

Édito

Mais qu'est-ce qu'on peut faire ?

« Là, tout n'est qu'ordre et beauté, luxe, calme et volupté. »^[1] Une aspiration qui, malheureusement, ne s'accorde plus, ni à notre beau pays, ni à l'Europe d'aujourd'hui.

L'Etat d'urgence national, décrété en fin d'année dernière et renouvelé hier pour six mois, n'a pas permis d'éviter les manifestations, attentats, caillassages ou agressions de représentants des forces de l'ordre. Dans le même temps, au-delà de nos frontières, l'Union européenne s'efforce de digérer le Brexit, cette amère plume administrée par les Britanniques. La Turquie, secouée par un coup d'Etat avorté - suivi d'une purge massive et violente, provoque l'ire des grandes puissances qui l'éloignent ainsi de l'Europe. L'une profitant opportunément de la tentative de putsch ; les autres de la purge pour faire ce dont elles rêvaient probablement depuis un moment.

Ce défilement politique, aggravé par le terrorisme dont on sait désormais qu'il ne s'agit pas de l'expression d'une folie temporaire mais d'un fanatisme durablement ancré, confronte les nations occidentales à une situation inédite : instabilité sociale, politique et économique, favorisée par des pouvoirs régaliens inadaptes et aux réflexes inopérants.

Sommaire

■ **Marchés Actions Europe**
Common sense is not so common!
Armin Zinser, Société de Gestion Prévoir

■ **Brexit**
Scenarii à l'issue du Brexit
David Dehache, Société de Gestion Prévoir

■ **Marchés Actions US**
Keep calm and carry on
Grégoire Painvin, JMC AM

■ **Immobilier d'entreprise**
Les enjeux du dernier kilomètre
Cyril Garreau et Pierre Mattei, Keys AM

■ **Métiers**
Les pièges de la simulation
Guillaume Nicolaud, DTAM



Damn, they did it! L'année 2016 entrera dans les annales de l'histoire. De deux choses l'une, ce sera soit l'année du réveil de l'Europe, soit l'année de son éclatement.

Le référendum en Grande-Bretagne a démontré combien les peuples, et pas seulement les Britanniques, sont mal à l'aise avec cette Union européenne bruxelloise. Dans ce sens, le Brexit est plutôt une chance pour l'Europe car les excès qui en découlent ne sont pas (ou plus) tolérables aujourd'hui : bureaucratie et réglementation débordantes, économie planifiée, pseudo procès démocratiquement illégitimes, non-respect des clauses des traités et contrats, self-service de certains pays...

Tous ces abus ont provoqué une forme de colère et de révolte. C'est bien connu : la politique divise, l'économie réunit. Et pourtant, traditionnellement, les Anglo-saxons sont des commerçants et des pragmatiques.

Si l'Union était un Etat

L'Europe ne peut pas se construire sans ses peuples, et surtout pas du haut vers le bas, mais plutôt en sens inverse. Il existe une commission, qui propose des lois et des arrêts, alors qu'elle n'a même pas été élue par le peuple. Il existe un conseil européen et un conseil des ministres, qui votent des programmes de sauvetage, sans avoir à rendre des comptes aux citoyens sur la pertinence de leurs actes. Cerise sur le gâteau : il existe une banque centrale dont la politique de taux d'intérêts négatifs rend quasiment impossible la possibilité pour les citoyens d'épargner pour leur retraite !

Si l'Union était un Etat et si l'on faisait un référendum pour y adhérer, il y aurait fort à parier que la demande serait refusée en raison d'une cruelle absence de fonctionnement démocratique. Cela dit, n'ayons pas peur des actions, même si certaines célébrités jouent les oiseaux de mauvaises augures : Alan Greenspan attend un malheur économique, Georges Soros parle sur un krach... Aujourd'hui âgés de plus de 80 ans, voire davantage, ces lions du passé ne voient jamais l'avenir avec optimisme, tant ils sont habitués par l'inquiétude. Il convient donc de ne pas prendre à la lettre leurs prédictions.

