



Mosaïque Insights

NUMÉRO 08 | PRINTEMPS 2022

03 STRATÉGIE ET CIO

Les perspectives à long terme viennent-elles de changer ?

05 GESTION DE PORTEFEUILLE

Bilan au terme d'un trimestre agité pour les portefeuilles

06 INSIGHTS

Quelle est l'efficacité des sanctions en temps de guerre ?

08 ADVISORY

L'habitude de toute une vie: comprendre la finance comportementale

11 ANALYSE SECTORIELLE

Entretien avec Redburn : casse-tête énergétique en Europe

13 EQUITY RESEARCH

On reprend la route : visite éclair à New York et Boston

15 MARCHÉS PRIVÉS

Home sweet home : investir dans l'immobilier



“La guerre ne dit pas qui est dans son droit, mais seulement qui passe l’arme à gauche. ”



Laurent Gagnebin
CEO, Rothschild & Co Bank AG

C'est le printemps. Nombre d'entre nous émergent d'un deuxième hiver de restrictions sanitaires et nous apprenons à vivre avec le virus. Mais le renouveau printanier apporte aussi son lot d'incertitudes liées aux événements géopolitiques qui se sont déroulés au premier trimestre.

Ces événements nous rappellent ces paroles pleines de sagesse attribuées au philosophe Bertrand Russel : « La guerre ne dit pas qui est dans son droit, mais seulement qui passe l'arme à gauche. » Nos pensées vont à toutes les personnes qui subissent les conséquences de la guerre en Ukraine.

Les événements des trois derniers mois nous rappellent l'importance de maintenir une stratégie de préservation du patrimoine sur le long terme qui offre des perspectives, cherche à comprendre le présent et s'adapte en prévision du futur. Comme l'expliquent les articles qui suivent, notre équipe d'investissement et nos stratèges ont réagi rapidement, filtrant le bruit du marché et positionnant nos portefeuilles pour l'avenir.



Dr. Carlos Mejia
CIO, Rothschild & Co Bank AG

Durant cette saison de changements, nous vous livrons nos derniers Insights, points de vue et analyses sur l'inflation, la hausse des taux d'intérêt, l'engorgement des chaînes d'approvisionnement et les ramifications des sanctions dans un monde devenu moins globalisé.

Riches d'une longue expérience transmise sur sept générations en matière de préservation du patrimoine, les connaissances collectives que nous avons acquises au fil des siècles sont le bien le plus précieux que nous puissions partager avec nos clients. Nous nous réjouissons de continuer à les servir, en sachant pertinemment que ce qui est arrivé par le passé se reproduira un jour.

We look forward to seeing you soon,
bis bald, à la prochaine.



Valeurs: toutes les données
datent de Mars 2022



Les perspectives à long terme viennent-elles de changer ?



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist

Kevin Gardiner

Un ancien collègue a utilisé cette mise en garde : « Ce sont mes opinions à l'heure actuelle, et elles sont susceptibles de changer sans préavis ».

Le fait de déclarer par avance que ses opinions sont susceptibles de changer soudainement peut passer pour un aveu de défaite, surtout pour qui prétend adopter une vision à long terme. Mais j'en suis venu à apprécier cette franchise.

Parfois, le climat de l'investissement change brutalement, au même titre que la météo. Ce fut le cas en 2008, lorsque l'effondrement de Lehman nous a plongés dans des mois et des mois de lutte contre l'incendie financier. Ce fut aussi le cas, et de manière encore plus marquée, au début des années 1970, quand la flambée des cours réels du pétrole ont détruit les perspectives économiques pour une décennie, ainsi qu'un grand nombre de modèles commerciaux viables sur le long terme, même si l'on ne s'en est rendu compte que par la suite. Il a ensuite fallu des années pour qu'un climat plus clémente se réinstalle.

La plupart du temps, l'incrémentalisme cadre bien avec la réalité. Sous les manchettes quelque peu chaotiques des cinquante dernières années, on pouvait lire un récit simple et gradualiste selon lequel la technologie et l'apprentissage ont permis d'élever les niveaux de vie, dans un monde devenu plus sain et plus sûr (et plus proche).

Mais les actes de la Russie et leurs justifications ont interrompu – et pourraient même inverser – ce récit. Il est devenu plus difficile de « regarder de l'autre côté de la vallée ».

Les avis sont encore partagés.

Il n'est pas possible d'identifier toutes les issues possibles. Les diplomates et les militaristes sont divisés. Et que savons-nous, au juste, de la situation sur le terrain ? Nous avons la chance d'avoir une presse libre, même si celle-ci n'est pas forcément objective : globalement, nous partageons les mêmes émotions et nous nourrissons les mêmes espoirs, mais la pensée de groupe nous guette.

Alors que nous prenons la mesure de notre chance et que nous essayons d'évaluer l'impact limité de ces terribles événements sur l'investissement (le simple fait d'essayer semble déplacé), le plus simple n'est pas de dresser une liste de scénarios pondérés en fonction de leur probabilité de survenance, mais de s'imaginer la situation comme un pendule suspendu entre deux issues opposées, avec d'un côté la guerre, et de l'autre, la paix.

L'issue la plus funeste, hélas, semble se matérialiser au moment où nous écrivons ces lignes. Le conflit et les perturbations économiques pourraient s'étendre ; la Chine pourrait devenir non investissable au même titre que la Russie (actuellement, l'indice MSCI China est à son plus bas, par rapport au reste du monde, depuis que la Chine a rejoint l'OMC). Si cela arrivait, la performance des investissements serait bien sûr reléguée au dernier rang de nos soucis.

La paix doit malgré tout rester une issue possible – peut-être même une paix plus stable encore que la situation d'avant le 24 février. La Chine, déçue (mal informée ?) par son allié, pourrait pousser le pendule dans cette direction. Un vétéran de la politique ayant la confiance de la Russie pourrait en faire de même ; ou bien l'UE, qui pourrait décider (ou se rendre compte) que se passer du pétrole russe est synonyme de coûts insupportables. Mais croire à une telle issue relève plus du vœu pieux que de l'analyse rationnelle en l'état des choses.

Pour le moment, nous partons du principe que le pendule restera suspendu quelque part à mi-course : que le conflit se poursuivra, mais qu'il restera contenu en termes d'échelle et de zone géographique.

Les conséquences macroéconomiques immédiates sont claires : (encore) plus d'inflation, et moins de croissance. L'inflation résulte des nouvelles pressions sur l'énergie et d'autres matières premières, des perturbations de l'offre et des sanctions. La menace pour la croissance découle de ces hausses de coûts, des perturbations, et de l'impact probable, sur la confiance des ménages et des entreprises, de la première menace pour la paix mondiale que nous ayons connu de toute notre carrière.

Il y a donc lieu de s'interroger sur la stagflation, une situation dans laquelle une stagnation de la production s'accompagne d'une inflation des prix. Ce mot a été utilisé pour la première fois pour décrire les conditions macroéconomiques difficiles des années 1970 (et du début des années 1980) auxquelles nous faisons allusion précédemment.

Cette conjonction de conditions est peut-être plus difficile pour les portefeuilles traditionnels. Une croissance atone est mauvaise pour les entreprises et les actions, tandis qu'une inflation élevée nuit aux obligations et aux autres actifs nominaux – où trouver refuge dans ces conditions ?

