



# 10 réflexions pour 2018

## Mise à jour semestrielle

En janvier dernier, les CIOs de nos quatre plateformes d'investissement avaient identifié les thèmes clés qui guideraient selon eux les décisions d'investissement en 2018. Le premier semestre étant aujourd'hui révolu, nous revisitons ces idées afin d'examiner leur impact jusqu'à présent.

NEUBERGER	BERMAN
-----------	--------



**JOSEPH V. AMATO**

PRESIDENT ET CIO - ACTIONS



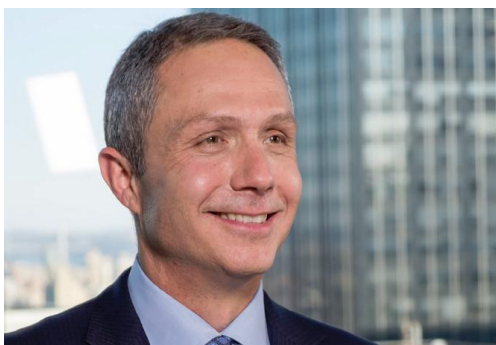
**ERIK L. KNUTZEN, CFA, CAIA**

CIO - MULTI-ACTIFS



**BRAD TANK**

CIO - OBLIGATAIRE



**ANTHONY D. TUTRONE**

CIO – Private Markets & Alternatives

## Macro : Le point d'inflexion approche sur les marchés internationaux

### 1 Vers un environnement de marché plus complexe en milieu d'année VRAI

**Ce que nous avons dit :** La dynamique économique mondiale est très porteuse actuellement. Plusieurs éléments pourraient toutefois affecter l'environnement en 2018, notamment le durcissement des politiques monétaires des banques centrales, un plafonnement de la croissance économique ou une remontée de la volatilité.

**Ce que nous avons observé :** Après un mois de janvier calme, les taux d'intérêt, les pressions inflationnistes et les inquiétudes géopolitiques ont perturbé les marchés, même si les fondamentaux économiques restent encourageants bien que divergents.

### 2 Evolution des politiques monétaires et fiscales au niveau mondial VRAI

**Ce que nous avons dit :** Alors que les banques centrales mettent progressivement fin à leurs programmes sans précédents de relance monétaire, les mesures budgétaires expansionnistes et les initiatives de réforme de nombreux pays se conjuguent à leurs efforts, lorsqu'elles ne viennent pas les compliquer.

**Ce que nous avons observé :** La normalisation de la Fed a continué au même rythme bien que l'incitation fiscale et que la réforme des taxes aient compliqué son programme, néanmoins les tensions commerciales et des élections à risque menacent d'exacerber le défi déjà sans précédent auquel elle fait face tout comme les autres banques centrales.

La première moitié de 2018 contrastait fortement avec l'environnement optimiste de 2017. Alors que l'an dernier la tendance était d'ignorer le ralentissement du flux de liquidité émis par le système financier et d'accumuler des actifs risqués jusqu'en janvier, peu après les investisseurs ont apparemment pris conscience des risques potentiels d'une réduction des émissions des banques centrales. Ces inquiétudes ont été renforcées par un environnement géopolitique de plus en plus divisé et incertain, entraînant inévitablement l'élargissement des spreads de crédit, des marchés financiers instables et un dollar plus fort. Bien que la volatilité du marché ait reculé après le premier trimestre, nous prévoyons qu'elle reviendra à la normale au second semestre alors que la normalisation actuelle des politiques des banques centrales au niveau mondial continue de générer des transactions nombreuses et généralisées mais de manière volatile.

La hausse des taux d'intérêt américains devrait rester un thème central sur les marchés. Alors que la Fed lutte contre le niveau « neutre » des taux d'intérêt qui ne stimule ni ne freine la croissance économique, ses efforts sont compliqués par la nécessité de concilier les retombées économiques des réductions d'impôts et l'augmentation des dépenses publiques avec le contrecoup des taxes d'exportations entre autre pression géopolitique. Nous nous attendons à ce que la Fed devienne plus prudente au fur et à mesure qu'elle s'approche de son taux cible, surtout étant donné la réaction des marchés à une restriction des conditions de liquidité en 2018 et les probabilités de contraction des résultats de la banque centrale du G-4 en 2019 avec le retrait définitif du programme de rachats d'actifs de la BCE.