Wall of worry

Soucis et craintes sont le lot des hommes. La crise financière n'est pas finie comme le laisse entendre la Banque mondiale en abaissant sa prévision de croissance économique mondiale. L'économie américaine est nettement moins dynamique que prévu et le Royaume-Uni a voté sa sortie de l'UE.



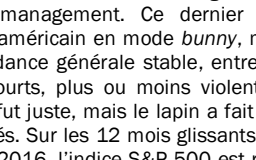
Pour autant, est-ce la fin du monde ? L'économie mondiale va-t-elle disparaître dans un trou noir ? Bien sûr que non ! D'ailleurs, c'est plutôt un bon signe. Un wall of worry se dresse sur tous les marchés à la hausse, constitué d'opinions qui doivent être révisées quotidiennement. Par nature, le futur est imprévisible et c'est tant mieux, y compris pour les fameux modèles mathématiques vantés par certains économistes contemporains.

Sens critique

Les effets d'annonce font souvent la une des journaux, mais sont-ils assortis d'une opinion contradictoire ? Ainsi, il vaut mieux réfléchir par soi-même que suivre quelq'un aveuglément. Les actions concrètes priment toujours sur l'arrogance. Il importe donc de toujours rester critique face aux personnes voulant imposer un modèle de pensée unique et de conserver son aptitude à agir selon ses convictions et non a posteriori, sous la pression des cassandres et beaux parleurs.

Ainsi, nous conclurons notre propos comme nous l'avons commencé, sur un conseil britannique toujours pertinent : Breain cool !

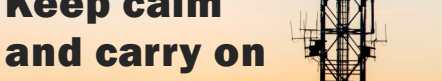
Armin Zinser
6 juillet 2016



Dans nos perspectives d'avril dernier, nous citions Jim Paulsen, Chef stratège chez Wells Capital management. Ce dernier parlait du marché américain en mode *bunny*, marqué par une tendance générale stable, entrecoupée de chocs courts, plus ou moins violents. La description fut juste, mais le lapin a fait des bonds déchaînés. Sur les 12 mois glissants arrêtés au 6 juillet 2016, l'indice S&P 500 est resté relativement inchangé avec un gain de +0,9 % (+3,2 % dividendes inclus). Cependant, cette illusion de calme plat a été ponctuée par de violentes chutes, suivies de rebonds tout aussi impressionnants.

Dernier exemple en date : la réaction frénétique des marchés au Brexit. Suite aux votes britanniques, les principales places financières dans le monde ont perdu plus de 2.000 milliards de dollars le vendredi de la publication des résultats, soit en moins de 24 heures, éclipsant ainsi le précédent record établi en septembre 2008 selon Standard & Poor's. Le lundi suivant, c'était 1.000 milliards de dollars supplémentaires qui s'évaporaient. Aux Etats-Unis, la chute du S&P 500 fut de plus de 5 en 2 jours, mais il n'aura fallu que 4 séances consécutives pour que ce même indice revienne à son niveau pré-référendum !

Keep Calm and Carry On, disent les Anglais. Pas toujours facile...



Le grand flou

Quelles seront les conséquences du Brexit ? Il est encore trop tôt pour se prononcer compte tenu du nombre de variables et de paramètres à estimer. Nul ne peut savoir ce qui va se passer malgré le déluge d'hypothèses et pronostics faits en toute certitude par ceux-là mêmes qui n'avaient pas prévu ce résultat final. En plein fiasco politique, le gouvernement britannique n'a toujours pas invoqué le désormais fameux article 50 ; les éventuelles négociations risquent d'être très délicates et un maintien du Royaume-Uni au sein de l'Union européenne reste une possibilité, après tout. Pour l'instant, la crise est politique et non financière. Le fort rebond du marché américain, accompagné d'une baisse rapide de la volatilité, semble

indiquer que, si le flou général persiste dans l'immédiat, l'impact à long terme pourrait être limité, du moins en ce qui concerne les actions américaines.

