées futures, mais le but (acte d'achat et/ou vente) est similaire à celui de l'investissement. Et dans cet exercice, la version la plus aboutie de ChatGPT, la 4, affiche une efficacité probante si l'on se réfère au graphique ci-dessous.

Rendements cumulés de diverses stratégies basées sur des décisions de ChatGPT4 (hors coûts de transaction)

Source : Can ChatGPT Forecast Stock Price Movements? Return Predictability and Large Language Models, Lopez-Lira et Tang, mai 2023



La ligne bleue nuit, celle affichant les meilleurs rendements, correspond à un portefeuille équilibré qui achète les titres publiant des nouvelles positives et vend les titres dont les publications sont négatives. Précisons que les rendements dégagés restent théoriques car le rendement n'intègre pas les frais de transaction, ni l'impact des exécutions (achats ou ventes) sur l'équilibre du marché. Nul doute que ces outils vont s'étendre et s'enrichir de nouvelles données pouvant aboutir cette fois à fiabiliser des prédictions... chiffrées.

Renard ou hérisson ?

En se projetant deux mille ans, le poète grec ancien Archiloque déclara : « Le renard sait beaucoup de choses, mais le hérisson sait une grande chose ». Cette parabole fut reprise par le philosophe du 20^{ème} siècle Isaiah Berlin pour distinguer deux types de penseurs, le renard et le hérisson, concept pouvant être appliqué à divers domaines, y compris les prévisions financières et économiques. Selon cette parabole, les renards sont ceux qui savent beaucoup de choses, c'est-à-dire qui tirent des informations de diverses sources et utilisent une variété de stratégies pour comprendre le monde. Les hérissons, en revanche, savent une chose profonde, c'est-à-dire qu'ils ont une idée maîtresse ou une vision unificatrice qui guide leur compréhension du monde.

Dans le livre des super-prévisionnistes, Tetlock et Gardner tendent à suggérer que les « renards » sont généralement de meilleurs prévisionnistes car ils sont plus ouverts à l'incertitude, plus prêts à ajuster leurs croyances en réponse aux nouvelles informations, et moins enclins à tomber dans le piège de l'excès de confiance. Cependant, la distinction entre les renards et les hérissons n'est pas toujours claire et que de nombreux prévisionnistes peuvent avoir des caractéristiques des deux.

Cette conceptualisation du renard et du hérisson peut également être appliquée aux investisseurs utilisant (ou pas) des prévisions. Un renard pourrait être George Soros qui, connu pour son « principe de réflexivité », est souvent prêt à remettre en question ses hypothèses et à adapter sa stratégie en

conséquence. Ou Ray Dalio, fondateur de Bridgewater Associates et célèbre pour son approche holistique de l'investissement, qui englobe diverses classes d'actifs, de multiples stratégies, et une application systématique de règles et d'algorithmes. Voire, Jim Simons, le mathématicien et fondateur du fonds Renaissance Technologies qui utilise une variété d'approches quantitatives complexes pour tirer parti des anomalies de marché.

A contrario, les légendaires associés de Berkshire Hathaway, Warren Buffett et Charlie Munger, sont généralement considérés comme des hérissons. Tous deux adhèrent à la philosophie d'investissement de la « valeur » (value investing) et ont mis l'accent sur la qualité et la compréhension des fondamentaux des entreprises et la valeur intrinsèque lors de la prise de décisions d'investissement.

Si le marché boursier peut être impacté par les prévisions, il est important de noter qu'il est également influençable par les comportements des investisseurs. Leurs agissements peuvent s'avérer imprévisibles car dictés par la peur et l'avidité, ayant pour conséquence de faire diverger les prix des actifs de leur valeur fondamentale.

Si bien que la « bonne » prévision n'est pas nécessairement synonyme de « bonne » décision, ni de « bonne » réaction du cours de bourse. Et puis, s'il est important d'améliorer son profil renard ou hérisson, il ne faudra pas négliger de distinguer cette compétence... de la chance².

.....

Sources :

¹ Lopez-Lira et Tang (Can ChatGPT Forecast Stock Price Movements? Return Predictability and Large Language Models, mai 2023)

² Michael Mauboussin : « Untangling Skill and Luck in Business, Sports, and Investing »



FOCUS #04

PRÉSENCE DES VALEURS PÉTROLIÈRES DANS LES FONDS DURABLES : POURQUOI ET COMMENT ?

Par *Stanislas Duval De La Guierce*, Responsable Finance Durable

FOCUS #04

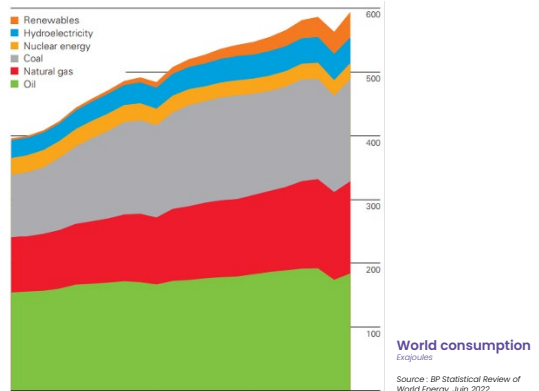
De nombreux rapports et notamment celui du GIEC, nous confirment que les modifications du climat sont sans précédent depuis des millénaires et le rôle joué par les activités humaines incontestable. Depuis l'Accord de Paris lors de la COP 21 adopté en 2015, l'ensemble des pays signataires planifient leurs réductions d'émission de gaz à effet de serre. Ces émissions proviennent des énergies primaires, parmi lesquelles le pétrole et le gaz naturel sont les plus polluantes, juste après le charbon.