Bien que nous nous attendions à une croissance économique modérée, le risque de récession à court terme reste faible malgré de grandes incertitudes sur le changement de la politique monétaire, les risques politiques et les tensions commerciales ainsi que des signes de divergences régionales concernant le rythme de croissance. L'Europe et le Japon devraient se relancer modestement après un premier semestre au ralenti. L'économie américaine reste solide et devrait être redynamisée par des mesures de relance budgétaire, à supposer qu'elles ne soient pas contrecarrées par une guerre

commerciale généralisée. Nous pensons que les marchés émergents peuvent revenir dans la course après un premier semestre difficile pendant lequel ces économies ont subi les conséquences d'un dollar renforcé, de rendements plus élevés des bons du Trésor et quelques développements politiques négatifs dans certains pays. Selon nous, la sévérité de la réaction des marchés était injustifiée étant donné les améliorations significatives des fondamentaux des pays émergents, de la croissance économique mondiale et des échanges commerciaux, et un arrière plan macroéconomique encourageant.

## Risques : des nuages en cours d'année

### 3 Le climat géopolitique reste instable

**VRAI**

**Ce que nous avons dit :** L'année 2017 n'a pas été aussi riche en surprises électorales que 2016, mais les scrutins prévus cette année en Italie, au Mexique, au Brésil et aux Etats-Unis pourraient inquiéter les marchés, sans parler des éléments perturbateurs actuels tels que la Corée du Nord, les enquêtes spéciales en cours aux Etats-Unis, ou le Brexit.

**Ce que nous avons observé :** Tandis que les élections italiennes ont mis quelque peu les marchés en difficulté, l'agenda politique surchargé en 2018 annonce des challenges encore plus importants face à une rhétorique commerciale de plus en plus agressive.

### 4 La Chine accroît ses efforts de stabilisation

**EN PARTIE VRAI**

**Ce que nous avons dit :** Confirmé dans ses pouvoirs, le président Xi va chercher à réduire l'endettement chinois et déployer des réformes structurelles de manière plus volontariste, ce qui pourrait nuire à la croissance à court terme du pays.

**Ce que nous avons observé :** La Chine reste engagée dans les réformes, mais les tensions commerciales et leurs conséquences sur une croissance déjà en phase de ralentissement devraient encore mettre sous pression les résolutions du président Xi.

La volatilité mentionnée plus haut et présente depuis le début de l'année devrait être exacerbée par l'alternance des risques politiques, qui semblent avoir augmentés de façon générale. Bien que les élections aux enjeux électoraux les plus importants se déroulent au second semestre – y compris celle du Mexique, du Brésil et des Etats-Unis – le passage aux urnes de l'Italie en mars a introduit sa propre période de discord. Les résultats peu concluants de l'élection ont finalement mené à une alliance entre deux groupes populistes, les partis eurosceptiques dont les tentatives infructueuses pour former un gouvernement ont tenu les marchés en alerte et ont entraîné quelques mouvements obligatoires notables à la fin mai ; le débordement systémique fut néanmoins modeste. Tandis qu'un calme relatif est revenu en Italie, les menaces fondamentales à la stabilité politique de l'Union Européenne restent intactes. L'influence populiste persiste, et la politique envers les migrants est devenue la dernière source de conflits ; la tension dans la coalition de la Chancelière allemande Angela Merkel sur ce problème souligne justement la fragilité des gouvernements européens aujourd'hui. En même temps, la date butoir du Brexit en mars 2019 se profile ; avec de nombreux différents cruciaux entre le Royaume-Uni et l'Europe, qui doivent encore être résolus, les gouvernements et les entreprises préparent de la même manière des plans d'urgence au cas où le pire des scénarios de sortie se produirait.