Essor des secteurs défensifs

A plus court terme cependant, les banques centrales restent extrêmement accommodantes, injectant toujours plus de liquidités dans le système et entraînant ainsi les taux à poursuivre leur chute. Aux Etats-Unis, la Fed qui, jusqu'à récemment, osait encore parler de quatre hausses de ses taux directeurs en 2016 et de la normalisation de sa politique monétaire, vacille et envoie des messages de plus en plus confus. L'incertitude règne et la deuxième moitié d'année s'annonce tout aussi volatile.

Déjà poussés vers des actifs risqués, les investisseurs, doivent redoubler d'effort dans leur quête de rendements, lesquels se font de plus en plus rares. Ainsi, certains secteurs plus défensifs, tels que les utilities et les télécoms, pas vraiment des porte-drapeaux de l'innovation mais délivrant de forts dividendes, sont en plein essor malgré des niveaux de survalorisation historiquement élevés. Un jeu qui risque de mal finir mais, pour l'instant, il n'y a pas beaucoup d'autres sur la place.

Grégoire Painvin
12 juillet 2016



Vendredi 24 juin 2016. Les marchés se sont réveillés sous une douche écossaise, le vote sur le référendum britannique donnant finalement le Brexit gagnant avec presque 52 % des voix en sa faveur.

Vécu comme une surprise, ce vote ne fait pourtant que s'accorder avec de précédents référendums de défiance envers les institutions européennes. En mai 2005, le peuple français votait contre le projet de loi qui autorisait la ratification du traité établissant une constitution pour l'Europe (avec 54,7 % de non). Le 1^{er} juin 2005, les Néerlandais faisaient de même. Il y a un an à peine, les Grecs votaient contre un projet soumis par la Commission européenne, la BCE et le FMI, qui imposait au pays une nouvelle cure d'austérité. A l'époque, les médias ne parlaient que de Grexit. Aujourd'hui, la question principale est de savoir quelles sont les conséquences d'un Brexit.

Si l'histoire venait à se répéter...

Le premier scénario, dont on parle peu, serait, en fait, qu'il n'y ait pas de Brexit ! Si l'on reprend l'exemple français, le non de 2005 a finalement donné lieu en 2008 à une ratification par le Congrès du traité de Lisbonne dont un ancien président français avait lui-même souligné qu'il était quasiment identique au texte de 2005. L'exemple s'est reproduit en Grèce qui a vu finalement la mise en place de mesures d'austérité quasiment identiques au plan refusé peu de temps avant par référendum. Il est donc tout à fait possible que le vote en faveur du Brexit donne lieu à un scénario où le Royaume-Uni reste au sein de l'Union européenne, moyennant quelques concessions éventuelles en sa faveur. C'est peut-être une des raisons des retraites surprises des deux principaux vainqueurs du vote, Nigel Farage et Boris Johnson. Un tel scénario serait évidemment favorable aux marchés financiers.

Sortie effective

L'autre scénario est une sortie effective du Royaume-Uni. Dans ce cas, il est probable que les Anglais prennent leur temps avant d'activer l'article 50, et ne le feront que lorsqu'ils auront une vision claire des arrangements possibles avec leurs voisins européens. Cela créera une période d'incertitude qui risque d'avoir un effet auto-réalisateur : les craintes alimenteront un contexte moins propice à la consommation avec des reports d'investissement provoquant à court terme une récession qui, à son tour, nourrira les craintes. L'inquiétude porte également sur l'immobilier : cette semaine, six fonds d'investissement immobilier ont gelé les possibilités de rachats. Un tel blocage peut renforcer le risque de baisse des prix de l'immobilier commercial et conduire à un arrêt de projets, ce qui pèsera sur le secteur de la construction et sur l'activité économique du pays.

