



EDMOND
DE ROTHSCHILD

BANQUE PRIVEE

LETTRE D'INVESTISSEMENT

JUILLET 2015





De même que la loi de Newton est universelle, la mécanique de la balance des paiements est une certitude comptable à laquelle aucune nation n'échappe. De cela, nous pouvons énoncer certains principes parmi lesquels :

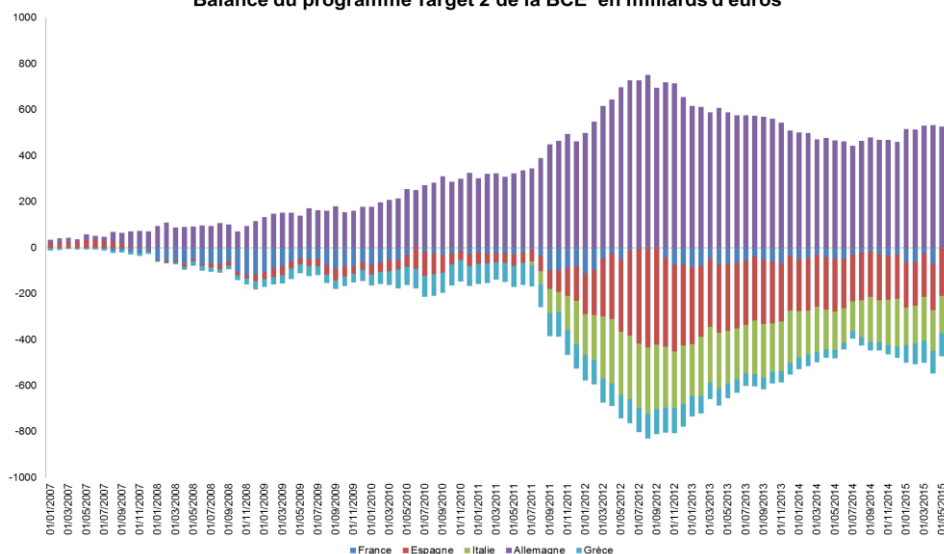
- ❖ Une nation (secteur public et privé) ne peut se désendetter sans extérioriser une balance des comptes courants positive
- ❖ Si une nation s'endette, sa balance des comptes courants se réduit dans les mêmes proportions
- ❖ Si une nation extériorise une balance des comptes courants positive, cela signifie qu'il y a un excès d'épargne au sein de ce pays qui est donc recyclé à l'étranger (vers des pays ayant des balances de comptes courants négatives).

En 2002, alors que l'euro scriptural faisait son apparition, l'Allemagne mit en place une politique de réformes visant à solutionner le problème du chômage. Pour ce faire, les avantages sociaux furent sensiblement réduits pour permettre à l'Allemagne de devenir un pays très compétitif sur la scène mondiale et par conséquent un pays structurellement exportateur. Nous le voyons aujourd'hui, cette politique a été un vrai succès. Le chômage est aujourd'hui très faible (6% de la population active) et l'Allemagne est devenue l'un des pays enregistrant les gains à l'export les plus forts d'Europe. Cela se traduit comptablement par un excédent de la balance des comptes courants allemands et par conséquent un déficit équivalent sur la balance de capital, c'est à dire une hausse du taux d'épargne net de la nation. Ainsi, le secteur public et/ou privé allemand se désendette. Il y a dès lors un excès d'épargne en Allemagne qui dépasse les besoins d'investissement du pays. Cet excès d'épargne sera alors investi à l'étranger, dans les pays dont la balance des comptes courants est déficitaire.

Le fait que l'épargne allemande s'investisse à l'étranger provoque alors automatiquement un crédit sur la balance de capital de ce pays qui par conséquent enregistre un déficit de sa balance des comptes courants.

