



La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Discussion Paper | CROSS ASSET Investment Strategy

DP-28-2017

Mégatendances et disruptions

Quelles conséquences pour la gestion d'actifs?

RESEARCH
STRATEGY
& ANALYSIS

Mégatendances et disruptions

Quelles conséquences pour la gestion d'actifs ?¹

PHILIPPE
ITHURBIDE
Directeur Recherche

Achévé de rédiger le 20/11/2017

Résumé^{1,2}

L'industrie de la gestion d'actifs doit faire face à trois types de défis.

- 1. D'abord, un nouvel environnement**, avec la concurrence plutôt nouvelle et féroce entre des acteurs de plus en plus grands, avec l'émergence de nouveaux acteurs (fonds souverains, fonds de pension...), l'environnement de taux bas, les changements de contraintes réglementaires. L'une des ambitions de cet article est de présenter les voies permettant aux asset managers, qu'ils soient fonds de pension, assureurs, fonds souverains, banques centrales ou fonds mutuels... de s'adapter à cette nouvelle situation. En d'autres termes, **comment faire face à l'environnement actuel de concurrence et de taux bas ?**
- 2. Deuxièmement, l'émergence de mégatendances** : comment faire face aux défis démographiques, au changement climatique, à la révolution technologique, aux innovations..., comment

¹ Cet article a été présenté à la conférence FLAR 2017, qui s'est tenue à Carthagène, Colombie, les 9 et 10 novembre. L'auteur souhaite remercier tous les participants et en particulier M. Iker Zubizarreta, Directeur financier du FLAR (Fondo Latino Americano de Reservas). Il veut aussi remercier M. Xavier Musca (Directeur Général Délégué du Crédit Agricole) pour les échanges sur ce sujet et M. Bernard Agulhon (Affaires réglementaires et publiques d'Amundi) pour sa contribution sur MiFid.

² Cet article traite de l'impact des mégatendances et des disruptions sur le business model de la gestion d'actifs. Il complète le Discussion Paper publié en mai 2016, qui analysait l'impact de l'environnement de taux bas / négatifs (Ithurbide Ph. (2016) « Environnement de taux bas / négatifs, stagnation séculaire... Implications pour la gestion d'actifs » ; Discussion Papers Series, DP-15-Mai, 48 pages)

miser sur les valeurs sociales, éthiques et comportementales... La seconde ambition de cet article est de répondre à cette question: **comment investir et apporter du rendement dans les portefeuilles en investissant dans les mégatendances et les disruptions?**

3. Troisièmement, faire face à une véritable rupture, une réelle disruption: comment bien appréhender cette (ces) disruption(s) et adapter les « *business models* » à ce qu'on appelle la Watsonisation (développement de l'informatique cognitive), la Googlisation (la disponibilité d'un plus grand volume de données), l'Amazonisation (la puissance des plateformes), l'Uberisation (de nouveaux *business models*) et la Twitterisation (faire des affaires dans un monde de plus en plus connecté et collaboratif)... ces tendances sont assurément susceptibles de remodeler l'industrie de la gestion d'actifs. Dernière question à aborder: **comment adapter les modèles d'affaires, survivre, être efficace et rentable dans un environnement aussi changeant?** La technologie demeure l'un des secteurs les plus importants de l'économie mondiale, mais dans la nouvelle économie d'aujourd'hui, pratiquement toutes les entreprises - petites et grandes - sont dans le domaine de la technologie, directement ou indirectement.

Certaines de ces questions peuvent être adressées à toute entreprise qui gère des actifs et des risques: compagnie d'assurance, fonds de pension, banque centrale, fonds de dotation, fonds communs de placement...

Investir dans les mégatendances présente plusieurs avantages: c'est un bon moyen d'investir dans les futurs « gagnants », de sortir des thèmes de stagnation séculaire (croissance faible, environnement à taux bas) et de mieux s'exposer à la croissance séculaire, en réduisant l'exposition aux facteurs purement cycliques et en bénéficiant d'approches thématiques. C'est aussi un bon moyen de trouver un rapport risque / rendement plus favorable, et d'investir là où le risque est encore rémunéré.

La gestion d'actifs est en pleine disruption, ce qui explique pourquoi 73 % des PDG américains et 61 % des PDG dans le monde pensent que la nouvelle concurrence va perturber leurs industries au cours des cinq prochaines années. Selon les personnes interrogées, les nouveaux arrivants perturberont radicalement leurs activités ou leur permettront de préserver leurs modèles d'affaires, tout en les « forçant » à adopter de nouvelles technologies. La gestion de portefeuille sera largement transformée par l'intelligence artificielle et les analyses qui résultent de l'utilisation plus large des données et les méthodes qui en découlent. L'intelligence artificielle, le big data et les plateformes auront sans le moindre doute un impact important sur les modèles d'affaires. Le processus de distribution des produits sera également largement influencé par les stratégies axées sur les données et les

plateformes en ligne. Le Big Data donne aux sociétés de gestion d'actifs de nouvelles opportunités pour améliorer les connaissances des investisseurs (culture du risque, partage des connaissances, meilleure compréhension des métiers), s'engager plus profondément auprès des investisseurs et comprendre leurs préférences en constante évolution. Les entreprises ayant la capacité de développer des infrastructures et d'investir dans l'innovation auront également des avantages compétitifs qu'il sera difficile de contrer. Comme les activités d'investissement sont davantage axées sur les données, en raison des exigences réglementaires et des exigences des investisseurs, la qualité des transactions et des plateformes de négociation deviendra un facteur concurrentiel de plus en plus important. Le *blockchain* en particulier permettra de commercer facilement en ligne et de fournir une transparence totale sur toutes les transactions. En éliminant les intermédiaires et en fournissant un outil fiable et transparent, le *blockchain* peut réduire les coûts (moins de réconciliations d'erreurs, plus de simplicité), augmenter la solidité (peu de risque de défaillance ou d'erreur) et accroître la transparence (avec une surveillance rapide, simple, efficace et peu coûteuse). Enfin, les sociétés de gestion d'actifs auront besoin de personnes possédant les compétences adéquates pour ce nouvel environnement d'affaires, en particulier des spécialistes des données de haut niveau et des développeurs d'algorithmes adaptés aux tendances des métiers.

Dans l'ensemble, pour rester compétitives et profiter de nouvelles opportunités, les sociétés de gestion doivent réfléchir davantage à leurs modèles d'affaires et aller au-delà des simples améliorations. La gestion d'actifs est maintenant entrée dans une véritable phase de disruption. Cela nécessite une nouvelle réflexion, un changement conscient de mentalité et un leadership efficace au niveau de l'entreprise et de l'industrie. Ce sont sans aucun doute les clés du succès futur.