Une récession au Royaume-Uni aurait également un effet de contagion sur le PIB de ses partenaires économiques et, en particulier, au reste de l'Europe. Cependant, si ce scénario est négatif à court terme, il devrait, comme c'est le cas depuis 2008, inciter les banques centrales à intervenir. La BoE a déjà commencé à se montrer moins exigeante envers ses banques et assurances, et a laissé entendre qu'un nouveau QE serait possible. Dans ce contexte d'incertitudes, il est également probable que la FED mette sur pause ses plans de hausse de taux. Un nouveau QE devrait conduire à moyen terme à un rebond des marchés financiers.

Le véritable danger

Le seul scénario vraiment négatif pour les marchés financiers serait, en fait, la poursuite du morcellement de l'Europe. Rappels que l'Ecosse a déjà fait savoir qu'au vu du vote elle souhaitait réinstaurer un vote d'indépendance. Cependant, le risque majeur vient de l'Italie. Le pays souffre d'une croissance très faible depuis son entrée dans la zone euro et doit renflouer en urgence ses banques, les créances douteuses du secteur représentant 350 milliards d'euros, soit 20 %



du PIB du pays. De nombreuses réformes s'imposent et le premier ministre, Matteo Renzi, veut les faire valider par référendum en novembre prochain, un mois seulement après le référendum que la Hongrie organise sur les quotas de migrants... Espérons que l'Italie pourra faire passer ses réformes. Dans le cas contraire, l'appellation de PIGS, qui semblait être tombée aux oubliettes, risque de remonter à la surface...

Finalement, le Brexit ne devrait pas être un événement aussi grave que la crise de Lehman. D'ailleurs, les marchés financiers, à l'inverse de l'ère Lehman, se sont décorrélés : l'Europe a baissé d'environ 8 % depuis la clôture du jeudi 23 juin tandis que les marchés américains, japonais et émergents sont restés quasi plats (en euro). Du reste, il est fort probable que les problèmes européens, surtout s'ils se prolongent, conduisent à la réallocation des projets d'investissement vers le reste du monde, en particulier vers le marché américain et les pays émergents.

David Dehache
Le 11 juillet 2016



Avec la montée du e-commerce, répondre à l'impatience des consommateurs est devenu clé, et livrer toujours plus vite, la nouvelle priorité. La guerre de l'innovation est lancée : livraison par drone ou robot, livraison le jour même ou dans l'heure. Les acteurs du e-commerce, avec Amazon en pointe, bouleversent les codes et les modes de pensée. Avec une augmentation de près de 15 % du e-commerce en 2015, les consommateurs envoient toujours plus de colis sur la route. La livraison du dernier kilomètre devient ainsi un enjeu majeur pour tous les acteurs du marché.

Le plus coûteux et contraignant

La livraison du dernier kilomètre fait référence aux derniers kilomètres parcourus par le colis pour arriver au domicile du consommateur. Il s'agit du plus difficile à encadrer car il est aussi le plus coûteux et le plus contraignant au vu des exigences des municipalités en matière de pollution sonore, d'écologie (émission de CO2 des véhicules) et d'engorgement des centres villes (circulation et stationnement, notamment des poids lourds). Parvenir à livrer en temps et en heure avec toutes ces contraintes relève



de la véritable casse-tête. Pour faire face à ces défis, les professionnels de la livraison et de la logistique ont dû repenser leurs modèles : explorer de nouveaux moyens de transport plus respectueux de l'environnement et trouver de nouveaux espaces de déchargement. C'est pourquoi...

le marché des messageries logistique au sein des réseaux logistiques.

Par nature, une messagerie ne gère pas de stocks et a pour objectif d'assurer et d'optimiser la plus grande fluidité entre les flux entrants

et sortants. Les messageries s'appuient sur un réseau de plateformes reliées entre elles par des routes empruntées par les camions, l'objectif étant de couvrir le maximum de territoire afin de livrer les clients finaux le plus rapidement possible. Les poids lourds, souvent interdits d'accès aux centres villes, peuvent ainsi décharger leurs livraisons dans ces espaces de logistiques spécialisés, d'autres moyens de transport prenant le relais pour la livraison finale.