Cet accord a donné un coup de projecteur sur la finance durable ; le nombre d'actifs « durables » a augmenté, ainsi que la mise en application de multiples réglementations. Les fonds d'investissement « durables » ou « ESG » (Environnement, Social et Gouvernance) ont pris de l'ampleur au cours des dix dernières années. Leurs dénominations indiquent qu'ils investissent dans des entreprises respectueuses de l'environnement sans oublier l'impact social, de manière à être alignés avec les objectifs climatiques. À première vue, la présence des entreprises pétrolières dans ces fonds est contradictoire. Des nuances viennent cependant se heurter à la réalité. **En effet, pour atteindre les objectifs de réduction des émissions tout en gardant une stabilité économique et sociale, on parle de transition vers un monde plus durable.**

On retrouve cette nuance entre alignement et transition dans la réglementation européenne à travers, par exemple, les deux types d'indices climats européens. On parle d'indices « Accord de Paris » (PAB) qui excluent les entreprises exposées aux énergies fossiles ainsi que des indices « Transition Climatique » (CTB) qui eux les incluent. La réglementation sous-entend donc que les entreprises de l'industrie pétrolière ne peuvent pas être alignées à l'Accord de Paris, mais pour des raisons économiques et sociales, peuvent participer à la transition.

Transition : environnement vs social vs économie

Cette transition se heurte à de nombreuses oppositions entre les aspects environnementaux et sociaux, sans oublier économiques. Un juste équilibre est nécessaire pour d'une part, répondre à la hausse de la demande énergétique mondiale, et d'autre part résoudre les problèmes environnementaux et sociaux externes posés par les combustibles fossiles. Ces derniers constituent à l'heure actuelle la principale source énergétique. À l'échelle mondiale, ils représentent 82%¹ des énergies primaires dont 31% de pétrole et 24% de gaz naturel.



L'extraction de ces matières premières fossiles est effectuée principalement pour des besoins énergétiques, mais pas uniquement. Par exemple, le pétrole brut est destiné à 86%2 aux carburants (gasoil, kérosène...) tandis que le reste sert à la production de plastique ou encore à l'asphalte.

Par conséquent, sans une transition maîtrisée, la hausse de la demande et la restriction des combustibles fossiles font augmenter le prix et ce sont les ménages, notamment les plus démunis qui en pâtissent.

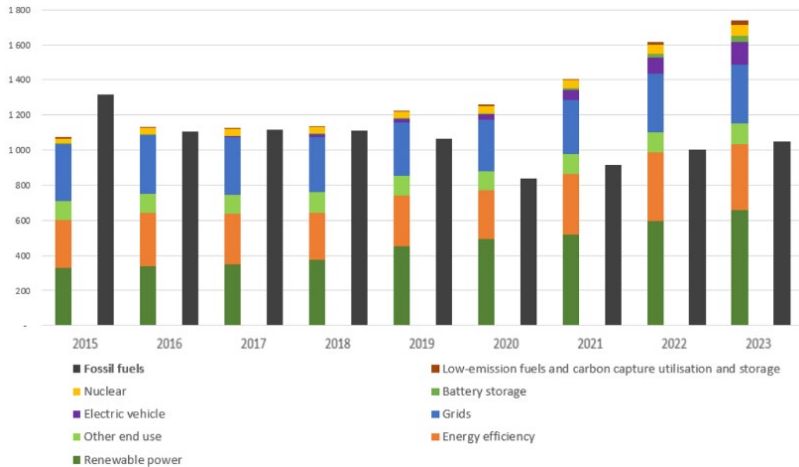
Adaptation et géopolitique

L'adaptation, quant à elle, est également nécessaire pour deux raisons intimement liées : la géopolitique et l'épuisement des ressources. Pour ce dernier, on parle de pic pétrolier. Il s'agit du sommet de la courbe d'extraction mondiale de pétrole. L'estimation du pic pétrolier mondial fait régulièrement l'objet de mises à jour de la part d'organismes de recherche spécialisés. Cela est dû à la découverte progressive de nouveaux gisements. Certains pays fournisseurs pour l'Europe ont déjà atteint leur pic, à l'image de l'Algérie en 2007³. Le vieux continent est le troisième plus gros consommateur au monde en volume, derrière la Chine et les États-Unis, ainsi que le premier importateur de pétrole brut. Une situation qui s'explique par le nombre d'habitants comme par le niveau de développement économique et industriel. C'est ainsi qu'interviennent les sujets géopolitiques, comme dernièrement avec le conflit ukrainien. En 2020, la Russie fournissait 29%⁴ de tout le pétrole importé par l'UE. Encore aujourd'hui, malgré les sanctions, l'UE continue d'importer du pétrole de Russie.

Tous ces challenges provoquent une vague de financement à la fois dans le fossile (trouver et exploiter de nouveaux gisements) et dans les énergies vertes (la fameuse transition). Les majors pétrolières et gazières seraient en train de développer 195⁵ « bombes à carbone » qui feraient voler en éclats les objectifs climatiques. En parallèle, les investissements dans les énergies « vertes », en partie par les pétroliers, connaissent une augmentation fulgurante. Point positif, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) estime qu'en 2023, les investissements dans l'énergie solaire devraient devancer ceux dans le pétrole. Notons également que la baisse des coûts des énergies renouvelables⁶ leur permet d'être plus compétitifs. L'IRENA estimait que compte tenu des prix des combustibles fossiles, le coût de la durée de vie par kWh de la nouvelle capacité solaire et éolienne ajoutée en Europe en 2021, serait en moyenne au moins quatre à six fois inférieur aux coûts de production marginaux des combustibles fossiles en 2022.

Annual energy investment, 2015–2023, in Billion USD
Clean energy VS Fossil fuels

Source : World Energy Investment 2023



La stratégie « best in class »

L'ensemble de ces sujets impacte les valeurs pétrolières et cela vient soulever la question suivante : comment sont-elles prises en compte en finance durable ?

L'inclusion des valeurs pétrolières dans les fonds d'investissement ESG peut varier selon les critères spécifiques utilisés par chaque fonds. Certains investisseurs ESG peuvent exclure complètement les entreprises pétrolières en raison de leurs impacts environnementaux et sociaux comme c'est le cas pour ceux désirant suivre l'Accord de Paris, tandis que d'autres peuvent les inclure dans leur portefeuille en raison de leurs efforts de transition vers des pratiques plus durables.

