



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

BANQUE PRIVEE

---

# LETTRE D'INVESTISSEMENT

JUILLET 2018





Monaco, le 2 juillet 2018

## Jean de Florette

Au début du XXème siècle dans les hauts de Provence, lorsque le bossu Jean de Florette arrive de la ville pour prendre possession de la ferme dont il a hérité, il ne se doute pas que ses voisins, les « Soubeyrand » ont secrètement bouché la source d'eau qui lui aurait permis de cultiver sa terre. Privant Jean de ressources, les Soubeyrand espèrent le contraindre à la vente de sa ferme. Ils pourront alors lui racheter à vil prix.

Mais Jean continuera désespérément à rechercher cette fameuse source qu'il sait présente quelque part sur sa terre jusqu'à y laisser sa santé puis sa vie. A sa mort, les Soubeyrand finiront par récupérer le terrain et déboucheront la source sous les yeux de la fille du bossu, Manon des Sources, qui découvre alors la fourberie criminelle des Soubeyrand. La vie finira par offrir à Manon une vengeance inattendue pour la mort de son père.

L'œuvre de Marcel Pagnol adaptée au cinéma en 1986 par le réalisateur Claude Berry apporte une résonance toute contemporaine à l'importance de l'accès aux ressources vitales dans toute démarche d'entreprise. Dans les hauts de Provence, la ressource nécessaire est l'eau. En économie, la ressource première se nomme liquidité en dollar dans le monde. Le dollar américain est la source avec laquelle les entreprises du monde entier peuvent commercer entre elles.

En particulier, les matières premières (pétrole, blé, soja, fer...) se négocient en dollar. Aucun pays n'est pleinement autonome dans ses besoins en matières premières. Tous doivent donc disposer de réserves de change en dollar permettant de faciliter les échanges internationaux des entreprises locales via leurs banques.

Au même titre que sans la source, la terre de Jean de Florette est incultivable, la valeur de son terrain dérisoire et sa vie un enfer, la vie économique se complique lorsque le dollar s'amenuise.

La banque centrale américaine est le seul organisme au monde habilité à créer des dollars. Lorsque vous n'êtes pas les Etats-Unis, vous n'avez que deux solutions pour constituer des réserves de changes:

- 1- Vendre des biens et services à l'étranger et se faire payer en dollars
- 2- Lever de la dette en dollars auprès d'investisseurs disposant d'un excès d'épargne dans cette devise et disposés à vous le prêter



---

Cependant, pour appliquer la solution numéro deux, il faudra qu'au préalable vous ayez mis en place la solution numéro 1, ne serait-ce que pour faire face au remboursement des intérêts de la dette et du capital et surtout pour que des créanciers soient rassurés par votre solvabilité et acceptent de vous prêter.

Faire sortir des dollars du territoire américain est donc un enjeu majeur pour tous les pays du monde. Plus les dollars sortent et circulent dans le reste du monde et plus le commerce mondial est dynamisé et fluidifié.

Or, pour faire sortir des dollars des Etats-Unis, il faut tout simplement réussir à exporter vers les Etats-Unis et être payé en dollars.

La crise de la Tequila au Mexique en 94 ou bien la crise asiatique de 97 sont autant de mauvais souvenirs ayant poussé de nombreux pays du monde à adopter une politique mercantiliste visant à assurer des entrées régulières de dollars sur le territoire national. Pour ce faire, le pays doit gagner en compétitivité.

**Cela se traduit généralement par la mise en place d'une politique ayant les caractéristiques suivantes :**

- la progression des revenus salariaux est maintenue à un niveau inférieur à celui de la productivité,
- une flexibilité du marché du travail rendant les entreprises plus souples et forçant les salariés à une épargne de précaution pour palier l'incertitude de l'avenir liée à cette flexibilité.
- une législation favorable à l'investissement (juridiction favorable aux entreprises, faible taux d'imposition sur les sociétés et souplesse administrative à l'embauche comme au licenciement).

**L'application d'une telle politique a pour effet de :**

- favoriser l'épargne au détriment de la consommation,
- favoriser l'investissement des entreprises
- réduire le chômage structurel
- augmenter les exportations tout en réduisant les importations,
- faire baisser l'inflation, les taux d'intérêts et la dépendance aux financements extérieurs

La Chine (jusqu'à une époque récente), l'Allemagne, les pays d'Europe du Nord n'appartenant pas à la zone euro, le Japon et les pays d'Asie du Sud-Est font partie de ces pays ayant opté pour cette politique.

Ils ont au cours de ces dernières années extériorisé d'importants excédents sur le reste du monde et ainsi accumulé des réserves de change considérables les rendant beaucoup plus résistants à toute contraction de la liquidité en dollar.