Comme nous l'évoquions précédemment, les avis restent partagés sur la question de savoir si nous sommes entrés en stagflation, même si un changement de paradigme peut se produire du jour au lendemain. Tant que le pendule ne se balancera pas plus nettement dans l'une ou l'autre direction, nous ne pouvons pas évaluer les perspectives de croissance ou le futur niveau de l'inflation. La première période de stagflation a duré pendant des années. Avec le recul, la stagflation couvrait depuis années, mais c'est l'intervention de l'OPEP qui a précipité les choses en ce sens. Pour le moment, nous restons positionnés en vue d'une hausse des taux d'intérêt et d'une croissance positive, quoique plus modérée.

Note du CIO

Pour faire suite à l'analyse de notre Global Investment Strategist, le premier trimestre 2022 n'était pas pour les âmes sensibles. C'est précisément dans ce genre de moments, comme au début de la pandémie, qu'il ne faut pas perdre de vue notre stratégie de préservation du patrimoine sur le long terme. Nous avons dû procéder à des changements tactiques dans la répartition des actifs et renforcer notre processus de sélection des titres. Sur ce dernier point, nos analystes actions travaillent désormais en partenariat avec Redburn, une société d'Equity Research de premier plan.

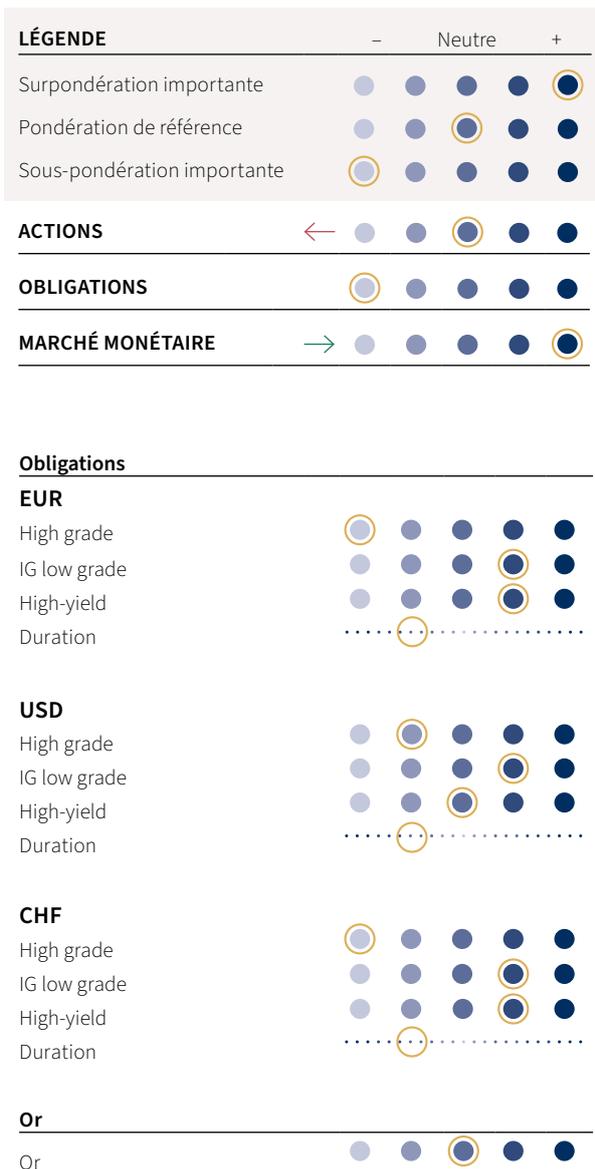
Ce trimestre, la montée des tensions puis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, sur fond d'inflation persistante et dans la perspective d'une hausse des taux d'intérêt, nous ont forcés à réagir rapidement et de manière résolue. Comme le montrent nos Mosaïque Views ci-dessous, nous avons réduit notre exposition aux actions, accru celle aux liquidités et renforcé notre positionnement défensif dans toutes les régions et les secteurs actions. Chaque composante incrémentale que nous ajustons doit, au bout du compte, s'inscrire parfaitement dans la stratégie globale – c'est là l'essence même de la stratégie Mosaïque. Pour la suite, nous restons à l'affût de périodes potentiellement plus agitées et nous modifierons notre répartition des actifs aussi souvent que nécessaire.



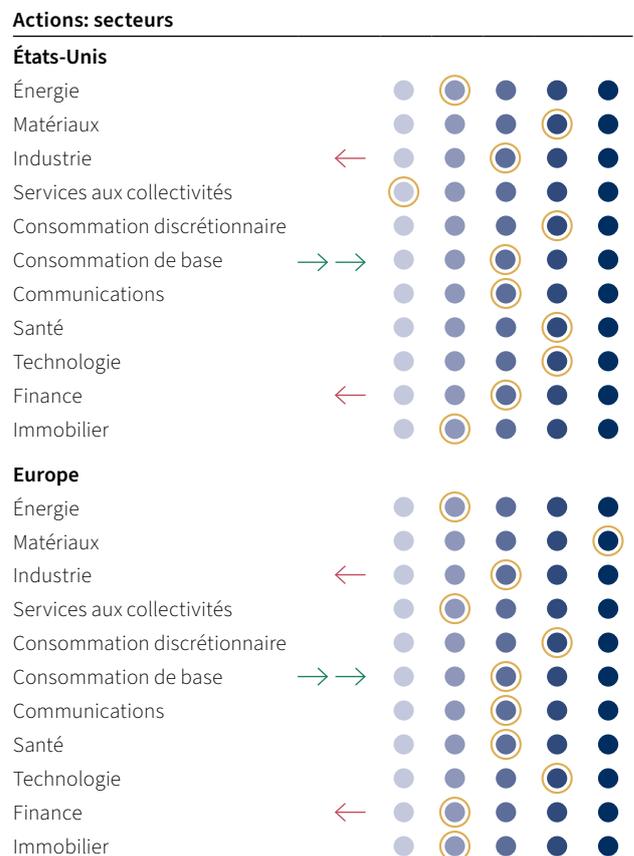
Dr. Carlos Mejia
CIO, Rothschild & Co Bank AG

Nos Mosaïque Views

Par classe d'actifs, par région et par secteur



↔ Changements apportés à notre répartition tactique des actifs au T1 2022





Notes du Manager



Clément Boisson
Portfolio Manager

Après une excellente année 2021 pour les marchés actions, 2022 était annoncée comme l'année pendant laquelle l'économie mondiale se remettrait totalement des conséquences de la pandémie. Mais les annonces sont rarement conformes à la réalité. Comme chacun sait, les investisseurs ont dû se démener au premier trimestre, une période difficile au cours laquelle les événements géopolitiques ont éclipsé la dynamique économique et aggravé les tensions existantes sur les chaînes d'approvisionnement, de même que les pressions inflationnistes causées par la pandémie.

Alors que la plupart des pays levaient leurs restrictions sanitaires, l'inflation, qui était déjà sur toutes les lèvres, a atteint des niveaux record depuis plusieurs décennies aux États-Unis et en Europe. Comme l'évoquait notre Global Investment Strategist, les banques centrales n'ont pas mis longtemps à réagir, durcissant leur politique monétaire et revoyant à la baisse leurs programmes d'achat d'actifs afin de juguler l'inflation. En ce qui concerne les marchés, les obligations et les actions ont souffert, même si, ces dernières semaines, ce sont principalement les titres à revenu fixe qui ont accusé des baisses de prix, les rendements des obligations souveraines atteignant des records pluriannuels. S'agissant des actions, les titres de valeur ont surperformé les titres de croissance d'environ 11 % – un fossé historique.*

Quant aux événements, l'invasion de l'Ukraine par la Russie fut l'événement qui a

eu la plus grande incidence sur les marchés au T1 2022.

Sans surprise, la volatilité s'est accentuée et les marchés actions ont dévié, les investisseurs considérant que les perturbations des chaînes d'approvisionnement liées aux sanctions et la hausse des prix de l'énergie allaient probablement avoir un impact sur le revenu des ménages et des entreprises dans les mois à venir.