Ces derniers utilisent une stratégie dite « best in class ». Elle consiste à privilégier les entreprises les mieux notées d'un point de vue extra-financier au sein de leur secteur d'activité par rapport à l'univers d'investissement défini. Fréquemment utilisée par les gérants français des fonds ISR (investissement socialement responsable), elle leur permet de ne pas exclure ou privilégier un secteur.

Les notations se basent sur de multiples sources dont les déclarations et les rapports des entreprises (politiques et rapports RSE) auxquels viennent s'ajouter des malus en fonction des controverses. La transparence des entreprises joue donc un rôle clef dans la valeur des notes.

Cette stratégie ISR permet de répondre à la question : quelles sont les entreprises pétrolières les mieux préparées à s'adapter à la transition vers un monde plus durable ?

Les notations sont basées sur les piliers environnement, social et gouvernance. Les agences de notations extra-financières qui les produisent, n'ont pas les mêmes méthodologies de calcul, mais dans l'ensemble, elles arrivent à une hiérarchie similaire des entreprises pétrolières. On distingue trois régions : Europe, Amérique du Nord et les autres superpuissances pétrolières (Russie, Chine et Arabie Saoudite).

ESG

Concernant le pilier Environnement plusieurs distinctions entre les régions sont mises en évidence. Grâce aux réglementations plus strictes en Europe, les valeurs européennes ont tendance à s'engager et à suivre davantage les différents sujets environnementaux. La gestion de la pollution en ce qui concerne le transport et les structures d'extraction ou encore la protection de la biodiversité sont en tête de liste. Ces politiques et engagements sont challengés par les controverses, notamment sur la gestion de l'eau qui fait partie des plus communes.

On notera une différence concernant le type d'extraction. Les valeurs européennes ont moins recours en proportion totale⁷ à l'extraction non-conventionnelle, qui est généralement plus coûteuse et plus polluante que l'extraction du pétrole conventionnelle. Par exemple, l'extraction des sables bitumineux implique l'enlèvement de couches de terre et de sable pour accéder au bitume, qui est ensuite séparé et traité pour obtenir du pétrole. De même, l'extraction du pétrole de schiste nécessite des techniques de fracking (fracturation hydraulique) qui sont également coûteuses. Cette dernière est très utilisée aux États-Unis. Certaines pétrolières en ont une pratique presque exclusive à l'image de Devon Energy Corporation dont la part de fracking dans sa production totale s'élève à 96%⁸.

De manière à favoriser leurs transitions pour réduire leurs impacts, l'investissement dans les énergies renouvelables fait partie des solutions les

plus plébiscitées par les valeurs européennes. La plupart des entreprises ont débuté la production de biofuels, mais ce sont surtout les valeurs européennes qui investissent le plus dans les énergies renouvelables comme le solaire ou l'éolien. Par exemple, le géant français Total Énergies devance ses rivaux européens ENI, Shell et BP dans la course aux énergies renouvelables. Le géant déclare disposer d'un ensemble de 10 gigawatts (GW) de capacité nette installée d'énergies renouvelables fin 2021 et a pour objectif 100 GW⁹ d'ici 2030. En comparaison, BP a des capacités de 3.3 GW et vise 50 GW¹⁰ pour 2030. Les entreprises pétrolières américaines en comparaison investissent moins dans les énergies renouvelables, à l'image d'ExxonMobil qui mise pour l'instant sur le biofuels¹¹ et les technologies de capture du carbone.



Du point de vue Social, les réglementations des différentes zones géographiques mettent en lumière les divergences. Ainsi, les sujets autour de la transparence des opérations, des normes de santé, de sécurité et la responsabilité sociale envers les communautés locales apparaissent plus poussés chez les entreprises européennes. La manière dont ces normes sont mises en œuvres et suivies peut diverger. Les entreprises européennes ont souvent été à l'avant-garde d'adoption de normes plus strictes en matière de sécurité et de prévention des accidents. Quant aux entreprises américaines, elles ont également investi dans ces domaines, mais peuvent présenter certaines variations en fonction des réglementations spécifiques de chaque État. Les activités des entreprises pétrolières peuvent être dans des zones géographiques politiquement instables. Ainsi, les entreprises s'exposent à des controverses, notamment concernant les droits de l'Homme.

Les différences au sein du pilier Gouvernance sont quant à elles plus réduites. Les sociétés pétrolières ont un système de gouvernance solide. **Les controverses sont généralement concentrées sur les sujets de corruption, de pratiques anti-concurrentielles et de lobbying.**



And the winner is ?

Les agences de notations extra-financières placent donc les valeurs pétrolières européennes au-dessus des autres. Malgré tout, des efforts importants restent demandés, comme l'alignement de leurs émissions scope 3 à l'Accord de Paris.

Pour remplir l'objectif de l'Accord de Paris, la transition doit s'accélérer. Par conséquent, les valeurs pétrolières sont parmi les plus exposées aux risques physiques et de transitions. Les gestionnaires d'actifs ISR ou non, sont d'ailleurs appelés, notamment en Europe, à intégrer ces risques climatiques dans leurs gestions des risques dans le cadre de leur devoir fiduciaire. Pour gérer ces devoirs, les gestionnaires ont également comme outil l'engagement actionnarial.

Engagement

La présence d'entreprises pétrolières dans les fonds durables permet de créer un dialogue. Le rôle des actionnaires est de pousser les entreprises à enclencher leur transition pour atteindre les objectifs climatiques sans pour autant négliger l'aspect social.

On observe une hausse en 2023 de dépôt de résolutions climatiques appelé « *Say on climate* » lors des assemblées générales et également des résolutions orientées sur le social. Que cela soit à l'initiative de l'entreprise ou de la part d'une coalition d'actionnaires. C'est le cas de Chevron¹³ dont l'assemblée du 31 mai 2023 détient 5 propositions d'actionnaires sur le thème de l'environnement et une sur le social. Total Energies lors de l'assemblée du 26 mai a par ailleurs à la fois déposé elle-même une résolution climat et une résolution consultative a été déposée par le groupe d'actionnaires activistes Follow This. La première fut approuvée à 89%¹⁴ tandis que la seconde, avec 30% de vote, a été rejetée.