Sur le papier, ces politiques ont toujours remporté un certain succès en termes économiques, en particulier pour réduire le chômage. Le revers de la médaille est que la population ne voit pas son pouvoir d'achat progresser au même rythme que la croissance du pays. Ceci finit par créer des écarts de richesse au sein même de la population d'une nation. Si ces écarts persistent, un renversement politique majeur finit tôt ou tard par survenir.

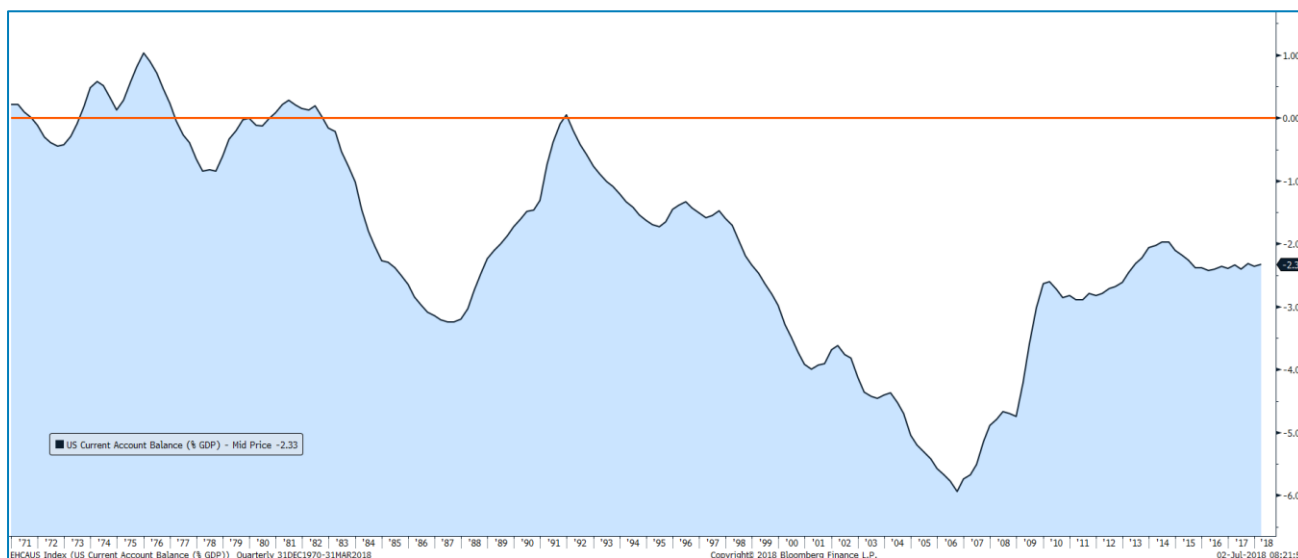


## L'implacable vérité comptable

L'une des règles de comptabilité nationale, que personne ne peut rompre, est que la somme des soldes courants de tous les pays du monde est égale à 0.

En d'autres termes, si un pays possède un excédent courant, c'est qu'un autre affiche un déficit courant de même amplitude.

Les Etats-Unis, en possédant « l'exorbitant privilège<sup>1</sup> » de posséder la devise de réserve internationale, ont servi de valeur d'ajustement à la mise en place de ces politiques en acceptant un déficit courant persistant depuis de nombreuses années. Ce faisant, ils ont rendu le dollar incontournable et le monde dépendant de leur devise.



*Evolution de la balance des comptes courants des Etats Unis exprimée en pourcentage de son PIB : un déficit quasi permanent. Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild (Monaco).*

## Que se passe-t-il lorsque la liquidité en dollar se retire ?

C'est la situation à laquelle nous faisons face aujourd'hui. En effet, la liquidité en dollar est devenue plus onéreuse pour les emprunteurs du fait de la remontée des taux d'intérêt américains mais elle est en train de devenir plus rare en raison :

- 1- d'une volonté des États Unis d'engager une guerre commerciale contre les pays ayant les excédents courants les plus forts vis à vis d'eux, avec notamment la mise en place des droits de douanes
- 2- de la hausse du prix des matières premières.

<sup>1</sup> Expression attribuée à Valérie Giscard d'Estaing en 1960 alors ministre des finances français.



---

Globalement le résultat de ces deux phénomènes pour le reste du monde est qu'il faut davantage de dollars pour avoir les mêmes biens et services.