Il n'est donc pas surprenant que les marchés aient eu du mal à se faire à cet environnement et que les gérants de portefeuille aient connu un trimestre difficile – d'autant plus que nous nous positionnons dans une optique de long terme sans chercher à exploiter la volatilité à court terme des marchés. Cela dit, nous avons pris certaines décisions tactiques à la lumière des événements du T1 2022.

Considérant que la guerre en Ukraine ne se terminerait probablement pas en l'espace de quelques jours ou de quelques semaines, nous avons décidé de revoir notre stratégie et de réduire systématiquement le risque de notre positionnement tactique. Comme l'a évoqué notre CIO, nous sommes passés d'une surpondération des actions à un positionnement neutre et à une double surpondération des liquidités. De la même manière, nous avons baissé d'un cran notre positionnement en Europe (hors Royaume-Uni) et augmenté d'un cran notre positionnement en Suisse – un mouvement régional défensif.

Au terme d'une analyse systématique de l'exposition potentielle de nos actions aux marchés russe et ukrainien, nous nous sommes réjouis du fait que les portefeuilles Mosaïque présentaient des expositions directes minimales voire nulles. Les positions en actions dont les parts des revenus provenant de cette région sont les plus importantes sont listées dans le tableau ci-dessous. Dans la mesure où la plupart de ces sociétés vont cesser leurs activités en

Russie, ces valeurs devraient diminuer.

Part des revenus exposée à la Russie (en %)

| | |
|------------------|------|
| American Express | 2-4% |
| Epiroc | 6-7% |
| Estée Lauder | 3-4% |
| LVMH | 2-4% |
| Mastercard | 4-6% |
| TotalEnergies | 3-5% |
| Visa | 4-6% |

au 09.03.2022

S'agissant des obligations, nous avons décidé de ne pas modifier notre positionnement stratégique et de maintenir une sous-pondération importante. Les taux d'intérêt ont beau avoir diminué au début de la guerre en Ukraine, il n'en reste pas moins que la tendance à long terme les fera augmenter. Cette tendance s'est même accélérée à la fin du mois de mars, l'inflation et la politique monétaire repassant en tête des préoccupations des investisseurs. Dans ce contexte, nous voulons conserver une durée courte et procéder à des ajustements tactiques lorsqu'il nous apparaît que les marchés surréagissent.

Pour conclure, les portefeuilles équilibrés ont concédé entre 5,3 et 5,9 % depuis le 1er janvier, en fonction de la monnaie considérée, soit des résultats conformes à la concurrence selon les indices ARC Private Client. Nous pensons que la période qui s'ouvre sera difficile. La protection contre l'inflation sera en tête de nos préoccupations. Nous sommes convaincus que notre stratégie axée sur les actifs réels est la bonne dans cet environnement, et qu'un processus de sélection des titres minutieux sera essentiel pour garantir la préservation du patrimoine sur le long terme.

*Titres de valeurs: titres dont la valorisation semble bon marché; Titres de croissance: titres dont la valorisation devrait croître à un rythme significativement supérieur à la croissance moyenne du marché

Figure 1 : Performance absolue des portefeuilles Mosaïque



Figure 2 : Performance des portefeuilles Mosaïque vs indices ARC



Au moment de la publication, les données concernant le T1 n'étaient pas finalisées, raison pour laquelle la performance présentée s'arrête en décembre 2021.



En temps de guerre : Quelle est l'efficacité des sanctions ?



Lord Sedwill

Senior Advisor

Lord Sedwill est Senior Advisor chez Rothschild & Co. Au Royaume-Uni, il a exercé les fonctions de conseiller pour la sécurité nationale (National Security Advisor) de 2017 à 2020, de secrétaire du cabinet (Cabinet Secretary) et de chef de la fonction publique intérieure (Head of the Home Civil Service) auprès du gouvernement britannique de 2018 à 2020. Auparavant, il était ambassadeur du Royaume-Uni et haut représentant civil de l'OTAN en Afghanistan en 2010.

Interviewé par:

William Haggard

Head of Investment Insights

23 mars 2022

Dans cet entretien, nous discutons de l'efficacité des sanctions économiques dans le contexte du conflit en Ukraine et revenons sur les relations diplomatiques qui ont permis d'aboutir à des accords de paix dans l'histoire.

La guerre russo-ukrainienne a provoqué l'imposition de sanctions économiques visant la Russie. En quoi ces sanctions sont-elles différentes des sanctions imposées lors de précédents conflits ?

Dans le cadre du dernier conflit, un mélange de sanctions économiques générales et de sanctions ciblées visant le Kremlin et les oligarques liés au Kremlin ont été prises.

Le recours à un mélange de sanctions générales et de sanctions ciblées s'est développé dans les années 1990, lorsque l'ONU et l'Occident ont imposé à l'Irak des sanctions économiques sévères et de grande ampleur après que le pays eut envahi le Koweït. Ces sanctions, qui sont restées en vigueur pendant plus d'une décennie, ont eu des conséquences humaines profondes sur la population générale, dont un impact significatif sur le revenu national par habitant, sans réussir à isoler le régime baasiste au pouvoir en Irak. Avec le

recul, ces sanctions ont contribué à l'enracinement du régime, en lui donnant un meilleur contrôle sur l'économie locale grâce à des chaînes d'approvisionnement qui évitaient les sanctions.

Dans quelle mesure des sanctions peuvent-elles être efficaces et comment peut-on en mesurer l'efficacité ?

Les sanctions sont de nature économique, mais elles sont imposées à des fins politiques. Par conséquent, l'efficacité des sanctions ne doit pas être mesurée en des termes financiers, mais à l'aune des changements politiques qu'elles sont susceptibles de provoquer, le cas échéant. Cela peut se manifester sous la forme d'un changement de comportement de la part du régime et/ou du démantèlement ou de la création d'une certaine politique.

L'un des meilleurs exemples de l'efficacité des sanctions au siècle dernier sont celles imposées à l'Afrique du Sud durant l'apartheid. Conjuguées à des sanctions économiques, les sanctions culturelles qui ont entraîné l'interdiction de matchs sportifs avec l'Afrique du Sud ont contribué à changer l'état d'esprit d'une génération de Sud-Africains blancs qui ont ressenti les effets de leur isolement du monde extérieur. C'est l'un des liens de cause à effet les plus manifestes survenus au XXe siècle, montrant que l'imposition de sanctions peut aboutir à un changement de politique gouvernementale.

Récemment, le New York Times a publié un article d'opinion appelant les États-Unis à utiliser le « superpouvoir » des sanctions à bon escient. Quels risques l'Occident doit-il garder à l'esprit lorsqu'il déploie des sanctions ?

Les États-Unis étant la première économie mondiale, leur implication dans les sanctions est bien sûr essentielle pour les rendre efficaces. Cela dit, l'ère d'un monde unipolaire (rappelez-vous les années 1990) où les États-Unis étaient la seule superpuissance mondiale est révolue. Dans le monde multipolaire d'aujourd'hui, où des puissances rivales s'affrontent sur les plans économique et politique, il est encore plus important d'adopter les sanctions à l'unanimité. Aujourd'hui, l'économie états-unienne est fortement intégrée à celle de la Chine, ce qui limite la portée des sanctions que les États-Unis peuvent déployer de manière autonome. Par exemple, la moindre sanction que les États-Unis prendraient à l'égard de la Chine nuirait fortement aux deux pays. Il ne faut pas sous-estimer l'effet boomerang que les sanctions peuvent avoir sur les pays qui les imposent.