Mots-clés

Mégatendances, disruption, innovation, digitalisation, gestion d'actifs

Table des matières

Introduction	9
I. L'asset management, un rôle essentiel dans le paysage financier d'aujourd'hui	11
II. La gestion d'actifs: une très forte expansion depuis la grande crise financière	13
• Raison #1: l'excédent d'épargne	p 13
• Raison #2: l'abondance de liquidité	p 13
• Raison #3: la forte expansion des fonds de pension	p 13
• Raison #4: l'apparition de nouveaux intervenants comme les fonds souverains	p 13
• Raison #5: la régulation des banques qui a poussé à la désintermédiation	p 14
III. Une expansion énorme et une concurrence féroce	17
• Conséquence # 1: la réduction des marges et des commissions de gestion	p 17
• Conséquence # 2: une régulation plus stricte	p 17
• Conséquence # 3: la recherche d'innovation et de différenciation	p 20
IV. De nombreux défis à venir	22
4.1. Challenge # 1: conserver sa rentabilité / compétitivité dans l'environnement de taux bas	p 22
4.2. Challenge # 2: s'adapter aux grandes tendances structurelles à long terme	p 29
• Investir dans des thématiques long terme ne relève pas d'une démarche d'investissement traditionnelle.	p 31
• Comment « jouer » les mégatendances? Les thèmes d'investissement sont très nombreux.	p 32
• Mégatendances, SMART bêta, investissement factoriel, actifs réels, actions, obligations, etc.: des approches complémentaires.	p 34
• L'infrastructure, une mégatendance mêlant mégatendances: actifs réels, marchés émergents, démographie...	p 36

4.3. Challenge # 3 : être capable d'adapter son business model aux bouleversements technologiques de la révolution industrielle en cours p 41

- Tendance # 1: le développement de l'informatique cognitive (La WATSONISATION) p 42
- Tendance # 2: la mise à disposition d'une plus grande quantité de données (La GOOGLISATION) p 46
- Tendance # 3: le pouvoir des plateformes (L'AMAZONISATION) p 48
- Tendance # 4: l'éclosion de nouveaux modèles commerciaux (L'UBERISATION) p 49
- Tendance # 5: on fait des affaires dans un monde de plus en plus connecté et collaboratif (La TWITTERISATION) p 50

Blockchain et crypto – monnaies : un avenir commun ? p 53

4.4. Challenge # 4 : faire face au durcissement inévitable de la régulation p 55

Conclusion 57

Annexe 60

Références 61

Discussion Papers 63

Introduction

Ce papier traite d'un sujet d'actualité brûlant : « l'impact des mégatendances et des disruptions sur la gestion d'actifs, business models et activités de gestion ». C'est un sujet brûlant pour plusieurs raisons :

- En premier lieu, parce que l'activité d'asset management a pris une dimension considérable depuis les années 50, certes, mais surtout depuis la crise financière. Aux États-Unis seulement, la gestion d'actifs représentait 50 % du PIB en 1946, contre plus de 250 % aujourd'hui.
- Ensuite, parce que les changements à venir sont aussi importants qu'incertains voire mal identifiés. Ils sont de toute façon susceptibles de modifier bon nombre de *business models*, dont la gestion d'actifs.
- Enfin, parce qu'ils vont inévitablement déterminer quels seront les grands gagnants et les grands perdants de ces transformations structurelles. Comment faire face à cette tendance lourde? Que faire pour rester vivant et performant?

Cet article présente trois types différents de défis / disruptions.

- **1^{er} défi: le nouvel environnement auquel sont confrontés les gestionnaires d'actifs**, avec la concurrence plutôt nouvelle et féroce entre les acteurs, avec l'émergence de nouveaux acteurs (fonds souverains, fonds de pension...), l'environnement de taux bas, les évolutions réglementaires... L'ambition de cet article est de présenter comment la gestion d'actifs fait face à l'environnement actuel.
- **2^e défi: les mégatendances. Comment faire face aux défis démographiques, au changement climatique, à la révolution technologique, aux innovations, comment intégrer valeurs sociales, éthiques et comportementales...?** Le but est de répondre à cette question: comment investir et apporter du rendement en investissant dans les mégatendances et les disruptions?
- **3^e défi, qui est la vraie disruption: comment ce que l'on peut appeler la watsonisation, l'uberisation, la googlisation, l'amazonisation, la twitterisation... va remodeler - ou pas - l'industrie de la gestion d'actifs?** Dernière question à aborder: Comment s'adapter, survivre, être efficace et rentable dans un environnement aussi changeant?

I. L'asset management, un rôle essentiel dans le paysage financier d'aujourd'hui

Comment définir l'importance et le rôle des asset managers dans le paysage financier d'aujourd'hui? Rien n'est sans doute plus parlant que l'épisode de crise bancaire aux États-Unis en 2008, et les relations étroites entre Tim Geithner (Président de la Fed de New York (2003-2009) et secrétaire du Trésor (2009-2013)) et Larry Fink, de Blackrock.

Lors de la crise financière de 2008, la personne que Tim Geithner a le plus souvent appelée (si l'on se réfère aux investigations qui figurent dans une enquête du Sénat) n'a pas été le président de Goldman Sachs, ni celui de JP Morgan ou de Citibank, cela n'a pas été non plus le président de Lehman Brothers, mais le CEO de Blackrock, le plus gros asset manager américain et de la planète. La crainte était de voir disparaître les investisseurs du financement des banques, actions et dettes. La Réserve fédérale et le Trésor ont même chargé Blackrock d'évaluer (ce ne fut pas une banque en charge de cela) et de vendre les 130 milliards d'actifs toxiques d'AIG et de Bear Stearns. Dans la foulée, il a été appelé à la rescousse de Citigroup et de Fannie Mae et Freddie Mac, les deux géants du crédit hypothécaire, et il est devenu en somme une sorte de ministre des Finances bis. Durant la crise financière, Larry Fink a donc été constamment en communication avec la Fed, le Trésor... aidant à mettre en place - à influencer - le plus gros plan de sauvetage financier de l'Histoire. Il y a moins de 20 ans, voire même 10 ans, tout cela était inimaginable... Il y a un peu plus de 10 ans, d'ailleurs, Larry Fink disait à ses employés: « Avec un peu d'espoir, nos familles sauront un jour ce qu'est BlackRock »! Quelques années plus tard, dû aux différentes acquisitions, et aux circonstances exceptionnelles qu'a représenté la crise financière, c'était chose faite...

Même tendance en Europe, où, depuis la crise de la dette, la BCE a intensifié ses relations avec les principales entités de gestion d'actifs: leur rôle dans le recyclage de la liquidité issue des programmes de politiques monétaires non conventionnels, ou encore dans les plans de sauvetage des banques... tout cela a rendu la consultation des banques centrales et des agences d'émission inévitable... et l'activation de meetings réguliers avec les gouverneurs des banques centrales, nationales et européenne.

La gestion d'actifs est une activité qui est graduellement devenue incontournable parce qu'elle a fortement grossi, partout dans le monde.

C'est une activité également devenue essentielle pour bon nombre de groupes bancaires parce qu'elle permet de compléter et de diversifier l'offre, et qu'elle permet d'assurer un développement international plus global et à certains égards à risques plus limités. Elle donne aux groupes concernés une visibilité et une notoriété plus grandes.

En simplifiant à outrance, une banque prend des engagements auprès de clients (des prêts notamment) et donc des risques financiers (des risques de change, des risques de défaut de l'emprunteur, des risques de faillite du client), alors qu'une société de gestion gère « simplement » si l'on peut dire l'argent de clients (elle gère pour compte de tiers et non sur son bilan). Le risque de réputation, par exemple, existe dans les deux cas, mais le risque de pertes n'a rien à voir entre ces deux types d'engagements.

Comme il s'agit là d'une activité à forte rentabilité, la gestion d'actifs a également vu éclore de grands – parfois très grands – acteurs indépendants, c'est-à-dire non adossés à des groupes bancaires.