Parmi les pays destinataires cibles du surplus d'épargne allemand, les pays du Sud de l'Europe. Au travers du mécanisme de compensation de la banque centrale européenne (TARGET 2), les investissements allemands se sont d'abord portés sur les obligations d'Etat italiennes, espagnoles, portugaises et grecques. Ces achats d'obligations ont permis de modérer les taux d'intérêts dans les pays hôtes. C'est ainsi que l'excès d'épargne allemand a entraîné une baisse des taux de financement pour les pays du sud alimentant une bulle sur le prix des actifs notamment immobiliers.

Balance du programme Target 2 de la BCE en milliards d'euros



Source: Bloomberg, Edmond de Rothschild Monaco

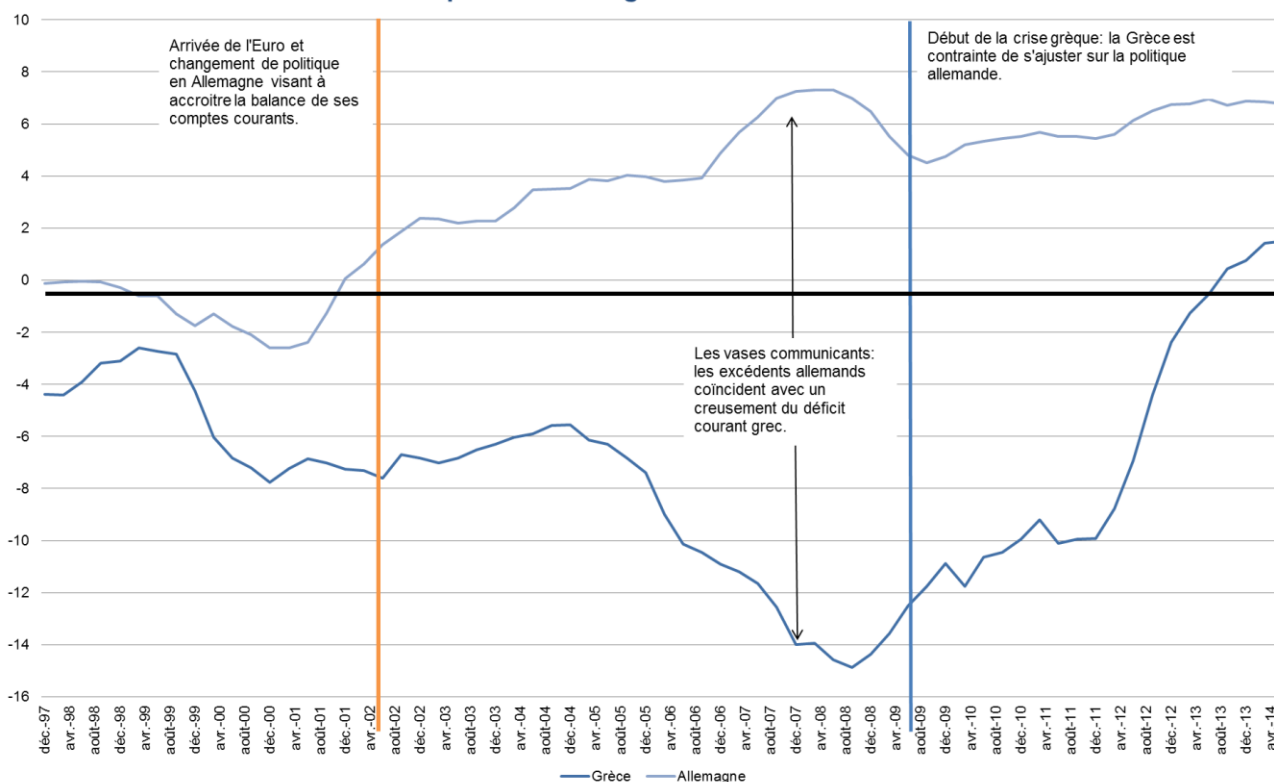
Le système TARGET 2 permet d'analyser les flux commerciaux entre pays de la zone Euro. L'Allemagne est le pays qui exporte le plus dans la zone.

Avant l'Euro, ces déséquilibres se corrigeaient sur le marché des changes. Les devises des pays ayant une balance des comptes courants déficitaire baissaient alors que celles des pays dans le vert progressaient. Cela nivelait la compétitivité de chaque pays européen sur le marché de l'export.