À l'inverse, lorsqu'il est possible de parvenir à un consensus, comme ce fut le cas pour les sanctions de l'ONU contre le programme nucléaire iranien, qui ont reçu un large soutien de la part des États-Unis et de la Chine, les sanctions sont bien plus efficaces. Pour en revenir à ce que je disais précédemment, les puissances doivent s'assurer que les sanctions qu'elles imposent soient suffisamment ciblées et s'appliquent aux personnes pertinentes. Dans le cas contraire, on court le risque de voir les régimes existants s'enraciner dans les marchés noirs parallèles qu'ils ont eux-mêmes mis en place.

Au-delà de l'impact immédiat du conflit, quels pourraient être les effets secondaires du dernier arsenal de sanctions ?

Des effets secondaires résulteront aussi bien des sanctions elles-mêmes que des perturbations plus vastes causées par la guerre sur les chaînes d'approvisionnement mondiales. La hausse des prix du pétrole et du gaz est un effet direct évident et particulièrement visible du conflit. Le découplage de la dépendance de l'Europe aux sources d'énergie russes est un processus qui prendra du temps.

Le problème de la sécurité alimentaire, qui va devenir de plus en plus saillant si le conflit s'inscrit dans la durée, est un effet secondaire. L'Ukraine est un exportateur mondial non seulement de céréales comme le blé et le maïs, mais aussi d'huile de tournesol ; or la guerre a fortement perturbé les semailles de printemps cette année. Comme les exportations céréalières de l'Ukraine seront inférieures à leur niveau habituel cette année, cela pourrait avoir des effets indirects sur des industries diverses, de l'élevage chinois à la production de pain égyptienne. On pourrait penser qu'il s'agit là d'effets limités à certains segments bien particuliers, mais il ne faut pas sous-estimer leur impact : le Printemps arabe est né de pénuries alimentaires et de l'inflation. Les gouvernements et les institutions financières internationales vont certainement suivre de près cette situation et l'impact potentiel de la guerre sur les chaînes d'approvisionnement durant les prochains mois.

Hormis les sanctions, quel rôle la diplomatie peut-elle jouer lorsqu'un conflit a éclaté ? D'après votre expérience, les relations diplomatiques ont-elles une efficacité ?

Dès lors qu'un pays en a envahi un autre, les marges de manœuvre pour une solution diplomatique concertée s'amenuisent voire disparaissent complètement. S'agissant du conflit actuel, les raisons pour lesquelles le président Poutine a dû envahir l'Ukraine afin d'obtenir que le pays déclare sa neutralité à l'égard de l'OTAN ne sont pas claires. Dans ce conflit, l'absence d'objectifs clairement énoncés est l'une des difficultés auxquelles se heurtent les efforts diplomatiques.

L'histoire est parsemée d'exemples où la diplomatie a permis de mettre fin à un conflit, mais la diplomatie ne peut aboutir que lorsque les conditions fondamentales sur le terrain sont propices : le cessez-le-feu à la fin de la guerre de Corée, le retrait du Vietnam et, surtout, les accords de Camp David de 1978, qui ont résolu les conflits qui opposaient Israël à l'Égypte depuis trois décennies. La diplomatie fut aussi essentielle à la fin de la Guerre froide, qui s'est terminée sans heurts.

Pour l'heure, on peine à entrevoir une solution diplomatique viable susceptible de mettre fin au conflit en Ukraine, et plus la guerre durera, plus il deviendra difficile de trouver un compromis. Il faut souligner que pendant les deux premières semaines du conflit, les sanctions et les mesures visant les actifs russes ont été étendues, passant de quelques individus à l'ensemble de l'économie de la Russie. Les investisseurs doivent partir du principe que la Russie restera isolée de l'économie mondiale pour un temps considérable ; du point de vue géopolitique, les ramifications de ce conflit se feront sentir pendant des années.



“Investir est simple, mais pas facile” – Warren Buffet



Erdinç Benli

Head of Investment &
Portfolio Advisory



William Therlin

Investment and
Portfolio Adviser

Lorsque l'on demande aux gens d'évaluer leurs compétences dans des activités telles que la conduite ou l'investissement, ils répondent généralement « supérieures à la moyenne ».

Cette perception pose un problème évident : tout le monde ne peut pas avoir des compétences supérieures à la moyenne.

Une étude de la FINRA a montré que les trois quarts des personnes interrogées avaient une perception exagérée de leurs compétences financières, tandis que seulement 59 % des personnes qui pensaient avoir des connaissances financières « très importantes » ont été en mesure de réaliser deux calculs « simples » sur l'inflation et les taux d'intérêt¹. Même constat dans le monde universitaire : dans une étude, 80 % des étudiants en MBA se sont eux-mêmes classés au-dessus de la moyenne de leur promotion². Cette tendance qu'ont les gens à se considérer au-dessus de la moyenne est parfois attribuée à l'effet Lake Wobegon, ainsi nommé d'après la ville imaginaire éponyme « où toutes les femmes sont fortes, tous les hommes sont beaux, et tous les enfants sont au-dessus de la moyenne »³.

Malheureusement, les investisseurs dans les marchés financiers ne sont pas à l'abri de certains biais lorsqu'ils prennent des décisions, ce qui peut les empêcher d'agir de manière rationnelle.

Tandis que la finance traditionnelle est centrée sur la façon dont les personnes devraient se comporter (avec des marchés efficients, en supposant qu'elles sont rationnelles), la finance

comportementale, quant à elle, est axée sur la façon dont elles se comportent effectivement. Cette discipline admet que des biais peuvent affecter la prise de décision. Dans cet article, nous examinons plus particulièrement deux biais auxquels nous sommes régulièrement confrontés en tant que professionnels de l'investissement : le biais d'excès de confiance et le biais de dotation.

Restez humble

On dit d'un acteur du marché qui tend à surestimer ses facultés ou son raisonnement qu'il ou elle est soumis au biais d'excès de confiance. Dans le contexte de l'investissement, être soumis à ce biais peut conduire à :

- I. surestimer les rendements et sous-estimer les risques ;
- II. une diversification insuffisante des portefeuilles ;
- III. un taux de rotation excessif et des frais de transaction élevés susceptibles de nuire aux rendements des portefeuilles⁴.

On peut illustrer ce troisième point en examinant les rendements des investissements dans le temps : un portefeuille entièrement investi (voir graphique 1)⁵ aurait généré un rendement annualisé de plus de 9 % entre 1996 et 2022. Si l'on retire les dix jours les plus performants, on obtient un rendement annualisé de 5,8 % seulement. Et si l'on retire les vingt jours les plus performants, on obtient un rendement annualisé de moins de 4 %.

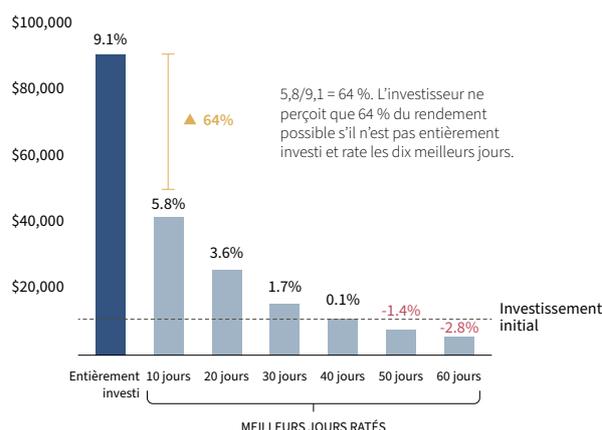
Le concept rudimentaire de « buy low, sell high » est loin d'être facile à appliquer malgré tous les efforts des professionnels de l'investissement, et la probabilité de réussir à s'y tenir durablement est très faible. Le fait de rester à l'écart pendant de longues périodes ou de chercher à « timer » le marché peut donc réduire les rendements de manière significative. Le biais d'excès de confiance

peut être rapproché de l'illusion de savoir : le sentiment d'avoir la conviction que l'on aura raison, par exemple quand on pense savoir quand acheter avant que les marchés augmentent et quand vendre avant que les marchés baissent.