II. La gestion d'actifs : une très forte expansion depuis la grande crise financière

L'industrie de la gestion a connu une expansion exceptionnellement forte au cours de ces dernières années, à peu près partout sur la planète, et ce pour plusieurs raisons :

Raison # 1: l'excédent d'épargne dans certaines parties du monde, notamment l'Asie et l'Europe. La Chine, par exemple, est au fil des années devenu le pays à l'épargne la plus importante au monde. Dans l'ensemble des pays émergents, le développement d'une classe moyenne de plus en plus grande et de plus en plus riche a également favorisé l'épargne et par voie de conséquence l'industrie de la gestion ;

Raison # 2: l'abondance de liquidité. Elle a été évidemment favorisée par de faibles niveaux de taux d'intérêt (en baisse continue depuis le milieu des années 80), mais elle a également été « exagérée » du fait de politiques monétaires exceptionnellement accommodantes, via notamment les programmes de « *quantitative easing* », au Japon, aux États-Unis et en zone euro notamment ;

Raison # 3: la forte expansion des fonds de pension est également une des raisons à l'expansion de la gestion d'actifs. Les deux plus gros fonds publics au monde sont d'ailleurs des fonds de pensions nationaux. Le Social Security Trust Funds des États-Unis gère un peu moins de 3000 milliards de dollars tandis que le GPIF - Government Pension Investment Fund gère, au Japon, plus de 1300 milliards de dollars. Tout ce qui concerne les retraites et pensions devient crucial dans le monde actuel, avec d'une part le vieillissement de la population, l'émergence de classes moyennes dans les pays émergents, les réformes des régimes de retraite...

Raison # 4: L'apparition de nouveaux intervenants comme les fonds souverains, des intervenants d'un tout autre genre que les intervenants historiques. Ce sont des fonds d'investissement publics qui répondent essentiellement à trois critères :

1. Ils sont la possession ou sous le contrôle d'un gouvernement national ;
2. Ils gèrent des actifs financiers dans une logique de long terme ;
3. Leur politique d'investissement a pour objectif d'atteindre des objectifs macroéconomiques comme la gestion de l'épargne intergénérationnelle, la diversification du PIB ou le lissage de l'activité économique.

Leurs ressources proviennent de l'accumulation d'excédents de la balance courante souvent liés à l'exportation de matières premières (comme la Norvège, les Émirats arabes, la Russie...), d'un excédent structurel d'épargne (comme Singapour). Elles peuvent aussi provenir du transfert

d'une partie des réserves de change de la banque centrale (c'est le cas de la Chine).

Pour simplifier, la création d'un fonds souverain peut donc obéir à quatre différents objectifs :

- Lutter contre la « malédiction des matières premières » : le « malaise hollandais » a conduit certains pays producteurs de matières premières à privilégier la production de matières premières au détriment du reste, et cela entraîne une forte désindustrialisation (désengagement de la production de secteurs entiers et appréciation de la devise qui pénalise les exportations) ;
- Lutter contre la volatilité des prix des matières premières ;
- Mieux gérer les excédents de réserve de change ;
- Orienter l'épargne vers des objectifs de long terme.

Le fonds souverain norvégien gère un peu moins de 1000 Mds de dollars, l'ADIA ainsi que le CIC chinois gèrent plus de 800 milliards, le Kuweit Investment Authority et la SAMA d'Arabie Saoudite gèrent quant à eux plus de 500 Mds de dollars... Les fonds souverains sont devenus tellement gros que leurs actions sont amplement commentées (quand on en a connaissance!) et parfois redoutées. Certains fonds souverains ne sont pas du tout ou très partiellement régulés et l'opacité de leurs actions et de leur gouvernance leur est souvent reprochée. Il faut également noter que tous les fonds souverains n'ont pas que des objectifs financiers, et ils sont parfois le bras armé des États qui les ont créés, dont certains sont eux-mêmes considérés comme étant peu démocratiques.

Raison # 5: Autre facteur de développement de l'activité de la gestion, la régulation des banques. Celle-ci a poussé à la désintermédiation. Le marché du crédit européen est de moins en moins « en banque » (système dans lequel le crédit est assuré principalement par les banques) et de plus en plus « hors banque » : en clair, les entreprises se financent de plus en plus sur le marché des capitaux, motivés notamment par les taux bas et la recherche de rendement de la part des investisseurs. Pour ne parler que de la France, les nouveaux financements des entreprises sont désormais quasiment pour moitié issus de crédits bancaires et pour moitié issus des marchés financiers (80 % - 20 % il y a 20 ans, et 75 % - 25 % il y a encore une poignée d'années). Aux États-Unis, le financement se fait à 75 % via les marchés financiers (système hors banque typique, et depuis longtemps). Autrement dit, et plus particulièrement en Europe où la désintermédiation était faible, la relation entre banques et clients a été chamboulée par la régulation des banques : **la liquidité, offerte précédemment par les banques, se trouve désormais dans les marchés, et les assureurs et asset managers sont devenus les intermédiaires. Ce « nouveau rôle » des asset managers s'effectue parfois en partenariat avec des banques**, car elles (et elles seules) ont une très bonne connaissance des entreprises... auxquelles elles ont accordé des prêts pendant des années.

L'état de la désintermédiation en Europe

Contrairement aux grandes entreprises, aux entreprises listées et ayant un rating d'agences de notation, les PME continuent de compter sur les banques pour leur financement (96 % en France aujourd'hui par exemple). Les ETI utilisent déjà (notamment en France) une combinaison de sources de financement (banques à 74 %, marchés à 26 %, avec un financement de marché qui s'accroît rapidement).

Rappelons quelques tendances lourdes :

- La désintermédiation a gagné du terrain en France (60 % banques, 40 % marchés... et ce dans un pays qui a néanmoins le système bancaire le plus solide en Europe), et en Belgique notamment, mais pas dans d'autres pays périphériques (Espagne, Grèce... où la part des banques est encore supérieure à 90 %). L'analyse des flux de financements nouveaux (et non des stocks existants) est très concluante à ce sujet : la part des nouveaux crédits en provenance des marchés est désormais similaire en France et au Royaume-Uni, par exemple.
- En Italie et en Allemagne, la majeure partie du crédit aux entreprises (respectivement 84 % et 79 %) provient toujours des banques. Les entreprises de toutes tailles dépendent des banques ; il existe encore de fortes disparités entre les pays, mais en ce qui concerne les flux de financement, l'Europe devient progressivement un système « non-bancaire » par opposition à un système bancarisé.

Cette tendance à la désintermédiation se poursuivra car les banques, les investisseurs et les entreprises ont tous un intérêt commun :

- Les entreprises, parce que leurs besoins de financement restent élevés (par exemple, le refinancement à venir, le financement des fusions et acquisitions, etc.)
- Les banques, parce qu'elles sont de plus en plus restreintes par les règlements locaux et internationaux (Bâle 3) (augmentation du coût du capital / ressources).
- Les investisseurs, (1) parce qu'ils ont besoin de diversification et (2) parce qu'ils recherchent du rendement (via des primes de risque et de liquidité).

Au total, excédent d'épargne, abondance de liquidité, émergence de nouveaux acteurs, régulation des banques et désintermédiation, tout cela a favorisé **l'éclosion de nombreuses sociétés de gestion** (plus de 600 ont reçu l'agrément de l'AMF et opèrent en France), mais aussi en parallèle **l'éclosion de nouveaux géants** dans cette industrie, comme PIMCO (grand spécialiste de la gestion de la dette américaine) et Blackrock aux États-Unis : quasiment inconnu il y a à peine un peu plus de 10 ans, Blackrock gérait 200 millions de dollars en 2000. Il en gère désormais plus de 5000 milliards de dollars!!!). En Europe, Amundi, gère plus de 1500 milliards d'euros... vs 300 milliards environ en 2004).