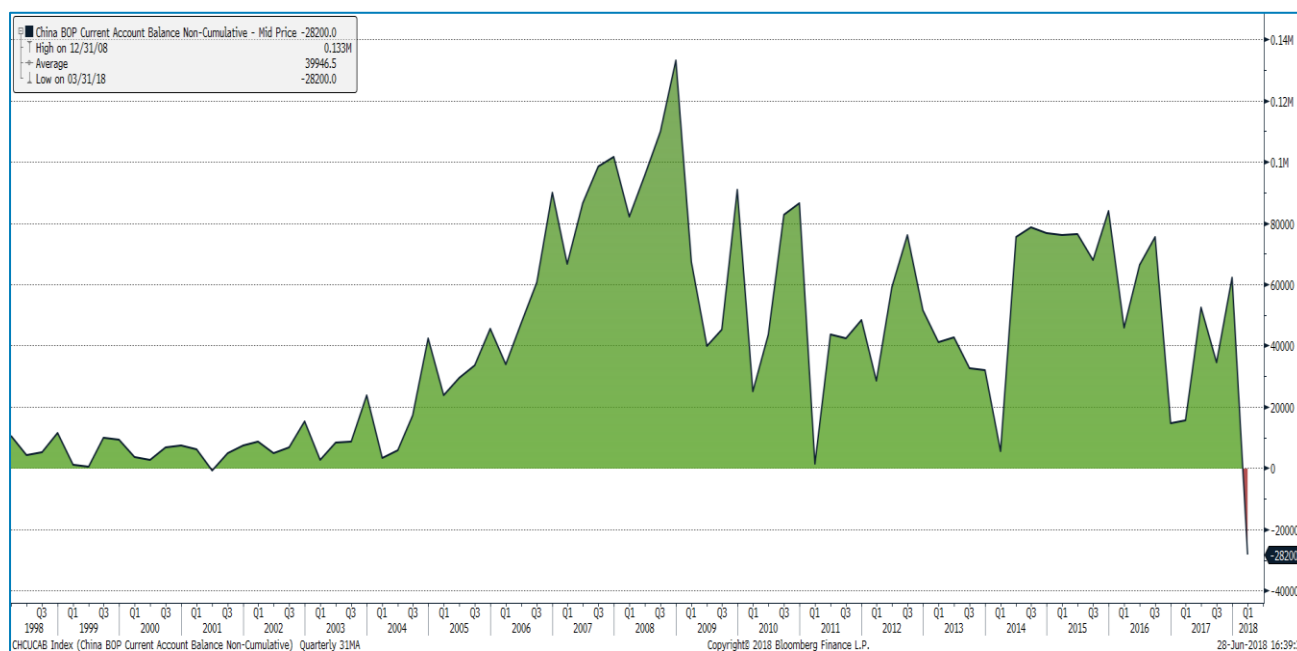
### **Déclin de la mondialisation et changement d'ordre mondial**

Les politiques mercantilistes décrites plus haut ont tendance sur le long terme à créer des inégalités de revenus au sein d'une population. L'injustice, sentiment de rancœur, irritation des partenaires commerciaux étrangers sont les sentiments qui se diffusent lentement au sein des populations et conduisent parfois à un renversement de l'ordre établi.

Après le Brexit, l'élection de Donald Trump, l'Italie élit un gouvernement anti-européen. L'ordre mondial est en train de changer et apporte avec lui son lot d'incertitudes et de mouvements naturels de repli sur soi.

La rancœur des États Unis envers les pays partenaires ayant des excédents commerciaux structurels sur le pays depuis des années est palpable. Sur cette base, la Chine, l'Allemagne, le Canada, le Japon font figure d'ennemis désignés en cas de guerre commerciale.

Personne ne gagne une guerre commerciale mais à la fin une nouvelle super-puissance finit par émerger et s'imposer parce que sa monnaie finit par financer le monde. Au XVIII<sup>ème</sup> siècle, ce fut la France, au XIX<sup>ème</sup> ce fut l'Angleterre. Après les guerres mondiales, le plan Marshall consacra les États Unis et son dollar comme la puissance dominante. Pour cela, la puissance en question doit accepter de vivre avec un déficit courant structurel. Les États-Unis n'en veulent plus pour le moment. Est-ce une position durable ? Quel pays dominera le XXI<sup>ème</sup> siècle ? La question reste entière mais il est intéressant de constater que pour la première fois depuis 20 ans, la Chine vient d'enregistrer le premier déficit de sa balance des comptes courants. Il est également à noter que le pays a par ailleurs signé un accord avec la Russie lui permettant d'acheter du pétrole en Yuan et que la zone asiatique se finance de plus en plus en yuan au détriment du dollar.



Evolution des comptes courants chinois : premier déficit depuis 2001. Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild (Monaco).