Naturellement, nous avons tous observé des périodes pendant lesquelles il aurait été judicieux de se tenir à l'écart du marché à court terme. Toutefois, cette stratégie n'est valable que si les investisseurs savent à quel moment il convient de réintégrer le marché, un exercice particulièrement difficile comme chacun sait. Un exemple historique récent illustre bien ce phénomène : la correction des marchés actions induite par la COVID en mars 2020 fut historique, mais le rebond qui a suivi fut particulièrement véloce, fulgurant même.

Nous ne sommes pas en train de dire qu'il ne faut apporter aucuns changements aux portefeuilles. Les rééquilibrages, les modifications d'allocation, les réductions de positions et les autres interventions sont toutes des mesures de gestion de portefeuille essentielles lorsque la thèse d'investissement ou l'actualité économique évoluent. Cela étant dit, le temps long montre que le fait de rester investi et d'éviter les transactions trop nombreuses l'a souvent emporté sur le timing de marché⁶.

Rendements⁷ de l'indice S&P 500 pour un investissement de 10 000 \$: 1996 à 2022



Restez rigoureux

Comment peut-on atténuer le biais d'excès de confiance ? Un processus d'investissement méticuleux est en général un bon point de départ. Les portefeuilles doivent faire l'objet d'examen réguliers afin de mettre au jour l'existence de tendances, bonnes ou mauvaises, et d'évaluer les qualités des investissements sous-jacents. L'une des tâches difficiles et pourtant essentielles consiste à attribuer le succès des investissements à la chance ou à son bon jugement (il reste possible de générer des gains sur un marché haussier même quand l'approche d'investissement sous-jacente est inadaptée). Enfin, l'évaluation des risques et des rendements doit être remise en question et la diversification des portefeuilles doit faire l'objet d'un examen et d'un suivi réguliers.

Ne vous attachez pas

Quand on nous demande si nous préférons la voiture verte que nous possédons à une autre voiture verte identique (toutes choses étant égales par ailleurs, sauf la propriété), la réponse nous vient facilement, selon les économistes comportementaux qui sont les tenants de l'effet de dotation. Ce concept fut identifié pour la première fois dans le contexte de l'aversion pour la perte,

qui fait que les pertes sont ressenties comme plus douloureuses que des gains de même montant⁸.

Pour illustrer l'effet de dotation, imaginez un groupe de vingt personnes, dont dix se voient offrir une bouteille de vin d'une valeur de 15 \$. On demande ensuite aux participants de former un marché. Sachant que les bouteilles ont été distribuées au hasard, on pourrait s'attendre à ce que les échanges soient conséquents (près de 50 % des bouteilles changent de main, par ex.). Mais ce n'est pas le cas : des études révèlent que les échanges sont en fait peu nombreux, de l'ordre de 10 %. Pourquoi ? Parce que les vendeurs potentiels ne voulaient pas se séparer de leur bien.

Comment se fait-il que les gens aient tendance à exiger un prix de vente (parfois significativement) plus élevé pour un actif en leur possession que ce qu'ils seraient prêts à déboursier pour un actif identique, mais qu'ils ne possèdent pas⁹ ? Il semblerait que la perception de la valeur soit faussée par la propriété, même quand la propriété est limitée dans le temps. Ces considérations sont à la base du biais de dotation.

Dans le contexte de l'investissement, le biais de dotation a deux conséquences fréquentes :

- I. il nous pousse à détenir des actifs qui nous sont familiers, car cela nous procure un sentiment de confort auquel nous accordons une valeur intangible ;
- II. il peut nous empêcher de vendre un actif inapproprié (car nous accordons une valeur supplémentaire aux actifs en notre possession), ce qui peut se traduire par une allocation d'actifs sous-optimale.

Prenez de la distance avec les actifs familiaux

Les actifs hérités, par exemple, peuvent engendrer un biais de dotation. Pour atténuer ce biais, l'investisseur doit se poser la question de savoir si aujourd'hui il ferait l'acquisition des mêmes actifs pour un nouveau portefeuille, ou s'ils sont entrés en sa possession uniquement du fait d'un héritage.

Dans le contexte des actifs intergénérationnels, la prise de distance fait partie intégrante d'un processus d'investissement méticuleux. Dans ces scénarios, nous devons insister sur l'importance de la démarche consistant à examiner les actifs de manière objective, en s'efforçant de leur enlever toute valeur familiale ou de confort. Cela dit, nous ne conseillons pas aux détenteurs d'actifs potentiellement hérités de se séparer purement et simplement de tous leurs actifs familiaux de manière arbitraire ; certains actifs hérités sont parfois à l'épreuve du temps.

Il en va de même des actifs qui n'ont pas été transmis par voie d'héritage : un investisseur avisé doit remettre en question le statu quo (encore un autre biais) ainsi que les qualités de ses placements actuels. Cela ne veut pas dire pour autant qu'il faut se livrer à un trading excessif ; en ce qui nous concerne, nous préférons éviter ce genre de comportement. Cependant, tous les investisseurs doivent avoir mis en place, dans le cadre des check-up réguliers de leur portefeuille, un processus d'examen afin de s'assurer que leurs placements sont toujours conformes à leurs objectifs.

Après une révision minutieuse, le propriétaire de la voiture verte ne voudra peut-être plus s'en séparer après tout...

- 1 Financial Industry Regulatory Authority – https://www.usfinancialcapability.org/downloads/NFCS_2018_Report_Natl_Findings.pdf.
- 2 Shefrin (2007), *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Oxford University Press.
- 3 Pour approfondir le débat, voir Montier, J. (2010). *The little book of behavioral investing: How not to be your own worst enemy*. John Wiley & Sons Inc.
- 4 Barber, Brad M. and Terrance Odean (2001), Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment, *The Quarterly Journal of Economics* p. 261-292.
- 5 Équipe Stratégie de Rothschild & Co WM, Bloomberg, rendements du S&P 500 sur la base du rendement total, frais exclus.
- 6 Graham, John R. and Harvey, Campbell (1996), Market timing ability and volatility implied in investment newsletters' asset allocation recommendations, *Journal of Financial Economics*, 42, issue 3, p. 397-421.
- 7 Équipe Stratégie de Rothschild & Co WM, Bloomberg.
- 8 Thaler RH. 1980. Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*. 1(1): 39-60.
- 9 Kahneman D, Knetsch JL, Thaler RH. 1990. Experimental tests of the endowment effect and the Coase theorem. *Journal of Political Economy*. 98(6): 1325-1348.



Casse-tête énergétique en Europe



Stuart Joyner
Partner & Energy Specialist,
Redburn

Interviewé par :
Laura Kuenlen
Investment Insights

21 mars 2022

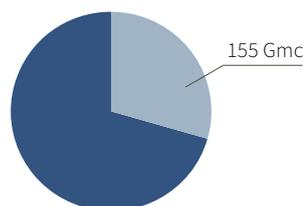
Dans cet entretien, nous échangeons avec Stuart Joyner, Partner & Energy Specialist chez Redburn, une société d'Equity Research, sur la problématique énergétique à laquelle est confrontée l'Europe au lendemain de la guerre russo-ukrainienne.