Bien que d'autres sources de désaccords ponctuels aient fait surface de temps en temps durant le premier semestre, les tensions commerciales ont été au centre de toutes les attentions internationales en ce milieu d'année. Nous pensons que les positions de la Chine et des Etats-Unis

constituent pour la plupart qu'une agitation sur le court terme et non pas le début d'un conflit protectionniste qui infligera des dommages économiques à long terme pour les deux pays, car les deux partis sont bien disposés à s'éloigner de cette pente dangereuse. L'affrontement empirera sûrement avant de s'améliorer, ce que l'on peut également dire des négociations en cours dans le cadre de l'ALENA, ainsi que des discussions commerciales entre les États-Unis et l'UE.

Il reste à voir l'impact qu'aura cette stratégie commerciale sur le rythme des réformes actuelles en Chine, car le pays continue sa transition vers un modèle économique davantage axé sur la consommation. Le plus grand test de l'engagement de Xi peut provenir d'un PIB particulièrement faible ou d'un choc domestique qui menace de perturber l'équilibre entre développement économique et stabilité sociale. Bien que la croissance du PIB au premier trimestre, à 6,8%, ait été meilleure que prévue, des données intrajournalières plus récentes suggèrent que le rythme a ralenti. Déjà cette année la Chine a relâché les rennes sur le crédit, avec la Banque Centrale chinoise, People's Bank Of China - PBOC, réduisant à plusieurs reprises les réserves obligatoires de certaines banques dans le but de stimuler les prêts aux petites entreprises. Le biais de stimulation de la PBOC a contribué à l'affaiblissement récent du yuan par rapport au dollar, alimentant les craintes que la Chine puisse brandir sa monnaie en tant qu'arme si une guerre commerciale éclatait. Ce serait néanmoins une manœuvre risquée ; bien qu'un yuan plus faible renforcerait les exportations chinoises, une dévaluation importante générerait des sorties de capitaux, au détriment des marchés financiers internationaux et de l'économie.

## Obligations : la chasse au rendement continue

### 5 Les investisseurs restent axés sur le rendement

VRAI

**Ce que nous avons dit :** Bien qu'orientés à la hausse, les taux d'intérêt restent faibles. Les investisseurs font donc la chasse au rendement dans des segments moins bien connus des marchés obligataires. Leur capacité à faire face aux chocs de volatilité est toutefois limitée aux niveaux de valorisation actuels.

**Ce que nous avons observé :** Pour équilibrer le besoin de revenu avec un environnement d'investissement de plus en plus difficile, les investisseurs explorent des stratégies avec différents degrés de risque, tels que les prêts bancaires, les CLO, les obligations à haut rendement, la duration courte et la dette privée.

### 6 Les moteurs du marché du crédit commencent à changer

VRAI

**Ce que nous avons dit :** Dans un contexte de taux de défaut toujours modérés, les spreads de crédit internationaux devraient dépendre moins des fondamentaux que de critères techniques tels que les coûts de couverture, les flux liés aux stratégies de gestion actif/passif (LDI), et les évolutions réglementaires.

**Ce que nous avons observé :** Malgré un environnement fondamental favorable, la performance relative du crédit fut largement dirigée par des facteurs techniques, notamment les coûts de couverture et les dynamiques liées à l'offre et la demande.

Avec des obligations offrant des rendements négatifs évalués à plusieurs milliards de dollars dans le monde entier alors même que les politiques de rachats plafonnent, il semble peu probable que les investisseurs se désintéressent prochainement des opportunités à générer un rendement additionnel via leurs portefeuilles obligataires. Pour la première fois depuis 10 ans environ, la partie courte de la courbe des taux américains représente une telle opportunité, car le flot lent mais constant des

révisions de taux directeurs de la Fed a poussé les taux d'intérêt à court terme à des niveaux qui semblent de nouveau attractifs sur une base ajustée de l'inflation. Alors que 2,5% sur un Bon du Trésor à deux ans pourrait ne pas sembler si important, la possibilité de générer à nouveau des taux de rendement tant nominaux que réels sur la partie courte du marché américain représente une étape importante, non seulement pour le revenu que les investisseurs peuvent générer, mais aussi pour l'impact qu'elle aura probablement sur la valeur relative des actifs financiers à l'avenir.