Les messageries représentent une opportunité sur le marché de l'immobilier professionnel car elles répondent aux besoins actuels des entreprises. Pour satisfaire la demande croissante et l'exigence des consommateurs, les majors ont investi impérativement se positionner sur des localisations stratégiques, à l'intersection entre zones denses et grands équipements de transports.

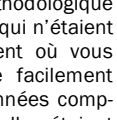
Eliminez toutes les alternatives, au cours de ces cinq années, ont fait défaut. Dans cet exemple très simple, votre portefeuille devrait être constitué des obligations *speculative grade* qui existaient il y a cinq ans.

Biais du devin

Enfin, le biais du devin : erreur méthodologique qui consiste à utiliser des données qui n'étaient pas encore disponibles au moment où vous simulez une décision. On tombe facilement dans ce piège en utilisant des données comptables au 31 décembre comme si elles étaient publiées le 31 décembre ou en simulant des transactions en cours de clôture sur la base d'un signal donné sur ces mêmes cours de clôture. Il faut donc évidemment décaler les transactions dans le temps : dans ce deuxième cas, vous devriez simuler des achats et des ventes le lendemain, aux cours d'ouverture.

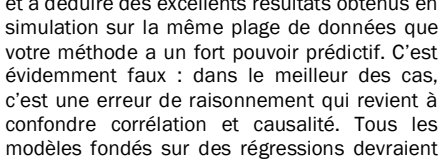
À ces trois biais classiques, ajoutez une prise en compte raisonnée des éventuels problèmes de liquidité et des coûts de transaction et vos simulations devraient, au moins pour l'essentiel, commencer à avoir du sens.

Cyril Garreau
Pierre Mattei
Le 7 juillet 2016



Ceux d'entre nous qui ont déjà cherché à simuler les performances d'une stratégie d'investissement dans le temps le savent : l'exercice comporte un certain nombre de chasses-trappes bien identifiées, des biais méthodologiques et statistiques qui, s'ils ne sont pas pris en compte, peuvent faire passer une stratégie parfaitement inopérante en réalité pour une formidable martingale en théorie.

Les trois exemples (les plus classiques) que je calibre en échantillon (in-sample), le biais du survivant et celui que, faute de mieux, j'appellerai ici le biais du devin (look ahead bias).



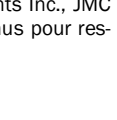
Calibrage en échantillon

Premier piège, le calibrage en échantillon consiste à calibrer un modèle (typiquement basé sur des régressions) sur une plage de données et à déduire des excellents résultats obtenus en simulation sur la même plage de données que votre méthode a un fort pouvoir prédictif. C'est évidemment faux : dans le meilleur des cas, c'est une erreur de raisonnement qui revient à confondre corrélation et causalité. Tous les modèles fondés sur des régressions devraient être testés out-of-sample : c'est-à-dire que les facteurs de la régression doivent être estimés sur une plage de données « passée » et les résultats des positions qui en découlent doivent être mesurés sur une plage de données « future ».

Biais du survivant

Il consiste à raisonner sur un univers d'investissement constant, sans tenir compte des titres qui ont disparu entretemps. On peut illustrer cette idée en supposant que, cherchant à mesurer la performance d'un portefeuille d'obligations *speculative grade* sur les cinq dernières années, vous commettiez la bêtise qui consiste à ne sélectionner que celles qui sont encore dans le marché. Votre résultat n'aura bien sûr aucun sens puisque, par construction, vous

Guillaume Nicolaud
Le 12 juillet 2016



Document non contractuel — Les articles contenus dans cette lettre sont écrits dans un but d'information uniquement. Ils ne constituent ni une offre ni une recommandation ou sollicitation en vue de la souscription d'un quelconque produit. Investeam, les sociétés de gestion AGF Investments Inc., JMC Asset Management, Day Trade Asset Management et Société de Gestion Prévoir, ainsi que leurs gérants, ne peuvent en aucun cas être tenus pour responsable d'une quelconque décision d'investissement prise à partir ou sur la base des informations contenues dans le présent document.