Conclusion

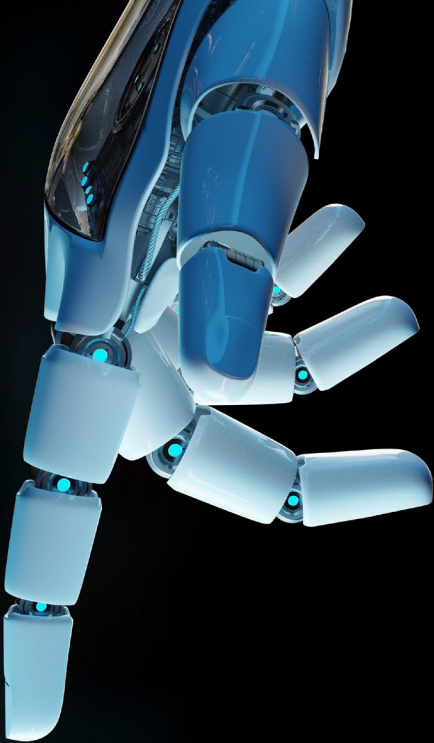
Loin de faire l'unanimité, la mutation des valeurs pétrolières joue un rôle clef dans la lutte contre le changement climatique.

Il reste encore des axes d'améliorations et d'opportunités pour les fonds durables, comme notamment plus d'obligations vertes de la part des industries pétrolières.

.....

Sources :


- ¹ BP Statistical Review of World Energy, Juin 2022
- ² Canadian Association of Petroleum Producers (CAPP)
- ³ The shift project : approvisionnement pétrolier futur de l'Union Européenne
- ⁴ Données Eurostat
- ⁵ The Guardian
- ⁶ Agence internationale pour les énergies renouvelables (IRENA)
- ⁷ Liste GOGEL de Urgewald
- ⁸ Liste GOGEL de Urgewald
- ⁹ Site Total Energies
- ¹⁰ Site BP
- ¹¹ Moody's ESG-Solution
- ¹² Notation Moody's / Sustainalytics / MSCI / S&P / Bloomberg
- ¹³ ISS
- ¹⁴ La Tribune



FOCUS #05

FAUT-IL AVOIR PEUR DE L'IA EN GESTION DE PORTEFEUILLE ?

Par **Nicolas Touvet**, Responsable de la Gestion sous Mandat, Richelieu Gestion



L'intelligence artificielle est déjà présente dans de nombreux domaines, notamment les assistants vocaux et les chatbots pour la communication client, les moteurs de recherche et les recommandations de produits pour le commerce en ligne, les véhicules autonomes pour les transports, les systèmes de surveillance pour la sécurité, la reconnaissance de l'image pour la santé, les services financiers pour la détection de la fraude et l'analyse de risques, les systèmes de recommandation pour le divertissement et les médias...

Ces exemples ne sont qu'une petite partie des domaines dans lesquels l'IA est déjà présente et en expansion. **Mais depuis novembre 2022 dans une version gratuite et non connectée**

à Internet, par le biais de ChatGPT, développée par la start-up OpenAI et qui bénéficie d'une large exposition médiatique, l'intelligence artificielle est entrée dans le domaine public. Qu'en est-il du domaine de la gestion de portefeuille ?

L'intelligence artificielle (IA) a une influence croissante sur les décisions de gestion en bourse. Les algorithmes d'IA peuvent aider à analyser des quantités massives de données financières en temps réel, à détecter des modèles et des tendances, à identifier des opportunités de trading et à optimiser les décisions d'investissement.

L'utilisation de l'IA pour la gestion de portefeuille et la prise de décision d'investissement a considérablement augmentée ces dernières années. Les grandes institutions financières utilisent des systèmes de trading algorithmiques pour exécuter des transactions à grande vitesse et avec une grande précision. Les gestionnaires de portefeuille peuvent également utiliser des algorithmes d'IA pour optimiser leurs portefeuilles, en fonction de leurs objectifs et de leur tolérance au risque.

L'IA peut aussi aider à prévoir les performances futures des entreprises en analysant les données financières et les tendances du marché. Les modèles d'apprentissage automatique peuvent identifier les facteurs qui affectent les performances financières d'une entreprise et prédire comment elle se comportera à l'avenir, mais ils peuvent également être influencés par des données biaisées ou des événements imprévus qui ne sont pas pris en compte dans le modèle.

L'IA a donc une influence croissante sur les décisions de gestion en bourse. **Bien qu'elle offre de nombreux avantages, elle présente également des risques et des défis réglementaires.** Les investisseurs et les gestionnaires de portefeuille doivent donc être conscients de ces risques et s'assurer que l'IA est utilisée de manière responsable et éthique dans leurs décisions d'investissement.

L'IA peut-elle tout prévoir ?

Non, ne dit-on pas qu'il n'existe pas de martingale en bourse ? (Cf. encart). Bien que l'IA soit capable de traiter des quantités massives de données et de détecter des modèles qui peuvent aider à prédire les tendances futures, elle ne peut pas prédire l'avenir avec une certitude absolue !

Les modèles d'apprentissage automatique utilisés dans les applications financières peuvent être influencés par des données historiques qui ne reflètent pas nécessairement les événements futurs. De plus, les facteurs économiques, politiques et sociaux peuvent changer rapidement et de manière imprévisible, rendant difficile la prédiction des tendances à long terme.

En outre, les décisions d'investissement peuvent être influencées par des facteurs qui ne peuvent pas être facilement quantifiés ou mesurés, tels que les tendances de consommation, la réputation d'une entreprise ou les changements dans la réglementation gouvernementale. **En fin de compte, l'IA peut fournir des informations et des perspectives utiles pour aider à la prise de décisions d'investissement, mais elle ne peut pas remplacer complètement le jugement et l'expérience humaine.** Les investisseurs et les gestionnaires de portefeuille doivent donc l'utiliser avec prudence et en tenant compte des limites de la technologie.