L'attrait pour ces stratégies et d'autres peuvent toutefois paraître moins évidente pour les investisseurs en non-dollar dans l'état actuel des choses. Alors que la Fed bien ancrée dans son cycle de resserrement des taux tandis que la plupart des banques centrales reste en attente sur des niveaux très bas, les coûts de couverture ont brusquement augmenté et dans de nombreux cas de manière prohibitive ; ces coûts de couverture des actifs en dollar vers l'euro, par exemple, ont récemment atteint pour la première fois 3%, et ont représenté un contrecoup significatif à la performance de certaines classes d'actifs, y compris le crédit investment grade. Nous pensons que la tendance à long terme du dollar est à la baisse étant donné sa valorisation sur la base de la parité du pouvoir d'achat et le sentiment négatif associé aux doubles déficits des Etats-Unis, suggérant que ces coûts de couverture pourraient diminuer.

La volatilité de la courbe des rendements a augmenté en 2018, reflétant une bataille constante entre l'influence affaiblie des investisseurs axés sur le rendement, tels que les compagnies d'assurance, réduisant les risques des régimes de retraite et des institutions étrangères, et les pressions exercées par les grandes positions courtes, gonflant les déficits publics et les actifs sortant du bilan de la Fed. Le premier groupe semble avoir gagné à ce stade, la courbe des taux américains s'étant stabilisée aux niveaux d'avant la crise. La courbe austère des Bons du Trésor s'est accompagnée d'une courbe de crédit investment grade plus plate, ce qui a poussé la demande vers les actions d'entreprise à court terme. En conséquence, les émissions de haute qualité ont évolué vers des échéances de trois à cinq ans, une tendance qui devrait probablement continuer jusqu'à ce que la courbe remonte et réveille les flux de LDI vers les obligations à long terme. Les émissions non-investment grade se sont également remodelées en fonction des dynamiques de l'offre et de la demande. La demande apparemment illimitée sur les Senior Loans a incité de nombreux émetteurs d'obligations à haut rendement à se tourner plutôt vers les banques pour leurs besoins de financement, ce qui a entraîné une plus faible émission d'obligations et une baisse des standards d'émission.

## Actions : des perspectives nuancées

### 7 Essoufflement du rebond

**VRAI**

**Ce que nous avons dit :** En début d'année, dans un contexte de progression des bénéfiques, les investisseurs pourront alléger leur exposition en actions américaines sur-valorisées. Ils redéployeront leurs actifs vers des expositions plus prometteuses en termes de rendement ajusté du risque.

**Ce que nous avons observé :** Bien que la valorisation des actions se soit relâchée par rapport à la croissance solide des bénéfiques attendus pour le trimestre à venir, la prudence est toujours de mise étant donné les risques importants liés à ces perspectives.

## 8 Le débat gestion active/gestion passive arrive à un point d'inflexion

EN PARTIE VRAI

**Ce que nous avons dit :** La dynamique de marché continue d'évoluer dans le sens d'une gestion active. Cela devrait favoriser la surperformance des stratégies de sélection de titres, amorcée l'an dernier après un passage à vide.

**Ce que nous avons observé :** Les dynamiques de marché ont moins soutenu la gestion active cette année, et la performance relative a été par conséquent mitigée.

Alors que janvier a marqué une continuité avec le calme des marchés financiers en 2017, l'environnement a rapidement évolué vers plus d'agitation. Après avoir atteint des points hauts record à la fin du mois de janvier, l'indice S&P 500 est rapidement entré dans une phase de correction en février avant que les bons résultats des entreprises au premier trimestre n'aident les actions à rebondir et finalement terminer le premier semestre à 2.7% sur la base de l'ensemble des bénéficiers. Un grand écart des prix journaliers est aussi revenu sur les marchés sur le premier semestre ; tandis que l'indice S&P 500 a connu seulement 8 sessions en 2017 durant lesquelles il a atteint plus ou moins 1%, en 2018 l'indice a atteint ce pourcentage dès le 12 février. Ces importants mouvements ne sont peut-être pas surprenants étant donné la combinaison des dynamiques et d'obstacles avec lesquels les investisseurs doivent composer, comme nous le soulignons plus haut, et nous ne nous attendons pas à ce que cette dynamique de « pull and push » s'arrête bientôt.