Si les Etats-Unis refusent de vivre avec des déficits courants systématiques alors l'hégémonie du dollar ne perdurera pas et devrait permettre l'émergence d'une nouvelle monnaie de réserve internationale. A ce titre, le yuan malgré une baisse de 2% depuis le début de l'année contre le dollar, fait figure de candidat idéal. Cette transition prend du temps, et au niveau financier, cela se traduira par une plus grande volatilité du prix des actifs.

Dans tous les cas, l'émergence d'une nouvelle monnaie ayant le profil pour acquérir à terme le statut de monnaie de réserve internationale est une excellente nouvelle pour les pays émergents.

## Stratégie d'investissement

Malgré une croissance économique plutôt robuste un peu partout dans le monde, les marchés financiers font face aux craintes de réduction de la liquidité mondiale en dollar. Hausse des taux de la FED, hausse des matières premières, guerre commerciale larvée et risques politiques ont caractérisé l'environnement financier sur le premier semestre de l'année.

Cela se traduit par des performances négatives des marchés actions et d'obligations partout dans le monde à l'exception des actifs américains qui bénéficient de l'effet positif du rapatriement des capitaux vers la zone dollar.

« C'est lorsque la mer se retire que l'on voit qui se baigne nu ». Cette citation de Warren Buffet illustre assez bien la situation actuelle dans laquelle, les investisseurs liquident leurs positions jugées les plus à risque pour rapatrier les fonds vers les Etats-Unis. Baisse drastique des actifs émergents, baisse des obligations italiennes et ruée vers les actifs refuges que sont le yen, les obligations d'Etat allemandes et américaines ainsi que les valeurs technologiques d'outre Atlantique.



---

Dans un mouvement de « sauve qui peut » auquel nous avons assisté en mai et juin, ce sont dans un premier temps les actifs les plus liquides qui sont soldés. Ainsi, dans les pays émergents, les marchés brésiliens et mexicains, malgré la situation saine de leurs soldes courants, ont subi des ajustements violents au moment où l'Argentine (qui demandait de l'aide au fonds monétaire international) et la Turquie inquiétaient le plus la communauté financière.

Après la baisse des prix enregistrée sur les marchés obligataires (hausse des taux et hausse des spreads de crédit), les valorisations sont revenues sur les niveaux d'équilibre de long terme. Dans tous les cas, nous maintenons notre opinion d'un positionnement sur des maturités courtes préférant le risque de crédit au risque de duration c'est-à-dire les obligations d'entreprises court terme aux emprunts d'Etat à long terme.

Sur les marchés actions, seules les valeurs américaines affichent des performances positives sur cette première partie de l'année. En allant dans le détail, une dizaine de valeurs technologiques et de consommation discrétionnaire ayant un poids très important dans les indices explique cette performance positive (Apple, Amazon, Microsoft, Facebook, Alphabet et Netflix en particulier), le reste des valeurs de la côte affichent des performances plutôt négatives.

La continuité de la surperformance de ces valeurs dépendra elle aussi des négociations entre les Etats-Unis et la Chine sur les droits de douane, les droits de propriété intellectuelle et les transferts de technologie.

Taux d'intérêt, pétrole et dollar seront les facteurs déterminants de la direction que prendront les prix des actifs au second semestre. Si la hausse combinée de ces trois éléments se poursuit, la liquidité en dollar deviendra plus onéreuse et plus rare encore ce qui devrait mettre sous pression les actifs émergents ainsi que les actions et obligations des entreprises internationales réalisant une grande partie de leur chiffre d'affaires dans cette zone. A l'opposé, toute détente des tensions sur la liquidité en dollar sera positive pour l'ensemble des prix des actifs.

Vous l'aurez compris, la visibilité s'est considérablement réduite sur le premier semestre. La volatilité devrait donc perdurer et les décisions politiques nationales auront un impact réel sur les marchés financiers.

La prudence s'impose. Si nous préférons toujours les marchés d'actions aux marchés obligataires, la deuxième partie de l'année nécessitera d'être réactif et prudent avec le maintien d'une duration courte dans les positions obligataires et un biais géographique orienté vers les Etats-Unis (la source de la liquidité en dollar).

A plus long terme, dans ce mouvement de « démondialisation », les Etats-Unis prennent le risque de laisser émerger le Yuan comme devise de réserve internationale. De quoi favoriser l'Asie au sein des allocations d'actifs dans les années à venir.

*« Avec une seconde citerne, ce sera beaucoup mieux. » Jean de Florette*

**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 (MONACO)**  
Les Terrasses – 2 avenue de Monte-Carlo  
BP 317 – 98 006 Monaco Cedex  
MONACO  
T. +377 97 10 47 47  
[www.edmond-de-rothschild.mc](http://www.edmond-de-rothschild.mc)