Bonjour, Stuart. Pourriez-vous expliquer à nos lecteurs quelles sont les implications possibles d'un blocus sur les exportations de pétrole russe ?

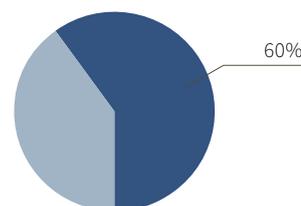
Les implications possibles sont multiples. Dans un scénario où l'ensemble des exportations de pétrole et de produits pétroliers russes vers l'Europe seraient bloqués par une grève des acheteurs (et en l'absence d'une clientèle de remplacement), l'impact pourrait atteindre 5 millions de barils par jour (Mbpj) de production au maximum. Si, à l'inverse, les sanctions portaient sur des secteurs très spécifiques ou étaient limitées dans le temps, cet impact pourrait être négligeable. Hormis les faits anecdotiques rassemblés ci-dessus, nous ne disposons pas d'informations suffisantes actuellement et les données recueillies ne sont pas définitives, ce qui explique pourquoi les estimations de cette perturbation varient entre 1 et 4 Mbpj. Ce que l'on peut dire, toutefois, c'est que d'après nos modèles sous-jacents simulant l'offre et la demande, une réduction même peu importante des exportations pourrait rapidement rendre la situation très tendue sur le marché.

Quelle est la dépendance de l'Europe à l'égard de l'énergie russe ?

La Russie est le troisième producteur de pétrole mondial (derrière l'Arabie saoudite et les États-Unis) et près de 60 % de ses exportations de pétrole et de produits pétroliers (environ 5 millions de barils par jour) sont destinés aux pays européens de l'OCDE. Les exportations de gaz russe ont couvert 30 % de la demande européenne en 2021. Contrairement au pétrole, le gaz est une matière première éminemment locale, de sorte qu'il serait extrêmement difficile voire impossible de remplacer les volumes russes à court terme. L'Europe a consommé 524 milliards de mètres cubes (Gmc) de gaz en 2021, dont 155 Gmc importés de Russie.



155 / 524 Gmc de gaz de la consommation européenne proviennent de Russie



60 % de la production de pétrole russe de 5 Mbpj sont exportés vers les pays européens de l'OCDE

Dans quelle mesure les événements récents ont-ils perturbé le marché de l'énergie ? Quels prix l'énergie va-t-elle atteindre selon vous ?

Bien que les combats n'aient pas entravé la production de gaz et de pétrole jusqu'à présent, les sanctions gouvernementales ont eu un impact considérable. La volatilité accrue des cours pétroliers ces dernières semaines en atteste. Actuellement, rien n'indique que les flux gaziers ont été perturbés, mais l'offre peinait déjà à satisfaire la demande, qui avait rebondi dans le sillage de la pandémie, avant même le début de la crise actuelle. Les stocks sont dans la partie inférieure de leur fourchette sur 5 ans, et les exportations russes à destination de l'Europe du Nord avaient déjà atteint de faibles niveaux en glissement annuel avant l'invasion de l'Ukraine. À la lumière de ces faits, nous pensons que les prix resteront influencés par la géopolitique à court terme. Il est donc difficile de savoir ce qu'il adviendra. Compte tenu du rebond de certaines matières premières telles que le pétrole depuis le 1er janvier, il est évident que nous devrons revoir à la hausse nos prévisions pour les prix du gaz en 2022.

Étant donné la dépendance de l'Europe à l'égard des sources d'énergie russes, pensez-vous que nous allons assister à une démondialisation visant à assurer la sécurité énergétique des grandes économies mondiales ?

Le marché de l'énergie s'est mondialisé très rapidement ces dernières années, l'accès à une énergie à bas coût et à faibles émissions de carbone supplantant la sécurité de l'approvisionnement chez la plupart des importateurs. Nous pensons que cette tendance va légèrement s'inverser maintenant que l'offre russe a effectivement été retirée de la plupart des marchés occidentaux. Les États se tourneront probablement vers les énergies renouvelables, et notamment vers le nucléaire, pour s'assurer un approvisionnement en énergie bas-carbone. Avec une exception : les exportations de gaz états-unien vers l'Europe, qui devraient croître rapidement.

En ce qui concerne l'avenir et la feuille de route vers le net zéro : quelles opportunités pour les compagnies pétrolières et gazières ?

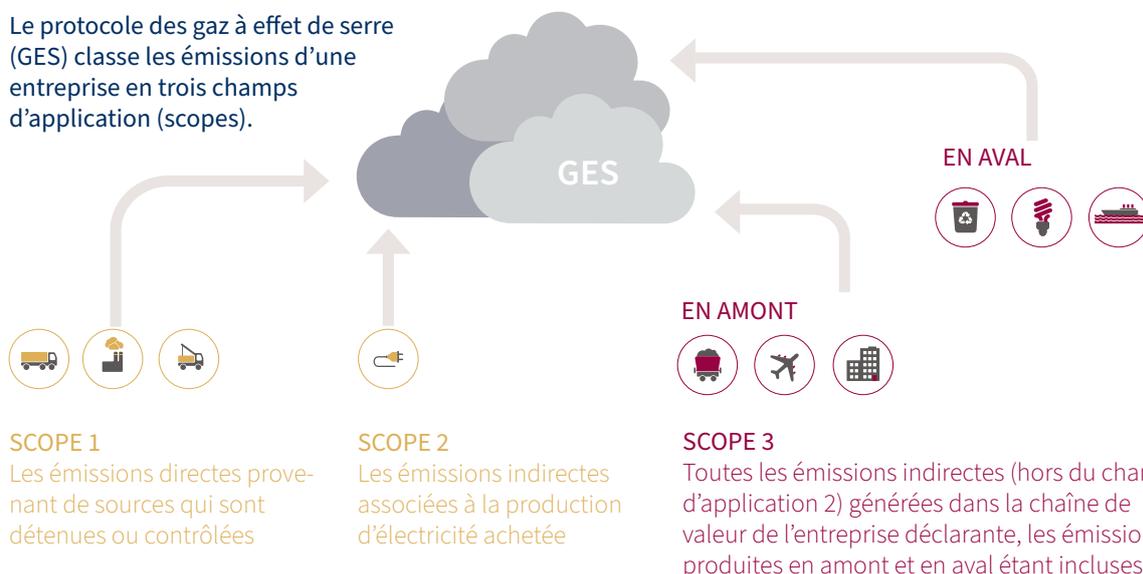
En 2019, nous avons mené une étude sur les majors pétrolières européennes – soit TOTAL, BP, Royal Dutch Shell, Eni, Equinor, Repsol, OMV, Exxon et Chevron – qui avaient esquissé de premiers plans pour étendre leurs activités aux énergies renouvelables. À l'époque, nous avions estimé que les dépenses totales que ce groupe de compagnies consacrait aux énergies renouvelables s'élevaient à quelque 8 milliards \$ par an, ce qui représentait moins de 10 % du total de leurs dépenses en capital.

Cependant, dans la période qui a suivi, ces groupes ont accéléré leurs stratégies de transition vers la neutralité carbone, multipliant presque par deux la part de leurs dépenses en capital allouée aux renouvelables. Aujourd'hui, nous prévoyons que les majors européennes consacreront jusqu'à un quart de leurs investissements aux énergies renouvelables et à d'autres activités bas-carbone entre 2022 et 2025. Selon nous, l'un des éléments déclencheurs de cette augmentation des dépenses consacrées aux renouvelables tient à l'acceptation du fait que les majors seront tenues responsables des émissions scope 3 (celles de leurs clients). Toutes les majors européennes ont annoncé des objectifs de réduction des émissions scope 3 qui les engagent à atteindre le net zéro d'ici 2050. La portée et la définition de ces objectifs varient, mais tous impliquent une réduction drastique des émissions.