Selon la base de données du BCG, la taille des actifs sous gestion gérés par des professionnels (en échange de commissions de gestion), comprenant les fonds captifs des fonds de pension et compagnies d'assurances confiés à des asset managers est de l'ordre de 70 trln de dollars fin 2016, contre 27 trln en 2002 et seulement 38 en 2008. Sur les 70 trln actuels, 50 % environ sont domiciliés aux États-Unis (environ 1 trln aux États-Unis en 1990, avec un asset management européen dans les fonds baptismaux !). On voit bien l'explosion des actifs sous gestion, notamment depuis la crise financière. « *Nous sommes sur le point d'entrer dans l'âge de la gestion d'actifs* », estimait la Banque d'Angleterre il y a 3 ans.

Au total, le paysage de la gestion d'actifs n'a aujourd'hui plus rien à voir avec celui qui prévalait il y a 10 ou 15 ans à peine.

À noter que coexistent deux types de sociétés de gestion : celles qui sont le bras armé de banques (comme Amundi, JP Morgan Asset Management...), et celles qui sont totalement « indépendantes » de groupes bancaires (c'est le cas de PIMCO et Blackrock aux États-Unis, ou encore de Carmignac en France...).

III. Une expansion énorme et une concurrence féroce

Cette concentration et cette explosion de l'activité vont évidemment de pair avec une concurrence acharnée pour d'une part capter l'épargne de son propre pays ou zone de localisation, celle concentrée dans les fonds souverains et fonds de pension qui sont en phase d'accumulation d'actifs, mais aussi, d'autre part, pour chasser sur les territoires des concurrents. Tout cela n'est pas sans conséquence.

Conséquence # 1: la réduction des marges et des commissions de gestion

Certes, la profitabilité des grandes sociétés de gestion reste souvent élevée, mais le contexte devient difficile pour bon nombre d'entre elles. Non seulement la concurrence a poussé les sociétés de gestion à mieux maîtriser leurs coûts, à revoir leur « business models », à réduire le nombre de fonds portés... mais elle a également poussé très fortement les prix à la baisse, et donc les marges. Tant et si bien que la concentration pousse elle-même à la concentration... Compte tenu de cette concurrence, la réduction des marges a dans un premier temps touché bien plus lourdement la gestion d'actifs pour institutionnels : pour un même produit, la marge envers les institutionnels est désormais environ deux à trois fois plus faible que celle délivrée par la gestion pour clientèle retail / distribution. La baisse des taux est responsable pour partie de la baisse des marges, et la concurrence internationale entre les grands acteurs explique en grande partie l'écart de rentabilité entre institutionnels et retail, et la plus grande uniformisation des marges. Cette tendance est loin d'être terminée, et elle pousse à la poursuite de la rationalisation / réduction du nombre de fonds, par exemple.

Conséquence # 2: une régulation plus stricte

Tout le monde a en tête la régulation bancaire, largement disséquée dans la presse financière ces dernières années notamment. Elle est devenue de plus en plus stricte depuis la crise financière de 2008, du fait du rôle systémique des banques dans certains pays. Un certain nombre de banques ont d'ailleurs été qualifiées de systémiques et font l'objet de revues spécifiques et régulières par la BCE, ce qui a pour objet de corriger les dérives et de rassurer les investisseurs, les marchés financiers, et surtout de prévenir les chocs financiers et économiques. En ce qui concerne les sociétés de gestion, la régulation a essentiellement visé **la protection du consommateur, de l'épargnant**. C'est l'angle traditionnel de la régulation des asset managers. La Directive Mifid représente actuellement un nouveau durcissement. Cinq cibles principales :

- Revoir la négociation des actions et des dérivés sur les marchés réglementés et organisés ;

- Étendre les règles de transparence avant et après négociation (pre-trade et post-trade), notamment sur les marchés obligataires;
- Promouvoir une concurrence équitable entre les ordres des différents lieux d'exécution en alignant les organisations;
- Superviser les activités de trading algorithmique pour garantir la stabilité du marché;
- Renforcer la protection des investisseurs: suivi des commissions, informations sur les commissions et frais de gestion et garantie d'un meilleur contrôle du principe de « meilleure exécution ».

En ce qui concerne la protection des clients, on peut relever trois sujets majeurs qui ont une incidence inégale sur la gestion :

- *Le mode de rémunération de la distribution des fonds (les inducements)*: deux modèles s'affrontaient avec, d'un côté (au Royaume-Uni), une distribution dominée par des conseillers financiers indépendants qui bénéficiaient à titre personnel des rétrocessions de frais de gestion et dont le conseil pouvait donc être biaisé, et de l'autre côté, un modèle intégré (banque - société de gestion) avec des conseillers en agence ignorant les accords de rémunérations négociés au niveau du management. C'est ce modèle qui a été adopté, et les rétrocessions restent autorisées dans le cadre d'un conseil « non-indépendant ».
- *Les contraintes de suitability*: il s'agit d'assurer que le produit conseillé est en pleine adéquation avec le besoin du client. Les conseillers généralistes en agence sont déjà mal à l'aise avec les produits de gestion, et plus encore maintenant face à cette nouvelle exigence. Les produits d'assurance-vie dont la réglementation est moins contraignante en la matière – au moins jusqu'à ce jour – se vendent plus facilement.
- *La transparence sur les coûts*: cette transparence sera renforcée par les dispositions de MIF qui entreront en vigueur début 2018 et elle aura inévitablement un impact sur les frais de gestion. Le point le plus gênant est qu'elle risque d'accentuer encore le recours aux ETF au détriment d'une gestion active à plus forte valeur ajoutée.

D'une manière plus générale, l'élaboration de la directive Mifid a montré à quel point la Commission européenne était aujourd'hui influencée par la notion omniprésente de conflit d'intérêts qui sous-tend toute argumentation juridique à Bruxelles et les conséquences en sont parfois dommageables (voir le tableau récapitulatif ci-après).

Résumé des questions Mifid2 pour les institutions financières :
enjeux importants, **enjeux modérés** et **enjeux non significatifs**

	BFI	Sociétés de gestion	Banques privées/ de détail	Brokers / Dealers / Opérateurs de marché	Central Counter parties
<i>Infrastructure de marché</i>					
Création des OTF (Organised Trading Facilities)	Red	Green	Green	Red	Red
Encadrement de la négociation OTC	Red	Yellow	Yellow	Red	Red
Encadrement du trading algorithmique	Red	Yellow	Green	Red	Red
Accès à la compensation	Red	Green	Green	Red	Red
Marché de croissance des PME	Yellow	Green	Green	Yellow	Yellow
<i>Transparence du marché</i>					
Transparence pre-trade	Red	Green	Green	Red	Green
Transparence post-trade	Red	Yellow	Yellow	Red	Green
Reporting des transactions au régulateur	Red	Yellow	Yellow	Red	Green
<i>Protection des investisseurs</i>					
Classification des clients /Suitability & Appropriateness test	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Green
Informations sur les coûts et frais	Red	Red	Red	Yellow	Green
Conseil en l'investissement	Yellow	Red	Red	Yellow	Green
Inducement	Yellow	Red	Red	Yellow	Green
Product governance	Yellow	Red	Red	Green	Green
Best execution	Red	Yellow	Yellow	Red	Green

Source : Marcerou et alii (2015)

C'est le cas pour le sujet du financement de la recherche sur les valeurs utilisées par les gérants. Des règles très strictes ont été introduites pour éviter qu'un gérant n'ait intérêt à favoriser un broker qui lui fournit plus de recherche.