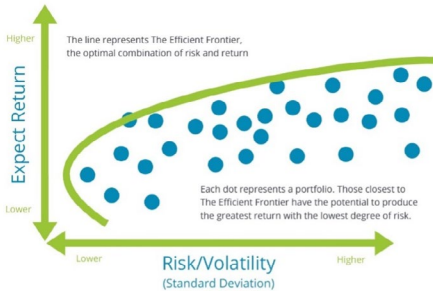
Une martingale est une stratégie de jeu ou d'investissement qui repose sur l'idée que les résultats précédents d'un événement aléatoire n'ont aucune incidence sur les résultats futurs. En d'autres termes, une martingale suppose que si vous continuez de parier sur le même événement aléatoire avec la même mise, vous finirez par gagner tôt ou tard...

Par exemple, supposons que vous jouiez à la roulette et que vous misiez toujours sur le rouge. Si vous utilisez une stratégie de martingale, vous doubleriez votre mise à chaque fois que vous perdez jusqu'à ce que vous finissiez par gagner.

Cette stratégie repose sur l'hypothèse que si vous jouez assez longtemps, vous finirez par gagner, et que vos gains compenseront toutes les pertes que vous avez subies jusqu'à ce point.

Il est important de noter que cette hypothèse est fautive dans de nombreux cas, car les événements aléatoires peuvent être influencés par des facteurs externes tels que le hasard ou des erreurs systématiques. En conséquence, les stratégies de martingale peuvent souvent mener à des pertes importantes si elles sont utilisées de manière inconsidérée.

Déjà en son temps, **la théorie « moderne du portefeuille », une théorie financière développée en 1952 par Harry Markowitz**, pouvait être utilisée pour optimiser la répartition d'un portefeuille d'investissement en maximisant le rendement attendu tout en minimisant le risque.



Ce modèle ne prédit pas directement l'évolution du cours de bourse, mais il utilise plutôt des données historiques sur les rendements et les risques des différents actifs financiers pour calculer les corrélations entre ces actifs et construire un portefeuille diversifié.

Le modèle de Markowitz est une méthode éprouvée pour construire des portefeuilles bien diversifiés et équilibrés, **mais il ne garantit pas de rendement positif ou de protection contre les pertes de marché**. En effet, la performance réelle d'un portefeuille dépend de nombreux facteurs comme les conditions économiques, les tendances du marché, les événements géopolitiques, les décisions de politiques monétaires de plus en plus insondables, ou encore un évènement inattendu sur la gouvernance d'une entreprise. **Il convient également de noter que ce modèle repose sur des hypothèses simplificatrices, telles que la normalité des distributions de rendements et l'absence**

de coûts de transaction. Ces hypothèses peuvent ne pas être totalement réalistes dans la pratique, ce qui peut affecter la performance réelle du portefeuille.

Le modèle de Markowitz est donc une méthode utile pour construire des portefeuilles bien diversifiés, mais il ne peut pas prédire directement l'évolution du cours de bourse. On en arrive à la même conclusion qu'avec l'intelligence artificielle : **les investisseurs doivent utiliser cette méthode en combinaison avec d'autres analyses et leur propre jugement pour prendre des décisions d'investissement éclairées.**

L'être humain reste-t-il encore indispensable pour gérer un portefeuille ?

Bien que l'IA puisse fournir des analyses et des perspectives utiles pour aider à la prise de décisions d'investissement, **l'être humain reste indispensable pour gérer un portefeuille de manière globale**. Les investissements sont un domaine complexe et évolutif, et les gestionnaires de portefeuille doivent utiliser leur jugement et leur expertise pour évaluer et prendre en compte une variété de facteurs non quantifiables, tels que la réputation d'une entreprise, les tendances de consommation, les facteurs macroéconomiques et les événements géopolitiques.

De plus, la relation clientèle est un aspect important de la gestion de portefeuille et il est essentiel de comprendre les besoins et les objectifs de chaque client afin de fournir des conseils et des solutions personnalisés. **En fin de compte, l'IA peut être un outil précieux pour aider les gestionnaires de portefeuille à prendre des décisions d'investissement éclairées, mais elle ne peut pas remplacer complètement l'expertise et l'expérience humaines.**

Et le trading algorithmique dans tout ça ?

Le trading algorithmique est une pratique courante sur les marchés financiers, où des algorithmes informatiques sont utilisés pour effectuer des transactions automatisées. Les algorithmes peuvent être conçus pour prendre des décisions d'achat ou de vente en fonction de critères tels que les tendances de marché, les modèles de prix, les nouvelles économiques et les indicateurs techniques.

Le trading algorithmique est de plus en plus répandu en raison de ses avantages potentiels, notamment la rapidité, l'efficacité et la précision. Les algorithmes peuvent effectuer des transactions à une vitesse bien supérieure à celle des êtres humains, ce qui peut être un avantage dans un marché où les fluctuations de prix peuvent se produire en quelques millisecondes. De plus, les algorithmes peuvent analyser des données complexes en temps réel et prendre des décisions de trading en conséquence, ce qui peut permettre de meilleures performances que le trading manuel.

Cependant, ce type de trading peut également présenter des risques. Les algorithmes peuvent être sujets à des erreurs de programmation ou de mauvaises données, ce qui peut entraîner des pertes importantes. Le trading algorithmique peut aggraver les mouvements du marché lorsqu'un grand nombre d'algorithmes réagissent simultanément aux mêmes événements de marché, ce qui peut entraîner des effets de volatilité importants.

En fin de compte, le trading algorithmique est une pratique courante sur les marchés financiers, mais il est important de comprendre les avantages et les risques avant de décider de l'utiliser. Les investisseurs doivent être conscients que ce type de trading n'est pas infallible et qu'il est important de surveiller en permanence les performances de leurs stratégies de trading.



Enfin, le gérant reste au cœur de la relation client...

Bien que les technologies d'IA puissent fournir des informations et des analyses précieuses, elles ne peuvent pas remplacer la valeur d'une relation humaine de confiance.

Les gérants de portefeuille jouent un rôle important dans la gestion des attentes des clients, la communication des risques et l'aide à la prise de décision en matière d'investissement. Les clients peuvent avoir des besoins différents et des objectifs d'investissement spécifiques, qui nécessitent une approche personnalisée pour la gestion de leur portefeuille.