Les valorisations des actions sur une base prospective se sont repliées depuis le début de l'année, les analystes ayant constamment relevé leurs attentes pour la croissance des bénéficiers du S&P 500 en 2018 et 2019. Alors que le ratio cours/bénéficiers des 12 derniers mois sur le marché semble désormais plus raisonnable qu'il y a six mois, cette mesure repose sur des estimations de croissance très optimistes - près de 20% pour l'année 2018 et 10% pour 2019. Entre le penchant des analystes à être trop généreux dans leurs perspectives et les nombreux risques pour la croissance des bénéficiers que nous avons décrits tout au long de ce commentaire, nous continuons à penser qu'il pourrait y avoir des opportunités pour obtenir des expositions ajustées du risque plus attrayantes. Il pourrait aussi être intéressant de considérer le positionnement des portefeuilles sous l'angle d'un cycle de croissance jusqu'alors tardif dans le cycle économique ; Les investissements liés aux matières premières, par exemple, sont des positions classiques de fin de cycle qui, dans certains cas, peuvent également contribuer à atténuer les risques géopolitiques. Pour les investisseurs inquiets par les effets négatifs du risque, des stratégies d'options peuvent constituer une autre possibilité ; les stratégies put-write sur index par exemple, offrent une exposition plus défensive aux marchés financiers, permettant aux investisseurs de maintenir leur exposition avec moins de volatilité et moins de risque de baisse.

Notre analyse des données de Morningstar montre que 46% des fonds américains actifs ont surperformé leurs indices de référence nets de frais et de coûts de transaction au premier semestre, les corrélations passant nettement au-dessus de la moyenne d'après-crise. Bien que cela représente un léger recul après que les gestionnaires actifs aient atteint 50% pour l'année 2017, nous pensons que des conditions plus propices pour les sélectionneurs de fonds pourraient persister alors que la normalisation des banques centrales continue et permet aux fondamentaux d'augmenter encore une fois les prix. En outre, nous remarquons que les gestionnaires actifs présents dans la catégorie *growth US* – la catégorie Morningstar la plus performante au premier semestre - ont affiché de forts taux de surperformance toutes capitalisations confondues (Grande Capitalisation : 73 %, Moyenne Capitalisation : 63%, Petite Capitalisation : 66%), tandis que 48% des gérants actifs sur les catégories actions internationales et monde ont surperformé leurs benchmarks.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Selon l'analyse de toutes les données des fonds d'actions à capital variable gérées activement aux États-Unis auprès de Morningstar, en date du 3 juillet 2018. Le rendement est fondé sur la plus ancienne catégorie d'actions de chaque fonds par rapport à son indice de référence. Investir comporte des risques, y compris une possible perte en capital. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.

## Placements alternatifs : identifier des opportunités sur des marchés sans direction

### 9 Privilégier les stratégies à faible volatilité dans un univers de plus en plus volatil **EN PARTIE VRAI**

**Ce que nous avons dit :** Les stratégies de hedge funds *market neutral* ou *relative value* aident les investisseurs à engranger des compléments de rendement lorsque les orientations des marchés sont ambiguës.

**Ce que nous avons observé :** Bien que la volatilité ait diminué après le pic du premier trimestre, nous nous attendons à ce que le répit soit bref, soulignant par là le bénéfice apporté par des stratégies qui proposent du lest face à des marchés tumultueux.

### 10 Privilégier la qualité sur le segment private equity **VRAI**

**Ce que nous avons dit :** Au regard des valorisations élevées du private equity, les investisseurs pourront limiter leur risque en sélectionnant des gestionnaires expérimentés ayant démontré leur capacité à créer de la valeur sur le plan opérationnel, ou en remontant dans la structure du capital sur de la dette privée de premier rang.

**Ce que nous avons observé :** Une discipline d'investissement est vitale dans l'environnement actuel, et il reste des opportunités de très bonne qualité pour les investisseurs en dette privée et en private equity qui savent choisir avec soins leurs positions.