Alors même que des dispositions équilibrées étaient en place depuis MIF1 dans le cadre de la « best execution » des ordres, avec les « *commission sharing agreements* », de nouvelles obligations de comptabilité analytique extrêmement lourdes sont introduites avec MIF2 qui vont amener de nombreux acteurs à prendre en charge (ou pas) cette recherche et sans doute à en internaliser une partie (ou pas).

Cette évolution sera au détriment de la diversité de l'offre, avec des conséquences potentiellement très dommageables pour la recherche sur les « mid-caps » et pour les sociétés de gestion de taille intermédiaire, lesquelles offrent souvent la meilleure gestion active.

Conséquence # 3 : la recherche d'innovation et de différenciation

La grande difficulté, et l'enjeu majeur, c'est d'identifier rapidement ce qui est « disruptif » et / ou ce qui est durable d'une part, mais aussi de miser sur la solution technologique la plus appropriée. Par exemple, la voiture électrique est-elle la bonne solution? Probablement pas, selon certains PDG de l'automobile, comme M. Tavaréz, PDG de PSA, qui considère que l'hydrogène pourrait bien être la bonne technologie pour l'avenir... mais les subventions publiques vont aujourd'hui aux voitures électriques, ce qui explique son succès actuel.

M. Jean-Marie Dru (président non exécutif du groupe de communication américain de TBWA), est l'inventeur reconnu du mot « disruption ». Il vient de publier un ouvrage « New : 15 approches disruptives de l'innovation ». M. Clay Christensen, professeur à Harvard, est un des auteurs de référence sur la disruption.

Les différentes formes d'innovation sont :

- *L'innovation de process*: il s'agit ici de méthodes de production technologiquement nouvelles ;
- *L'innovation de rupture*: avènement d'une nouvelle technologie qui bouleverse – et rend souvent obsolète - les anciennes habitudes ;
- *L'innovation incrémentale*: la fonction d'un produit ne change pas radicalement, mais il est amélioré (exemple: passage du téléphone filaire au téléphone sans fil) ;
- *L'innovation perturbatrice*: innovation sous-performante au départ mais qui finit par s'imposer (exemple: passage du logiciel payant au logiciel libre) ;
- *L'innovation en grappe* (terminologie de J. Schumpeter (1883-1950)): autour d'une innovation initiale, d'autres innovations viennent se greffer, formant des ensembles interdépendants. Chaque grappe bouleverse l'ancienne économie et peut être en définitive destructrice.

Quand on parle de révolution technologique, on fait référence à plusieurs choses: le « big data », la rapidité des changements technologiques, la recherche génétique, les nouvelles innovations, les nanotechnologies, la robotique, l'économie de la connaissance, la microchirurgie, l'automatisation, les réseaux...

Il faut rappeler que les robots remplacent graduellement les emplois faiblement qualifiés, du fait des gains en efficacité, venant de la réduction des coûts, de la meilleure qualité, de la plus grande précision, de la réduction des risques, de la possibilité de production ininterrompue (24 h sur 24, et 7 jours sur 7), du gain en termes de flexibilité et de fiabilité (Deloitte).

L'asset management est évidemment, comme toute activité, concernée par ces mégatendances et ces innovations disruptives.

Jamais la gestion d'actifs n'aura été aussi innovante, aussi créatrice. Mentionnons quelques innovations récentes:

- Les « **ETF** », qui facilitent à moindre coût, la prise de position sur un marché ou la couverture de portefeuilles; une innovation de process?
- La gestion « **SMART Beta** », qui pousse à la recherche d'indices plus performants ou moins risqués; une innovation incrémentale?
- Le « **factor investing** », qui invite à investir non plus en opposant des classes d'actifs, mais des facteurs de risque. Une innovation disruptive?
- Les « **alternative risk premia** », qui traversent l'ensemble des classes d'actifs. Une innovation disruptive?

IV. De nombreux défis à venir

Jamais la gestion d'actifs n'aura été aussi innovante, aussi créatrice, mais au-delà de ces bouleversements majeurs, l'asset management doit faire face à quatre types de challenges.

4.1. Challenge # 1: conserver sa rentabilité / compétitivité dans l'environnement de taux bas

Un exemple emblématique pour illustrer ce challenge: la situation des fonds monétaires. Avec des taux proches de zéro voire même négatifs, comment facturer au client une somme supérieure au rendement total du portefeuille? Et comment accroître le rendement sans prendre des risques incompatibles avec la nature de ces fonds? C'est pour cette raison que les fonds monétaires ont disparu au Japon après deux décennies de politique de taux zéro alors que, il y a 20 ans à peine, ce pays détenait le record mondial des actifs monétaires sous gestion. Mêmes difficultés pour des fonds obligataires, au Japon, mais aussi en Europe où les taux sont très bas, et durablement bas...

Question clé: L'environnement des taux bas est-il une véritable mégatendance, en d'autres termes une situation durable? Quand on parle de taux d'intérêt, on peut distinguer différents types: taux de marché, taux administrés, taux théoriques...

- **Le taux d'équilibre**: le taux d'intérêt en ligne avec les fondamentaux,
- **Le taux du marché** auquel les transactions ont lieu,
- **Les taux à court terme**,
- **Les rendements obligataires à long terme**,
- **Les taux directeurs**: les taux des banques centrales,
- **Le taux naturel**: les taux d'intérêt qui équilibrent l'épargne et l'investissement quand la croissance est à son potentiel,
- **Le taux neutre**: au taux de croissance potentiel, le taux nominal naturel neutre est égal au taux réel neutre, plus la cible d'inflation de la banque centrale,
- **Le taux nominal**: le taux auquel un contrat est établi,
- **Le taux réel**: le taux nominal moins l'inflation,
- **Le taux d'actualisation**: le taux d'intérêt utilisé pour valoriser les actifs.

Ce qui est remarquable dans la situation actuelle, c'est que tous ces taux ont fortement baissé, pour des raisons cycliques, mais aussi pour des raisons structurelles, et pour des raisons liées aux stratégies des banques centrales...

Les « principaux » facteurs structurels incluent :

- **La diminution de la population en âge de travailler et / ou la baisse des taux d'activité**. C'est une réalité dans la plupart des pays avancés et en Chine aussi, un pays devenu vieux avant d'être riche;

- **Le ralentissement de la progression du progrès technique**, qui réduit les gains de productivité. Ceci est, avec la démographie, un sujet habituellement mentionné par les partisans de la thématique de la stagnation séculaire ;
- **Une augmentation massive des inégalités** qui représentent un fardeau pour la croissance potentielle, thème développé notamment par Robert Gordon ;
- **La baisse ou la stagnation du revenu disponible réel**, d'où le rôle des politiques salariales et de la fiscalité ;
- **L'impact du fardeau de la dette**. L'excès de crédit avait artificiellement stimulé la croissance dans de nombreux pays (États-Unis, Espagne entre autres...) jusqu'à la crise financière de 2008. Le désendettement généralisé qui a suivi a pesé sur la croissance, tandis que les politiques économiques entravées par l'endettement doivent encore soutenir les entités endettées, en particulier les gouvernements, et elles ne peuvent plus ainsi contrer les cycles économiques aussi bien qu'auparavant. Mais le désendettement est encore à venir, si l'on se réfère aux indicateurs de dette, dette privée, publique ou totale selon les pays. En d'autres termes, la dette maintient le taux d'intérêt naturel très bas.

La stabilité macroéconomique d'un tel régime nécessite des taux d'intérêt bas, et cela devrait durer encore, car ces changements sont plus structurels que cycliques. L'accumulation de la dette est un autre facteur qui maintient les taux à des niveaux bas et plaide contre toute hausse massive des taux d'intérêt, courts et longs.