Le gérant de portefeuille peut aider les clients à comprendre les risques et les avantages de différentes stratégies d'investissement, à déterminer leur tolérance au risque et à identifier les objectifs d'investissement

appropriés. Le gérant peut également fournir des conseils pour adapter la stratégie d'investissement en fonction des changements du marché et des besoins du client. **En fin de compte, la relation entre le gérant de portefeuille et le client repose sur la confiance et la communication ouverte.**

Il existe de nombreuses statistiques et données chiffrées qui soutiennent l'importance de la relation client dans la gestion de portefeuille et l'impact de l'IA sur les décisions de gestion en bourse. Selon une étude de Deloitte de 2019, 60 % des investisseurs en ligne interrogés ont déclaré préférer travailler avec un conseiller financier plutôt qu'utiliser une plateforme de gestion de portefeuille en ligne automatisée, c'était il y a 4 ans ! Et selon une étude de Capgemini de 2020, 78 % des clients de banques privées et de gestion de patrimoine ont déclaré que les relations avec leur conseiller étaient importantes pour eux. Enfin, le trading algorithmique représente une part importante du volume de transactions sur les marchés financiers. Selon un rapport de l'Association for Financial Markets in Europe (AFME), le trading algorithmique représentait 40 % du volume total des transactions sur les marchés européens en 2018. Aux Etats-Unis, c'est environ 60 à 73 % du négoce global des actions américaines (source : Wall Street).

Ces données suggèrent que, bien que l'IA et les technologies de trading algorithmique soient de plus en plus répandues, de nombreux clients continuent de valoriser la relation humaine avec leur conseiller financier et c'est tant mieux !





FOCUS #06

LES ENTREPRISES FAMILIALES ET L'ESG : CHAMPIONNES OU PARIAS ?

Par **Clémence de Rothiacob**, Gérante du fonds Richelieu Family

En préambule, il nous semble opportun de préciser qu'il serait mal aisé de mettre en avant tel ou tel classement ESG des entreprises familiales tant la notation extra-financière d'une entreprise dépend des critères utilisés et de leurs pondérations, qui diffèrent selon les agences de notation et serait donc source de confusion.

En effet, puisqu'il n'y a parfois qu'une faible corrélation entre les notes ESG des différentes agences de notation, il nous semble peu pertinent de favoriser l'une ou l'autre : c'est aussi la raison pour laquelle, pour notre fonds investi en entreprises familiale, Richelieu Family, nous avons opté pour une méthodologie propre, développée par nos soins avec l'aide d'experts, **pour s'adapter aux spécificités des entreprises familiales.**

De plus, il faudrait également différencier les notes des entreprises familiales selon leur taille de capitalisation. En effet, par manque de données (faute de moyens le plus souvent) et non par manquement, les petites et moyennes entreprises sont parfois mal notées, celles familiales n'échappant donc pas à la règle. Il ne faudrait pas imputer une mauvaise note à leur caractère familial mais parfois à leur statut, sachant que la

majorité des entreprises familiales cotées sont des PME-ETI.

En revanche, en terme de performance boursière, les études, s'appuyant sur des éléments factuels, convergent, démontrant la surperformance sur le long terme des entreprises familiales (cf Credit Suisse, sept 2020). **Nous qui sommes convaincus du lien de cause à effet entre solide notation ESG/ absence de controverses graves et performance à long terme**, voyons donc, dans la surperformance boursière long terme des entreprises familiales, une possible **conséquence de leur solide traitement des problématiques ESG**, les entreprises familiales étant déjà championnes dans les classements lorsqu'il s'agit de critères fondamentaux tels la solidité des bilans, la pérennité de la croissance, de la rentabilité et l'investissement dans l'innovation.

Les entreprises familiales ont, par nature, une solide orientation environnementale et sociétale

N'oublions pas que la notion de **pérenité** est au cœur du modèle économique des entreprises familiales et de leur mission puisque la transmission de l'entreprise aux futures générations est leur vocation première. C'est dans une perspective long terme qu'elles prennent la majeure partie de leurs décisions et se sentent responsables de leurs engagements auprès de leurs parties prenantes.

Privilégiant la création de valeur à long terme aux profits court-termistes, les entreprises s'organisent naturellement, et donc de façon pro-active, pour répondre au mieux aux exigences ESG et de durabilité. Contrairement à certaines idées reçues qui voudraient que les entreprises familiales soient « à la traîne », moins enclines au changement, les études académiques démontrent qu'elles se sont davantage affairées que leurs concurrentes non familiales, depuis plus de 8 ans, à améliorer leurs critères ESG (cf Credit Suisse, sept 2020).

La question sociale au cœur de leur mission :

Lorsque l'on évoque les entreprises familiales, **l'affectio societatis** qu'elles suscitent est, à juste titre, régulièrement mis en avant. Il règne souvent un sentiment d'appartenance positif à la société familiale de la part de ses salariés, la conscience qu'avoir un actionariat incarné est bénéfique, l'image d'un capitalisme à visage plus humain est souvent évoquée...La famille actionnaire estime souvent avoir une responsabilité sociale importante.

La preuve en est que les entreprises familiales ont souvent un taux de rotation des employés plus faible qu'ailleurs (cf Havard Business Review, mars 2019 « le taux de rotation d'une entreprise non familiale est de 11% contre 9% pour celles familiales »). Ce sont elles, encore, que l'on retrouve en tête des classements des « best workplaces » élaborés par les écoles de commerce qui priment la qualité de vie au travail (sont cités tous les ans, entre autres, Michelin, Wavestone, Décathlon, Dassault Systèmes, Hermès ou encore L'Oréal...). Il semblerait également que, durant la crise sanitaire, les entreprises familiales ont eu davantage à cœur de soutenir leurs employés.

La question environnementale au cœur de leur agenda :

Les entreprises familiales sont souvent conscientes de leur **nécessité d'exemplarité, ne serait-ce que pour éviter tout risque réputationnel qui entacherait la famille**, participant souvent à tout un écosystème local.