Définitions des émissions scope 1, 2 et 3 (voir infographie ci-dessous)

Pour atteindre ces objectifs, les majors devront accroître leur exposition aux produits énergétiques bas-carbone et investir dans des projets de compensation carbone afin de réduire leurs émissions liées au pétrole et au gaz. Cela nécessitera une augmentation des investissements dans les renouvelables de l'ordre de celle observée depuis un an environ. Cette transformation ne se fera pas du jour au lendemain. Notre nouveau modèle consacré aux renouvelables suggère que les majors auront besoin de plusieurs décennies pour transformer complètement leurs activités, mais nous prévoyons qu'une minorité des flux de trésorerie d'exploitation proviendront de sources d'énergie renouvelable et d'énergie bas-carbone d'ici 2030.

Le protocole des gaz à effet de serre (GES) classe les émissions d'une entreprise en trois champs d'application (scopes).





Road trip aux États-Unis : Ce qu'en pensent nos analystes



Christoph Wirtz
Equity Analyst

Après presque deux années de télétravail, nous avons enfin pu reprendre la route en décembre 2021. Destinations : New York et Boston. Cibles : Thermo Fisher, T Rowe Price, American Express, Moody's, S&P ainsi que d'autres candidats pour de futurs investissements.

Nous avons rarement pris autant de plaisir à voyager et nous avons même profité de ce road trip stratégique pour assister à une conférence financière à New York. Ces événements – qui ont fait cruellement défaut pendant la pandémie – sont toujours utiles pour échanger avec les gens et prendre la température du marché. Inutile de dire que ça a pas mal parlé cryptos.

Première étape : le siège d'American Express à New York. Le groupe spécialisé dans les services de paiement par carte a été très durement touché pendant la pandémie, puisque ses clients ne pouvaient plus aller au restaurant, voyager et faire du shopping. Il fut donc particulièrement réjouissant de voir la société reprendre suffisamment confiance pour annoncer ses premières prévisions de bénéfices à long terme depuis le début de la COVID-19. Les clients, semble-t-il, s'adaptent à la réalité de la pandémie. Les dépenses des titulaires de cartes ont dépassé les niveaux enregistrés avant la crise sanitaire au troisième trimestre 2021, et cette croissance s'est poursuivie au quatrième trimestre. Au terme de notre visite, il était évident qu'AmEx avait confiance dans une forte reprise des voyages cette année, un rebond dont la société profitera.

Prochaine étape : le siège de Moody's. La société propose une vaste gamme de produits dans le domaine de l'analyse assurantielle et actuarielle, l'analyse météorologique et des catastrophes naturelles, ainsi que d'autres solutions dans le domaine des données financières. Nous avons pris le temps d'échanger avec eux sur des outils internes et externes qu'ils ont développés pour

aider leurs clients à évaluer les risques sismiques dans le contexte du financement des biens, par exemple. L'un de ces outils sert à cartographier les différentes couches des sols, ce qui permet de déterminer si des biens sont situés sur des couches molles qui peuvent être plus facilement endommagées par des tremblements de terre. Ces informations peuvent être utiles aux banques qui souhaitent mieux comprendre l'exposition de leurs financements et déterminer si des biens sont susceptibles de donner lieu à des sinistres ou d'engendrer des pertes sur prêts. Ce qui est aussi intéressant avec ces outils, c'est qu'ils ont permis de réduire les risques sismiques du point de vue de la souscription, dans la mesure où ils donnent aux assureurs une meilleure compréhension de l'exposition (ou de l'absence d'exposition) des biens aux futurs tremblements de terre. Les visites de ce genre nous donnent une compréhension plus fine de la gamme de produits de Moody's, et donc de son potentiel de croissance sur de nouveaux marchés.

Après un séjour court mais exaltant à New York, il était temps de reprendre la route et de longer la côte vers le nord, pour nous rendre à Boston, au siège de Thermo Fisher Scientific. Nous savons par expérience qu'il est essentiel de visiter le siège d'une entreprise pour comprendre son activité, sa culture, et se faire une idée de l'image que la société a d'elle-même. Et ce voyage nous l'a encore confirmé. Trop d'investisseurs font l'impasse sur ces visites, découragés par la distance et par la durée des voyages en avion. Mais selon nous, les quelques désagréments de ces voyages valent presque toujours le coup.

Thermo Fisher est un fournisseur américain d'instruments scientifiques, de réactifs, de consommables et de services logiciels. La société a subi de profondes transformations ces dix dernières années, ses ventes passant de 11 millions USD en 2011 à 39 millions USD en 2021, à la faveur d'une forte croissance aussi bien organique que par fusions et acquisitions. Dans le même temps, la société a su maintenir une approche souple et agile. Nous pouvons en témoigner, puisque seulement 300 employés travaillent dans le siège que nous avons visité. Il s'agit d'un effectif remarquablement limité quand on sait que la société emploie près de 40 000 personnes dans le monde. Cela reflète aussi la nature décentralisée de ses activités.

Avec une part de marché d'environ 23 %, Thermo Fisher est le plus grand groupe sur le marché des équipements et des outils de diagnostic dans le domaine des sciences de la vie, qui pèse 170 milliards USD. La société affiche un grand nombre de caractéristiques dont nous sommes friands : sa clientèle est bien diversifiée, y compris dans le secteur pharmaceutique et des sciences de la vie, avec des débouchés commerciaux dans l'industrie, le monde universitaire et sur les marchés publics. Ses revenus récurrents sont élevés, les consommables représentant 51 % de ses ventes, ce qui reflète le caractère persistant de ses produits inclus dans des processus clients complexes. Thermo Fisher génère aussi des marges d'exploitation qui sont attrayantes et durablement orientées à la hausse.

Lutte contre la COVID-19

Pendant la pandémie, Thermo Fisher s'est retroussé les manches et a joué un rôle important pour permettre au monde entier d'effectuer des tests PCR pour la COVID-19. Fin 2021, environ 20 à 25 % de tous les tests PCR étaient réalisés sur sa plateforme et la société joue un rôle majeur en soutenant un vaste ensemble de projets thérapeutiques et de vaccins de premier plan pour BioNTech et Moderna.

Après avoir analysé le secteur en général et cette société en particulier pendant plusieurs mois, il était essentiel pour nous de visiter ses locaux.

Au terme de notre visite éclair, nous avons regagné une Europe en proie au variant Omicron. Les États-Unis ont suivi peu de temps après et nous avons eu de la chance de pouvoir mener à bien notre séjour sur la côte Est. Les voyages de cette nature nous permettent d'affiner nos dossiers d'investissement et c'est grâce à ces visites minutieuses et méthodiques sur le terrain que nous pouvons nous forger une opinion durable des entreprises que nous détenons, ce qui est un aspect essentiel de notre stratégie de préservation du patrimoine sur le long terme.



Quelle est la meilleure ligne de conduite pour investir dans l'immobilier ?



Jacques Chillemi

Head of Hermance
Capital Partners



Maximilien Moris

Investment Manager
Real Estate

Hermance Capital Partners (Hermance) est une société d'investissement spécialisée dans les marchés privés qui a été créée en 2015 et acquise par Rothschild & Co en 2021. Hermance offre une vaste gamme de solutions d'investissement sur les marchés privés, déclinées en stratégies à forte conviction et assorties de profils de risque/rendement attrayants.