Mais nous devons également admettre que le marché obligataire a atteint des niveaux excessifs, poussés par quatre facteurs :

1. **La rationalité** : la faible croissance et la faible inflation sont deux éléments incontestables, objectifs et rationnels qui justifient le faible niveau des taux d'intérêt.
2. **La confiance** : Celle-ci est fournie par les banques centrales, y compris par les programmes d'achat d'actifs qui poussent et maintiennent les taux inférieurs aux niveaux « d'équilibre ».
3. **La complaisance** : la mondialisation (flux de capitaux), la réglementation (qui a poussé certains types d'investisseurs vers les obligations) et la recherche d'actifs sûrs (obligations du Trésor américain ou obligations allemandes) ont favorisé la complaisance. Ces facteurs semblent en effet irréversibles.
4. **La différence ou la perception de la différence** : beaucoup de gens pensent que cette fois-ci, tout est différent.
 - Les taux d'intérêt sont bas depuis longtemps, et l'impression que les conditions du marché (taux) ne changeront jamais domine dans les esprits ;
 - Les politiques monétaires ultra-accommodantes n'ont pas eu d'impact sur les anticipations inflationnistes et de croissance, renforçant la thèse d'une « stagnation séculaire » ;

- Les banquiers centraux ont vu passer un cycle économique complet sans jamais pouvoir augmenter significativement les taux: ils ne pourront pas le faire maintenant;
- Les décideurs n'ont d'autre choix que de maintenir le coût du service de la dette aussi abordable que possible;
- Enfin, en ce qui concerne les ménages, la baisse du revenu disponible réel dans de nombreux pays pousse à l'épargne et non à la consommation.

Ces 4 prérequis restent d'actualité, mais il ne faut pas sous-estimer les changements qui s'opèrent actuellement :

1. Les politiques monétaires conventionnelles (politiques de taux d'intérêt) sont parvenues à leur terme... **et « l'ère des taux bas pour toujours est révolue »** ;
2. **La grande période de désinflation est terminée;**
3. **Les programmes de politiques monétaires non conventionnelles (QE) ont amené les taux d'intérêt dans des territoires inconnus et inexplorés...** et il est difficile d'imaginer que ces programmes dureront indéfiniment;
4. **Le débat sur les gains de productivité**, qui détermine la croissance potentielle et donc l'équilibre et les niveaux naturels des taux d'intérêt, est **loin d'être clair.**

Où en sommes-nous? Il y a quatre visions positives et trois visions négatives.

- **Vision positive # 1: Certaines études rejettent l'inévitabilité de la stagnation séculaire et montrent que même en Europe, le progrès technologique (productivité totale des facteurs) ne se porte pas aussi mal que ce qui est généralement revendiqué**, même s'il existe des différences significatives entre les pays. La dualité de certaines économies et les écarts entre les secteurs / régions / pays cachent une réalité qui est en réalité plus favorable qu'on ne pourrait le penser ;
- **Vision positive # 2: D'autres croient que nous ne sommes pas encore capables de mesurer correctement les effets de la révolution industrielle sur la productivité**, car de tels effets ne peuvent apparaître que dans le futur. Il convient de rappeler qu'au cours de l'histoire, il a fallu des décennies avant que de nouvelles techniques / technologies commencent à se répandre dans le reste de l'économie. Cependant, il faut également noter que la diffusion des outils / technologies / inventions / innovations est aujourd'hui plus rapide que jamais et qu'elle ne cesse de s'accélérer: il aura fallu attendre 75 ans avant que le téléphone n'atteigne 50 millions d'utilisateurs et pour atteindre le même résultat, il aura fallu 38 ans à la radio, 13 ans à la télévision, 4 ans à Internet, 3 ans à l'iPod, 2 ans à Facebook, 1 an au smartphone et 35 jours à l'application Angry Birds! Il aura aussi fallu attendre plus de 180 ans avant que 90 % des pays n'adoptent le bateau à vapeur et à moteur, 120 ans pour les chemins

de fer, plus de 100 ans pour le télégraphe et pour le téléphone, plus de 70 ans pour l'électricité, plus de 60 ans pour l'automobile, plus de 50 ans pour l'avion, 20 ans pour l'ordinateur portable, moins de 20 ans pour le téléphone mobile, et moins de 10 ans pour internet et l'IRM (Imagerie par Résonance Magnétique). Il aura par ailleurs fallu 64 ans pour que l'avion soit utilisé par 25 % de la population américaine, 55 ans pour l'automobile, 46 ans pour l'électricité, 35 ans pour le téléphone, 34 ans pour le VCR, 26 ans pour la télévision, 22 ans pour la radio, 16 ans pour le PC, 13 ans pour le téléphone cellulaire, 10 ans pour la tablette PC, 7 ans pour l'internet, 3 ans pour le smartphone. Pour l'intelligence artificielle, ce sera sans doute plus rapide encore. Tout s'accélère.

- **Vision positive # 3: selon certains auteurs, le problème actuel n'est pas que le rythme du progrès technique ralentisse** (la productivité globale des entreprises les plus innovantes et productives ne diminue pas). La difficulté actuelle réside plutôt dans l'intégration de nouvelles formes de productivité dans les économies et les entreprises. C'est une question de temps.
- **Vision positive # 4: d'autres avancent à juste titre que nous ne pouvons pas correctement mesurer les gains de productivité parce que les phases qui suivent une récession conduisent toujours à une phase de « destruction créatrice »**, pour emprunter l'expression de Joseph Schumpeter. Les effets positifs seraient donc partiellement « occultés » par des dommages immédiats inévitables. Une fois ces dommages terminés, les effets positifs seront révélés.
- **Vision négative # 1: les gains de productivité resteront bas pour longtemps.** Robert Gordon, par exemple, ne s'attend pas à une baisse de la productivité totale des facteurs mais plutôt à un niveau bas car l'inégalité et l'accès à l'éducation sont deux facteurs négatifs significatifs.
- **Vision négative # 2: ce qui inquiète encore cet auteur est que les effets de la Troisième Révolution et les développements connexes dans les technologies de l'information et de la communication ont débuté vers 1960 et ont déjà atteint leur apogée: selon Gordon, les avantages de l'ère numérique auraient été concentrés dans la décennie 1994-2004.**
- **Vision négative # 3: certains ont tendance à considérer que la révolution technologique conduira à la création destructive, et non à la destruction créatrice...** voir le débat sur le pourcentage d'emplois détruits vs le nombre d'emplois créés, le débat sur le revenu universel... même Mark Zuckerberg soutient cette idée, considérant comme beaucoup que seules 20 % des personnes pourraient être employées à l'avenir. Ce n'est pas une question de croissance potentielle, mais une question de structure du marché du travail, de partage des richesses, de durabilité des systèmes économiques, sociaux et politiques...

Que faut-il retenir de ce débat ? Il y a nécessairement du vrai dans ce qui est mentionné plus haut, ce qui rend notre tâche d'autant plus difficile. Miser sur le retour de plus forts gains de productivité grâce à la révolution technologique nous semble néanmoins plus plausible.

Au total, la productivité des économies progresse via deux sources : la microéconomie et la macroéconomie.

- Les **gains microéconomiques** ont lieu au sein d'une entreprise grâce à l'investissement, la formation des travailleurs, l'innovation et la concurrence.



- Les **gains macroéconomiques** se produisent lorsque l'économie globale se réorganise, optimise l'allocation des ressources afin de produire mieux et davantage.