Elles prennent très au sérieux les problématiques environnementales, cruciales pour leur pérennité, et cela en plus haut lieu : chez LVMH par exemple, c'est Antoine Arnault qui a, très tôt, pris en charge la politique de Responsabilité Sociétale de l'Entreprise (RSE) en veillant à ce que la feuille de route du groupe, ses engagements environnementaux, soient communiqués et appliqués.

Il nous semble déterminant que ces entreprises familiales emblématiques soient pionnières concernant ces problématiques, qu'elles ouvrent la voie et montrent aux plus petites entreprises familiales l'importance, pour leur pérennité, de mettre le Développement Durable au cœur de leurs perspectives à long terme.



Le grand défi de la gouvernance des entreprises familiales

C'est sur le critère de la gouvernance que les entreprises familiales sont régulièrement attaquées par les agences de notation. La gouvernance serait donc, ainsi, leur talon d'Achille, là où le bât blesse.

Elles sont souvent **perçues comme des structures à gouvernance faible** : les agences de notation brocardent le manque d'indépendance au sein de leurs Conseils d'Administration et donc l'absence de contre-pouvoir pour défendre les intérêts des actionnaires minoritaires, le cumul des fonctions de Président-Directeur Général, souvent l'apanage des entreprises familiales. A cela s'ajoute la crainte de rémunération exagérée des dirigeants familiaux.

Néanmoins, nous nous interrogeons sur la pertinence de ces critères. Sont-ils si déterminants pour apprécier une gouvernance ? Puisqu'une solide gouvernance d'entreprise est, sans conteste, nécessaire pour créer de la valeur à long terme, **comment expliquer que les entreprises familiales surperforment à long terme si elles ont une gouvernance jugée éloignée des bonnes pratiques ?** En rentrant dans les détails, l'on observe également que les retours sur capitaux employés (ROCE) sont meilleurs au sein des entreprises familiales (cf Crédit Suisse) : ne sont-ils pas la conséquence d'une bonne gouvernance ?

Le juge de paix n'est-il pas cela, créer de la valeur et être pérenne ? Les agences de notations ne devraient-elles pas réviser leurs critères lorsqu'il s'agit d'une entreprise familiale qui a des spécificités intrinsèques à son statut ?

Par exemple, une des choses que nous apprécions dans une entreprise familiale est la vision long terme des membres de la famille : pourquoi alors la juger sur le nombre d'indépendants au sein du conseil d'administration (les agences de notation préconisent 50% d'indépendants), indépendants qui seraient peut-être moins enclins à déployer une vision long terme ? De plus, noter l'indépendance du conseil semble justifiée par son lien avec une meilleure discipline financière : pourtant, voilà bien une qualité propre aux entreprises familiales, et ce, malgré un conseil majoritairement familial ! C'est justement parce qu'elles se projettent à long terme que les entreprises familiales sont **plus orthodoxes que les autres en terme de solidité bilancielle***, ce qui est **clé pour la préservation du capital**. Ce que nous valorisons lorsque nous analysons la composition d'un Conseil d'Administration ou Conseil de Surveillance est avant tout **la valeur ajoutée réelle que tel membre apportera au Conseil et non son appartenance ou non à la famille**.



Selon nous, l'indépendance du Conseil n'est donc pas un critère qualitatif indispensable ; en revanche, celle des autres comités (de nomination, d'audit et de rémunération) nous semble bien plus pertinente et les pratiques des entreprises familiales dans ce domaine diffèrent finalement peu de celles non familiales. De plus, nous qui votons systématiquement aux AG des entreprises dans nos portefeuilles, attachons une attention particulière à **la rémunération des dirigeants** et n'avons pas à signaler de rémunération excessive au sein des entreprises familiales : elles suivent, du moins pour celles cotées en bourse, les standards de marché. Quoiqu'il en soit, **l'indépendance du comité de rémunération** est un élément à surveiller

Pour une société familiale cotée, il y a un **alignement d'intérêts** des dirigeants familiaux et des actionnaires minoritaires vers une progression pérenne du cours de bourse. D'ailleurs, les entreprises publiques ne s'en inspirent-elles pas pour motiver leurs dirigeants à long terme puisqu'elles multiplient les plans des stock-options qui rendent leurs dirigeants actionnaires ?

**cf étude de Crédit Suisse comparant 10 années de ratio Dette Nette/EBITDA des entreprises familiales versus celles non familiales*

Encore des efforts à faire dans certains domaines

Il existe, cependant, quelques bémols à apporter, des domaines dans lesquels les entreprises familiales ont encore du chemin à parcourir pour être exemplaires.

L'asymétrie de traitement des actionnaires en est un. Les familles peuvent avoir tendance à mettre en place des structures juridiques spéciales pour garder le contrôle. La **double classe d'actions** (ordinaires et préférentielles) est très utilisée par plus de 20% des entreprises familiales cotées et est notamment la spécialité des sociétés familiales suisses et allemandes. Les agences de notation extra-financières valorisent, à juste titre selon nous, un traitement des minoritaires pari passu, le principe primant étant « une action une voix ». Pour s'assurer que les intérêts de l'entreprise ne passent pas après ceux de la famille, une analyse approfondie de la culture d'entreprises et d'éventuelles controverses dont elle pourrait faire l'objet, est alors indispensable.

Autre structure juridique spéciale, le statut de **sociétés en commandite par actions** est également une prérogative des entreprises familiales outre-Rhin (Merck, Fresenius ou encore Henkel) et en France (notamment Michelin, Hermès International, Bonduelle ou encore Lagardère en son temps). Les gérants y disposent de pouvoirs élargis pour gouverner l'entreprise, en contrepartie d'une responsabilité sur leur patrimoine personnel. Le groupe Hermès International justifie sa forme juridique (SCA depuis 1990) par la nécessité « de préserver son identité et sa culture et d'assurer ainsi, à long terme, la pérennité de l'entreprise, dans l'intérêt du groupe et de l'ensemble des actionnaires ». Il en va donc de la stabilité des entreprises familiales, nécessaire à une stratégie dans la durée, c'est un bouclier anti-OPA hostile qui permettra à l'entreprise d'éviter de se disperser en se défendant contre des prédateurs.