Le secteur immobilier destiné aux investisseurs est arrivé à maturité au cours des vingt dernières années. Aujourd'hui, il offre toute une panoplie de stratégies d'investissement conçues pour des profils de risque variés :

- des placements immobiliers plutôt passifs, assortis d'un profil de risque/rendement limité, qui visent à générer des revenus (stratégie core) ;
- des placements immobiliers plus actifs, de type private equity, qui visent à générer des gains en capital (stratégie à valeur ajoutée).

Les investisseurs peuvent recourir à ces stratégies afin de se positionner par rapport au cycle immobilier, à la hausse des taux d'intérêt et à l'inflation.

Stratégie core

Les actifs immobiliers core ont des caractéristiques de rendement qui les rapprochent des obligations. Les investisseurs les ont plébiscités ces dernières années, dans un contexte de faibles taux d'intérêt. Les placements core ciblent généralement des secteurs traditionnels tels que le logement résidentiel ou les espaces de bureaux. Ce sont des biens de qualité, qui affichent des taux d'occupation élevés (>90 %) et génèrent des revenus locatifs durables. Plus récemment, d'autres secteurs immobiliers parvenus à maturité ont été ajoutés à l'offre core, à l'image de la logistique. L'investissement dans les actifs de la catégorie core est généralement passif en termes de gestion opérationnelle du bien. Les investisseurs doivent avoir l'intention de conserver ces actifs pendant une longue période afin de percevoir des revenus réguliers. Comme il s'agit d'un profil d'investissement de nature plutôt conservatrice, le niveau d'endettement utilisé reste modéré, entre 25 et 50 % de la valeur du bien en règle générale. La performance dépend du lieu géographique et du secteur. En Suisse, par exemple, un investisseur peut escompter des distributions annuelles comprises entre 2 et 5 %, selon l'effet de levier qui est appliqué. Typiquement, ces placements sont accessibles via des participations directes ou par le biais de fonds cotés et de fonds à capital variable qui offrent une certaine liquidité aux investisseurs.

Stratégie à valeur ajoutée

Le private equity immobilier (ou capital-investissement immobilier) est moins connu des clients privés en raison de sa complexité, de son illiquidité et du montant minimal d'investissement. L'objectif d'investissement est de générer un gain en capital de plus de 1,5 x le montant investi, sur une période de détention de 3 à 5 ans, en appliquant un effet de levier compris entre 50 et 70 % en moyenne. Cette approche cible des biens qui recèlent un potentiel de plus-value en capital, la valeur du bien étant ensuite stabilisée grâce à des changements opérationnels et stratégiques significatifs. Cette activité est menée au niveau mondial par des gérants spécialisés, aussi bien dans des secteurs immobiliers traditionnels qui nécessitent des transformations que dans de nouveaux secteurs qui sont encore fragmentés. Le private equity immobilier cible par exemple des immeubles

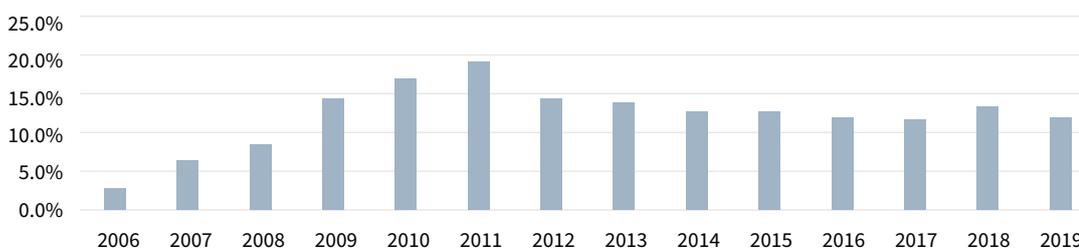
de bureaux qui doivent être repositionnés en termes de planification de l'espace, de durabilité ou de nouvelles tendances comme les sites de stockage de données numériques, les résidences étudiantes et les laboratoires de recherche. Dans le même temps, les spécialistes du private equity immobilier emploient des méthodes d'investissement variées pour acquérir des biens et créer de la valeur, y compris des points d'entrée différents au niveau de la structure du capital ou des plateformes thématiques.

Notre offre

Depuis ses premiers investissements en 2015, Hermance Capital Partners a privilégié une philosophie d'investissement active, centrée sur la création de valeur, qui cherche à maximiser la performance tout en étant décorrélée du cycle économique. Pour y parvenir, nous nous sommes associés à des équipes de gestion, présentes sur le terrain, qui sont en mesure d'identifier des biens négligés, de les repositionner ou de les transformer, et de libérer leur valeur lors de la vente finale plutôt qu'en s'en remettant à la seule croissance du marché.

Dans l'environnement économique actuel marqué par l'incertitude et face aux tensions du marché, cette approche fondée sur la création de valeur peut se révéler particulièrement attrayante. Historiquement, les périodes de crise sont génératrices d'opportunités d'investissement nouvelles grâce à la baisse des coûts d'acquisition, l'augmentation des besoins de repositionnement des biens et l'émergence de nouveaux secteurs comme les centres de données, les laboratoires et le logement étudiant. Tandis que les actifs immobiliers offrent une protection naturelle contre l'inflation, les travaux d'amélioration des biens réalisés pour augmenter les revenus contribueront également à compenser l'impact de la hausse des taux d'intérêt, qui est plus difficile à contrer avec des stratégies passives. Le graphique ci-dessous montre la performance (TRI net médian par millésime, en % ; source: Preqin), après 2008, des stratégies immobilières de type private equity axées sur la création de valeur. Le graphique met en évidence non seulement la surperformance de cette approche d'investissement après les périodes de crise, mais aussi sa résilience dans le temps.

TRI net médian par millésime (en %)



Source: Preqin, 01.01.2006-31.12.2019. Nous n'avons pas inclus de chiffres TRI plus récents car ils sont moins significatifs.



Wealth Insights

Au cœur de nos Wealth Insights se trouve un vaste ensemble de publications, de podcasts et d'infographies d'actualité.

Pour en savoir plus sur nos dernières publications veuillez consulter notre page.

www.rothschildandco.com/insights



Le présent document est produit par Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zurich (la "Banque") à des fins d'information et de marketing uniquement et à l'usage exclusif du destinataire. Sauf accord écrit spécifique de la Banque, il ne doit pas être copié, reproduit, distribué ou transmis, en tout ou en partie, à une autre personne. Le contenu de ce document ne constitue pas une recommandation personnelle, ni une offre ou une invitation à acheter ou à vendre des instruments financiers. Rien dans ce document ne constitue un conseil juridique, comptable ou fiscal. Bien que les informations et les données contenues dans le présent document proviennent de sources considérées comme fiables, aucune déclaration ou garantie, explicite ou implicite, n'est ou ne sera faite et, sauf en cas de fraude, aucune responsabilité n'est ou ne sera acceptée par la Banque quant à l'équité, l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document ou des informations qui en constituent la base ou quant à la confiance accordée au présent document par une quelconque personne. Aucune déclaration ou garantie n'est donnée quant à la réalisation ou au caractère raisonnable des projections, objectifs, estimations ou prévisions futurs contenus dans le présent document. En outre, toutes les opinions et données utilisées dans ce document sont sujettes à modification sans préavis. Des lois ou autres réglementations peuvent restreindre la distribution de ce document dans certaines juridictions. En conséquence, les destinataires doivent s'informer sur toutes les lois et réglementations applicables et les respecter. Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peuvent être envoyés ou emportés aux États-Unis ou distribués aux États-Unis ou à un ressortissant américain. Le siège social de Rothschild & Co Bank AG est situé à la Zollikerstrasse 181, 8034 Zurich, Suisse. Elle est autorisée et réglementée par l'Autorité suisse de surveillance des marchés financiers (FINMA).