Les deux types de productivité se conjuguent et poussent les gains à la hausse. Les statistiques saisissent correctement la capacité de la productivité à augmenter la consommation et les loisirs, mais elles ne permettent pas de capturer les autres gains, tels que les meilleures conditions de travail, l'apparition de produits nouveaux et meilleurs, la plus grande variété, l'amélioration de la sécurité, et éventuellement l'impact positif sur l'environnement (rien de nouveau sur ce sujet, voir notamment FRB Dallas (2003)).

Les gains de productivité du travail (venant de l'IA) devraient être à l'origine de plus de 55 % des gains de croissance (du PIB) sur la période 2017-2030. Et 58 % des gains croissance du PIB en 2030 proviendront des effets secondaires sur la consommation. Les formes d'IA utilisées aujourd'hui incluent les assistants numériques, les chatbots (ou agents conversationnels) et l'apprentissage automatique, entre autres.

Les diverses formes d'intelligence artificielle

- **INTELLIGENCE AUTOMATISÉE** : automatisation des tâches manuelles / cognitives et routinières / non routinières ;
- **INTELLIGENCE ASSISTÉE** : aider les gens à effectuer des tâches plus rapidement et de meilleure qualité ;
- **INTELLIGENCE AUGMENTÉE** : aider les gens à prendre de meilleures décisions ;
- **INTELLIGENCE AUTONOME** : automatiser les processus de prise de décision sans intervention humaine.

À mesure que les humains et les machines collaborent de plus en plus étroitement et que les innovations en IA sortent des laboratoires de recherche pour s'intégrer au courant dominant, les possibilités de transformation sont stupéfiantes. L'IA est sans aucun doute un moteur de changement majeur, et selon PwC, « l'IA pourrait contribuer jusqu'à 15,7 trillions de dollars à l'économie mondiale en 2030, soit plus que la part actuelle de la Chine et de l'Inde réunies. De ce montant, 6,6 trillions de dollars proviendront probablement d'une productivité accrue et 9,1 trillions de dollars proviendront probablement des effets secondaires sur la consommation ».

Selon PwC, le PIB mondial sera donc jusqu'à quasiment 15 % plus élevé en 2030 en raison de l'accélération du développement et de l'adoption de l'IA. L'impact économique de l'IA sera déterminé par :

- Les gains de productivité des entreprises automatisant les processus (y compris l'utilisation de robots).
- Les gains de productivité des entreprises augmentant la performance de leur main-d'œuvre existante avec des technologies d'intelligence artificielle (intelligence assistée et augmentée).
- Augmentation de la demande des consommateurs résultant de la disponibilité de produits et services améliorés par l'IA personnalisée et/ou de qualité supérieure.

Il reste encore beaucoup de questions à ce stade :

- Quand les banques centrales inverseront-elles sérieusement leur politique monétaire ?
- La stagnation séculaire est-elle une fatalité ?
- L'inflation est-elle une menace réelle ?
- La faiblesse relative de la « productivité » est-elle un mystère ? Si ce n'est pas le cas, la croissance potentielle pourrait revenir sur les niveaux des dernières décennies, voire même plus haut grâce à la « révolution technologique ».
- En d'autres termes, les taux d'intérêt sont-ils encore bloqués à des niveaux aussi bas ?

Quel que soit le résultat final sur la productivité et les réponses à toutes ces questions, les implications de l'environnement de taux bas pour le *business model* de la gestion d'actifs sont multiples et les gestionnaires d'actifs ont déjà dû adapter les processus et les stratégies :

- Il a fallu revoir la notion d'un actif sans risque, les taux courts négatifs éliminant performance et avantages en termes de *macro-hedging* ;
- Il a fallu remettre à plat la construction du portefeuille, en particulier le rôle et la part des obligations gouvernementales ;
- Il a fallu revoir la notion de diversification du portefeuille, les corrections corrélations (déjà instables) ont parfois été modifiées structurellement ;
- Il a fallu réévaluer le nombre de fonds qu'il est possible et avantageux de porter ;
- Il a fallu revoir - à la baisse - la structure des frais de gestion ;
- Il a fallu affiner la qualité de l'exécution des transactions ;
- Il a fallu mettre l'accent sur les services d'advisory, un facteur de différenciation.

Il existe également différentes solutions pour améliorer les rendements des portefeuilles :

- Il faut accepter de plus longues durations des portefeuilles pour aller chercher des rendements plus intéressants élevés ;
- Il faut accepter davantage de risque de crédit (davantage d'obligations à *spreads*, des ratings moyens plus bas... ou les deux) ;
- Il faut ajouter du levier dans les portefeuilles, mais faire cela avec modération (voir ne pas répliquer la situation de 2007-2008),
- Il faut tirer parti des distorsions des courbes de taux, de *spreads*... ;
- Il faut rechercher les biens sous-évalués parce que largement délaissés par les investisseurs: tôt ou tard, ces sous-valorisations seront corrigées ;
- Il faut rechercher des actifs avec des rendements plus élevés et une volatilité plus faible ou des taux de recouvrement plus élevés (c'est très souvent le cas des ABS, des infrastructures, de la dette privée en général...);
- Il faut accepter d'ajouter une composante « change » aux portefeuilles, car les marchés des changes fournissent très souvent le moyen le plus facile et le plus liquide de jouer des événements majeurs (cf. Brexit, marchés EMG, renversements de politiques monétaires...);
- Il faut capter les primes de liquidité (mais prévoir des dispositifs de liquidité dans les portefeuilles) ;
- Il faut revoir la construction des portefeuilles au regard des benchmarks habituels, non optimaux, sous-performants... (ce sont les approches « Smart Beta ») ;
- Il faut utiliser le nouvel environnement « Big Data / Smart Data » afin de mieux comprendre l'information et les tendances ;

- Il faut mieux évaluer les facteurs d'investissement, ceux qui au-delà des corrélations et des classes d'actifs, déterminent les performances (ce sont les stratégies dites « d'investissement factoriel / Factor investing »);
- Il faut investir dans les primes de risque alternatives (ARP ou Alternative Risk Premia), un moyen approprié pour éviter une faible corrélation ou décorrélation entre les différentes classes d'actifs;
- Il faut allouer davantage de risque aux stratégies de rendement absolu, et se donner les moyens (budgets de risque appropriés) de capter les opportunités d'investissement.
- Il faut enfin se concentrer davantage sur les actifs réels (actifs immobiliers, dette privée, dette d'infrastructure, capital-investissement, private equity...), qui par leur positionnement dans le cycle (inflation ou croissance), leurs corrélations, leur diversité, leur prime de liquidité... offrent un attrait spécifique aux allocations d'actifs, surtout en temps de crise (Ph. Ithurbide (2017)). On comprend donc mieux la tentation des investisseurs d'aller vers des actifs moins liquides, afin précisément de capter des primes d'illiquidité et d'améliorer le rendement des portefeuilles. C'est précisément ce que nous proposons à nos clients, avec la mise en avant de métiers comme la dette privée, le private equity, l'immobilier, les *loans*... Mais pour faire cela, il faut avoir une taille critique et une présence locale : elle seule permet d'accéder aux deals et de nouer des partenariats, éventuellement avec des intervenants spécialisés. La concentration, la réduction des marges et la concurrence entre asset managers découlent de cette quête de compétitivité / rentabilité