L'influence d'actionnaires long terme est souvent perçue comme un atout que l'on veut favoriser dans les politiques de vote (contrairement aux décisions d'actionnaires court terme, notamment de purs spéculateurs financiers), d'ailleurs de nombreux Think Tanks poussent à une accélération de la



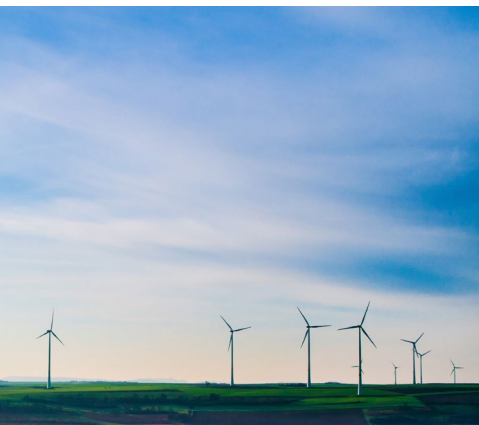
règlementation en ce sens. Parmi les préconisations des PRI (Principes pour l'Investissement Responsable), dans le Guide pratique pour l'actionnariat actif, il est indiqué que « la nouvelle version de la directive de l'Union européenne sur les droits des actionnaires (...) reconnaît également que les actionnaires peuvent exercer des pressions à court terme sur les entreprises dans lesquelles ils investissent, **au détriment de la création de valeur à long terme et de la prise en compte des questions ESG** ». Ils précisent également qu'il est intéressant « de renforcer la fidélité des investisseurs de long terme », ce que sont les actionnaires familiaux !

Néanmoins, les avis divergent, certains estimant que les objectifs court-terme, si importants en bourse puisque les résultats sont publiés trimestriellement, peuvent être sacrifiés par les entreprises familiales au profit du long terme et ainsi, les actionnaires minoritaires ne pouvant se permettre la patience d'une famille fondatrice, pourraient être lésés notamment s'ils détiennent une action dépourvue de dividende ou de droit de vote pour faire entendre leur voix.

A cela peuvent également s'ajouter des problématiques propres aux entreprises familiales tels la question **de l'harmonie au sein de la famille** qui doit faire l'objet d'une attention constante et d'une formalisation claire des rôles de chacun au risque d'un déséquilibre des motivations des membres

de la famille (autour des questions de l'emploi de certains membres et de la politique de distribution des dividendes notamment...), de dissidence lors des successions, de risque de tentation dynastique ...

Les entreprises familiales ont ainsi des spécificités qui invitent à ne pas être dogmatique lorsque l'on évalue leurs caractéristiques extra-financières. Même si, comme nous l'indiquons en préambule, il est mal aisé de généraliser des notations ESG, il est intéressant de noter que certaines statistiques (notamment via les données historiques de Refinitiv analysées par Crédit Suisse) indiquent que les entreprises qui sont familiales depuis plusieurs générations ont de meilleurs scores ESG que les entreprises familiales les plus récentes : une des explications pourrait être qu'elles bénéficient de modèles économiques plus aguerris mais également qu'elles ont, impliqués dans l'entreprise, un plus grand nombre de jeunes membres, certainement plus sensibles aux problématiques ESG. Gageons que la génération qui reprend le flambeau est certainement celle qui fera avancer les lignes, qui rebattra les cartes, tout en gardant les forces et valeurs inhérentes aux entreprises familiales, vers davantage d'initiatives pro-actives vers la durabilité, pour transformer l'intention et l'ambition, clairement identifiées, en actions concrètes.



Et l'enjeu est de taille car les entreprises familiales contribuent de façon conséquente à la création d'emplois dans le monde, elles ont donc un rôle de premier plan à jouer dans le Développement Durable !



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT • SEPTEMBRE 2023

DISCLAIMER

Le présent document et les informations et données concernant des produits, services ou instruments financiers qui y figurent, ainsi que les analyses, évaluations, hypothèses, appréciations, opinions et estimations qui y sont présentées (les « Informations »), ont été émises par Banque Richelieu pour votre usage exclusif et privé.

Avant d'effectuer une quelconque opération ou d'investir dans le produit, il vous est conseillé de procéder à votre propre évaluation de l'ensemble des risques, y compris (mais non exclusivement) des risques d'ordre financier, juridique, fiscal et comptable, sans vous baser exclusivement sur les informations figurant dans le présent document. Veuillez noter que les performances passées d'un instrument financier ne sont pas un indicateur fiable de ses performances futures.

Les informations sont susceptibles d'être modifiées à tout moment sans préavis ni communication aucune. Les projections et prévisions reposent sur un certain nombre d'hypothèses concernant les conditions de marché actuelles et futures et rien ne garantit que les résultats escomptés seront obtenus. Bien que les informations aient été établies à partir de sources fiables et qu'elles soient par conséquent présumées exactes à la date de publication du présent document, aucune garantie expresse ou tacite n'est donnée quant à leur exhaustivité, précision, authenticité, actualité, validité ou pertinence et Banque Richelieu décline toute responsabilité à cet égard.

Le présent document et les informations, contenus, textes et illustrations qui y figurent sont la propriété de Banque Richelieu et/ou de tiers contractuellement liés à Banque Richelieu. Il est interdit de copier, publier, diffuser, transmettre ou reproduire, en tout ou en partie, les informations figurant dans ce document.

Les données de marché sont issues de sources Bloomberg.



MONACO

8, avenue de Grande-Bretagne
BP 262
MC 98005 Monaco Cedex
+377 92 16 55 55

PARIS

1-3-5, rue Paul Cézanne
75008 Paris
+33 (0)1 42 89 00 00

LYON

Grand Hôtel-Dieu
1, place Pascalon
69002 Lyon
+33 (0)4 72 41 60 00



www.banquerichelieu.com
www.banquerichelieumonaco.com
www.banquerichelieufrance.com
www.richelieugestion.com

L'esprit de conquête