Avec la création de la monnaie unique, pour corriger les écarts de compétitivité sur un marché mondialisé, la seule variable d'ajustement possible est interne. En termes clairs, pour que la Grèce se désendette, il faut que sa balance des comptes courants soit positive et pour ce faire il faut que les biens et services grecs soient compétitifs avec les biens et services allemands à l'export. Les salaires et les taxes sur les entreprises doivent servir de variable d'ajustement. Un choix politique qu'il est très difficile d'accepter.

Des années de déficit de la balance des comptes courants ont entraîné mécaniquement une accumulation de dette en Grèce qui se retrouve désormais enfermée dans un phénomène de trappe à dette caractérisé par un taux de financement de l'économie supérieur à la croissance du pays.

Balance des comptes courants grecs et allemands en % de leur PIB



Source: Bloomberg, Edmond de Rothschild Monaco

Si la Grèce se finance à 5% pour une croissance de son PIB de 1%, le pays est condamné à augmenter son stock de dette de 4%. En abaissant son niveau de financement (ce que cherche à négocier la Grèce auprès des instances européennes), sa balance des comptes courants s'améliorera et son désendettement deviendra possible.

Les pays du Sud de l'Europe ont consenti d'énormes efforts pour redresser leur balance des comptes courants (baisse des salaires, des retraites, des acquis sociaux) et redevenir compétitifs à l'export.



Cependant, il reste que les excédents allemands demeurent toujours aussi importants (7.8% du PIB) et doivent être exportés dans le reste du monde. Ainsi, la résolution au problème d'endettement important des pays du sud de l'Europe passe obligatoirement par une réduction des excédents commerciaux allemands. Dans une zone monétaire unique, des écarts de compétitivité trop importants ne peuvent amener qu'à des déséquilibres de financement importants. Le problème grec n'est pas un problème isolé, c'est le fonctionnement même de la zone Euro qui est en jeu.

Impact de la Grèce

À l'heure où nous rédigeons cette lettre, il est difficile d'envisager quel sera le futur de la Grèce. Le « non » grec au referendum jette un pavé dans la mare dont personne ne peut encore mesurer les conséquences. Le « non » grec est avant tout un refus de la part du peuple de se soumettre à davantage de sacrifices. Pourtant, nous doutons que l'Union Européenne, la banque centrale européenne (BCE) et le fonds monétaire international (FMI) acceptent de refinancer la Grèce sur le long terme sans contreparties. En cas de défaut de paiement, la banque centrale européenne se retrouverait contrainte de suspendre son programme ELA (Emergency Liquidity Assistance) d'assistance aux banques helléniques en termes de liquidités. Sans ce programme, le système bancaire grec se retrouve en situation de faillite. À court de liquidités, la nation ne peut plus fonctionner et serait contrainte de mettre en place une monnaie parallèle temporaire en attendant de réintroduire la drachme.

Même si la Grèce ne représente qu'une très faible part du PIB européen et que sa dette est supportée quasi-exclusivement par des instances publiques, le risque d'une contagion sur le reste du système bancaire européen existe et nous devons en tenir compte dans le cadre de la gestion des portefeuilles.

Stratégie d'investissement

L'analyse des structures de balance des comptes courants des pays est au cœur de notre stratégie d'investissement. Elle a une influence très importante sur le prix des actifs financiers qui composent les portefeuilles.

Nous l'avons vu, une balance des comptes courants positive signifie que globalement un pays (gouvernement, entreprises et ménages mélangés) se désendette et a un excès d'épargne qui est recyclé à l'étranger. Pour un investisseur, un pays ayant une balance des comptes courant positive ou en amélioration signifie que l'offre d'actif disponible à l'investissement dans ce pays se réduit (moins d'émissions d'obligations ou d'actions). La loi de l'offre et de la demande étant immuable, si un actif se raréfie, son prix a tendance à monter. Par conséquent, investir dans des pays ayant des balances de comptes courants positives, c'est choisir des actifs dont les valorisations ont tendance à s'apprécier.