Bien que la performance des hedge funds au premier semestre 2018 ait été mitigée en fonction des catégories, leurs tendances historiques dans des environnements haussiers couplées à l'anticipation d'une volatilité accrue du marché constituent un argument de poids en faveur des hedge funds, en particulier au fur et à mesure que les politiques nationales se développent et que les incertitudes géopolitiques augmentent. Pour ceux qui recherchent des rendements de hedge funds traditionnels avec moins de volatilité, les stratégies décorréelées, y compris les hedge funds *market neutral* et *relative value*, peuvent s'avérer attrayantes alors que des marchés à double sens émergent. En réduisant le risque systémique et en cherchant la génération d'alpha par des risques idiosyncrasiques, les stratégies décorréelées ont généralement une corrélation limitée non seulement avec les marchés boursiers et obligataires mais aussi avec les hedge funds traditionnels, permettant de combiner des stratégies de hedge funds traditionnelles et décorréelées dans une portefeuille bien équilibré offrant un meilleur profil de rendement ajusté du risque. Les stratégies alternatives risk premia constituent un autre moyen d'accéder à des rendements potentiels non corrélés. En captant systématiquement les rendements associés à différents styles ou stratégies d'investissement - tels que value ou momentum - les stratégies alternatives risk premia peuvent générer des rendements attrayants à long terme et faiblement corrélés aux classes d'actifs traditionnelles.

L'investissement en private equity récompense souvent la cohérence à travers le temps, mais seulement s'il s'accompagne d'une discipline d'investissement rigoureuse. Compte tenu de la hausse des valorisations et de l'éventail des possibilités d'investissement à mesure que de plus en plus de



transactions sont conclues, les investisseurs doivent choisir leur exposition avec soin, peut-être maintenant plus que jamais ; par exemple, alors que nous avons vu un certain nombre de bons fonds de private equity d'excellente qualité être levés, beaucoup de deals se sont également réalisés de manière très agressive en termes de valorisation et de levier. Souvent, les fonds de bonne qualité sont dirigés par des gérants (GP) ayant la réputation de non seulement trouver des opportunités attrayantes de private equity, mais aussi de créer de la valeur dans ces entreprises grâce à des améliorations opérationnelles, et ce, à travers les cycles économiques, fournissant potentiellement une protection sur des marchés difficiles. Nous pensons que les investisseurs qui cherchent à atténuer le risque en private equity tout en recherchant les primes d'illiquidité et de complexité devront peut-être envisager d'accéder à une exposition plus senior dans la structure du capital en investissant dans la dette des sociétés soutenues par le private equity.

### **À propos de Neuberger Berman**

Neuberger Berman, fondé en 1939, est une société de gestion indépendante et détenue par ses salariés. La société gère une gamme de stratégies – incluant des stratégies actions, fixed income, quantitatives et multi-asset class, des fonds de private equity et des hedge funds - pour le compte d'institutions, de conseillers et d'investisseurs individuels dans le monde entier. Avec des bureaux dans 20 pays, l'équipe de Neuberger Berman compte environ 1 900 professionnels. La société a été désignée *Best place to work 2016* par Pensions & Investments dans la catégorie gestion financière (entreprise de plus de 1 000 salariés). Constante, stable et centrée sur des objectifs de long terme, la société favorise une culture d'investissement basée sur la recherche fondamentale et l'indépendance. Elle gère 299 milliards de dollars d'actifs pour le compte de ses clients au 31 mars 2018. Pour plus d'informations, veuillez visiter notre site Web : [www.nb.com](http://www.nb.com).

###

### **AVERTISSEMENT**

Ce document est émis par Neuberger Berman Europe Limited («NBEL»), qui est autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority («FCA») britannique et enregistré en Angleterre et au Pays de Galles, à Lansdowne House, 57 Berkeley Square, Londres, W1J 6ER. et est également un conseiller en placement enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission aux États-Unis et réglementé par la Dubai Financial Services Authority.

Ce communiqué de presse est fourni uniquement à titre d'information, et rien dans le présent document ne constitue un conseil en matière d'investissement, juridique, comptable ou fiscal, ni une recommandation d'acheter, de vendre ou de détenir un titre.

Le nom et le logo «Neuberger Berman» sont des marques déposées de Neuberger Berman Group LLC. © 2017 Neuberger Berman Group LLC. Tous les droits sont réservés.

###