À moyen terme, nous restons confiants sur les marchés des actions. Cette opinion est confortée par un environnement de croissance économique solide caractérisé par une accélération de la consommation des ménages dans les pays développés et des banques centrales toujours aussi enclines à maintenir un environnement de taux très bas. De plus, ces deux éléments contribuent à créer un contexte propice aux mouvements de fusion-acquisitions.



Cependant à plus court terme, il nous faut prendre en compte le risque réel d'un Grexit et l'effet contagion possible sur le reste des marchés.

Ainsi, si les actions européennes ont notre préférence avec une attirance particulière pour les pays extériorisant une balance des comptes courants positive et/ou en amélioration (l'Allemagne notamment), nous préférons nous mettre à l'écart des marchés d'Europe du Sud dans l'attente d'un éclaircissement de la situation en Grèce.

À l'opposé, la tendance à l'amélioration de la balance des comptes courants américaine semble s'essouffler et motive une opinion plus réservée sur ce marché.

Pour les mêmes raisons, nous privilégions l'Asie à l'Amérique latine pour notre exposition aux marchés émergents.

Le regain de croissance européenne est salutaire pour les profits des entreprises et par voie de conséquence positif pour le prix des obligations d'entreprises à haut rendement. Durant un trimestre difficile, ces dernières ont été une réelle source de performance pour les portefeuilles.

Enfin, dans cet environnement particulier, la trésorerie court terme et le dollar américain nous apparaissent comme les seuls actifs réellement efficaces pour modérer les baisses induites par la montée du risque grec.

« Mais non, je n'ai pas besoin d'argent. Seuls, les gens qui paient leurs dettes ont de ces besoins-là, oncle George, et moi, je ne paie jamais les miennes. »

Oscar Wilde – Le Portrait de Dorian Gray

Sébastien Cavernes
Chief Investment Officer



DISCLAIMER

Document non contractuel et non constitutif d'une recommandation d'acquérir ou de céder des instruments financiers ou d'autres produits financiers. Avertissement : les données chiffrées, commentaires, analyses et les travaux de recherche figurant dans cette présentation sont une explication objective et indépendante du contenu des recommandations et reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild (Monaco) sur les marchés, leur évolution, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer une quelconque offre ou proposition d'investissement ni un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild (Monaco). Lorsque les informations sont fournies par des tiers, tels que des prestataires spécialisés dans la fourniture de services financiers ou des marchés réglementés, Edmond de Rothschild (Monaco) n'assumera aucune responsabilité quant à leur qualité et leur exactitude. Ces informations ne sont données qu'à titre purement indicatif par Edmond de Rothschild (Monaco) et ne sauraient être interprétées comme une confirmation par Edmond de Rothschild (Monaco) ou comme reflétant une valeur financière exacte. Le lecteur est tenu de vérifier personnellement auprès des sources citées les informations fournies par Edmond de Rothschild (Monaco). En aucun cas, la responsabilité de Edmond de Rothschild (Monaco), ou d'une autre entité du Groupe Edmond de Rothschild, ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires, analyses et données chiffrées qui sont données à titre informatif. Il appartient et il est particulièrement recommandé à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser son risque et forger sa propre opinion indépendamment de Edmond de Rothschild (Monaco), en s'entourant de l'avis de tous les conseils spécialisés dans ces questions afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps. Elles peuvent par ailleurs être affectées par une fluctuation des taux de change. Il est expressément stipulé que ce document ne s'adresse pas aux personnes soumises à une législation leur interdisant l'accès à de telles informations du fait de leur nationalité ou de leur domicile. Les informations figurant dans cette présentation ne peuvent être ni reproduites ni utilisées, en tout ou en partie.

EDMOND DE ROTHSCHILD GESTION (MONACO)

Les Terrasses – 2 avenue de Monte-Carlo

BP 317 – 98 006 Monaco Cedex

MONACO

T. +377 97 98 29 13 – F. +377 97 98 22 18

www.edmond-de-rothschild.mc