4.2.Challenge # 2 : s'adapter aux grandes tendances structurelles à long terme

Un autre enjeu important, c'est celui d'adapter son offre de produits aux grandes tendances structurelles, long terme, qui se dessinent, comme la révolution technologique, le changement climatique, l'émergence de politiques d'investissement mettant en avant les valeurs sociales, éthiques et comportementales, les enjeux démographiques (vieillesse des populations, appréhension des générations X, puis Y et bientôt Z, des générations fort différentes des précédentes et fort différentes entre elles...). La recherche de rendement n'est plus la seule motivation des investisseurs. Les changements structurels de l'économie mondiale (que l'on appelle mégatendances) offrent des opportunités incontestables que les sociétés de gestion peuvent capter. Les mégatendances représentent des ruptures, des « disruptions », et donc des opportunités d'investissement. Elles ont des effets de grande ampleur, durables et globaux. Investir dans les mégatendances, cela revient à investir dans des futurs “gagnants” avec des méthodologies différentes des méthodologies habituelles; cela revient également à s'exposer davantage envers la croissance

séculaire, à réduire son exposition aux facteurs purement cycliques, à s'éloigner des investissements traditionnels, qui s'effectuent dans un environnement de faible croissance. C'est aussi une bonne façon de s'éloigner des thématiques de stagnation séculaire, de rechercher un rapport rendement risque plus favorable, et de s'éloigner de l'environnement de taux bas. C'est enfin se donner la possibilité de bénéficier des approches thématiques et d'investir là où le risque est encore rémunéré. En somme, **les mégatendances représentent des changements majeurs, et / ou des évènements disruptifs... mais dans tous les cas, elles représentent également des opportunités d'investissement.**

Mégatendances et perturbations : défis et opportunités	
Les grandes tendances	Quelques thèmes
Les tendances démographiques	<ul style="list-style-type: none"> Le vieillissement de la population L'émergence de la classe moyenne L'urbanisation et les flux migratoires en général Les besoins d'infrastructure Le rôle croissant des femmes Les nouvelles générations (X, Y, Z)
Les tendances macroéconomiques	<ul style="list-style-type: none"> « Stagnation séculaire » Marchés EMG et flux de capitaux (entrées et sorties) Les écarts de richesse entre les pays (la « fracture mondiale ») Inégalités économiques et sociales en ce qui concerne l'accès, l'utilisation ou l'impact des technologies de l'information et de la communication (la « fracture numérique »)
Les tendances technologiques	<ul style="list-style-type: none"> Watsonisation (Profiter de l'informatique cognitive, de l'intelligence artificielle) Googlisation (profiter de la disponibilité d'un plus grand volume de données) Amazonisation (exploiter la puissance des plateformes) Uberisation (éclosion de nouveaux modèles d'affaires) Twitterisation (faire des affaires dans un monde de plus en plus connecté et collaboratif)
Les tendances de l'industrie de l'asset management (AM)	<ul style="list-style-type: none"> Changements règlementaires (AM = risque systémique ?) E-commerce L'expansion des portefeuilles gérés passivement L'expansion des actifs réels et des investissements alternatifs Concentration de l'industrie AM ISR SMART Beta Factor investing Alternative Risk Premia

Que fait Amundi? Deux expériences spécifiques doivent être évoquées

- Dans les mégatendances, le thème du climat est très présent, et on parle beaucoup de **transition énergétique**. Il n'est cependant pas facile d'entrer dans cette thématique très technique et d'attirer des capitaux. C'est sur la base de ce constat qu'Amundi et EDF ont signé un partenariat, que l'on peut résumer ainsi: EDF sélectionne les projets prometteurs en la matière sur une base technique (originalité, faisabilité, soutenabilité, opportunité...), et Amundi en assure le financement via son réseau de grands institutionnels internationaux, désireux de mieux diversifier leurs portefeuilles et de miser sur cette thématique « mégatendance ».
- **L'Investissement Socialement Responsable (ISR)** est une autre des grandes expertises qui répondent à une mégatendance (thématique du climat, des valeurs éthiques, sociales...). L'offre d'Amundi est une des offres les plus complètes du marché, et explique pourquoi nous sommes n° 1 en Europe sur ce sujet, au regard des actifs sous gestion et au regard des enquêtes qui positionnent les sociétés de gestion en fonction de la qualité de leur recherche. Nous aidons les clients dans la définition de leur politique ISR, dans la détermination de leur référentiel (leur univers de gestion), dans le calibrage et le suivi de leur risque, dans la construction de leur portefeuille (et notamment du rating moyen en termes de critères d'Environnement, de critères sociaux et de critères de gouvernance), dans leur reporting, dans leur politique d'exclusion des valeurs les plus controversées, dans la politique Best in Class (sélection des meilleurs émetteurs ou entreprises selon des critères précis). Amundi les aide également dans leur politique d'engagement, dans leur gestion des controverses et dans leur communication sur l'impact investing. Bref, une offre multiforme, complète, adaptée à chaque client... Cela est nécessaire car ceux-ci mélangent de plus en plus les approches de « Best in Class », d'exclusion et de thématique avec ou sans contrainte. Nous avons développé les moyens de les accompagner dans la plus fine des granularités.

1. Investir dans des thématiques long terme ne relève pas d'une démarche d'investissement traditionnelle.

Dans les investissements « traditionnels », un rôle important est donné aux benchmarks, et les investissements sont plutôt faciles: liquidité, régions et secteurs sont bien définis. Certes, les benchmarks sont sous-optimaux, notamment parce qu'ils donnent un trop grand rôle aux gagnants du passé.

Les investissements thématiques sont bien différents:

- Ils ne comportent aucune vue ex ante en termes de benchmarks;

- L'idée est de se focaliser sur les futurs gagnants : plus de contrainte de benchmark (notamment en termes de *market cap...*), plus de contrainte régionale ou sectorielle a priori. À noter que la diversification sectorielle et régionale est néanmoins possible ;
- Les investissements thématiques offrent une certaine décorrélation avec les betas traditionnels, et avec les facteurs d'investissement, ce qui est un atout important ;
- Il s'agit de véritables investissements à long terme, dans un monde dominé par le court terme (la période de détention moyenne d'une action est passée de 48 mois dans les années 1950, à 8 mois en 2000, et à... 22 secondes au début des années 2010) ;

Quand on parle de thématiques du futur, on pense à des process innovants, que l'on va trouver dans des grands groupes mais aussi et surtout au niveau des petites entreprises : **Large caps vs SMID caps ?**

Un process innovant dans le biomédical sera vraisemblablement présent dans des grands groupes pharma (mais au milieu d'autre process, moins innovants, moins (ou peu porteurs)), alors qu'il sera sans doute l'unique activité d'une PME : pas de dilution dans l'investissement. Un exemple : la greffe de peau. Quand on ne peut pas utiliser la peau du malade, on utilise normalement de la peau de porc... ou plus récemment de la peau de poisson... une approche innovante et prometteuse, moins chère et dont l'utilisation comporte un taux de rejet plus faible. On peut investir dans cette nouvelle technique : on trouve par exemple une entreprise au Brésil (et un hôpital utilisant la peau de poissons tilapia), ainsi qu'une entreprise PME en Islande 100 % dédiée à cette technologie...

2. Comment « jouer » les mégatendances ? Les thèmes d'investissement sont très nombreux. Quelques exemples (M. O'Sullivan (2013) :

1^{er} thème : Quand on parle d'**urbanisation**, on pense :

- À la construction (sélectionner les entreprises exposées à l'infrastructure, à la construction résidentielle et de bureau, à la mobilité urbaine, dans les pays émergents mais aussi dans les pays développés) ;
- Aux smart cities (sélectionner les entreprises leaders ou prometteuses dans le développement et la gestion des réseaux intelligents, la gestion du trafic, les escaliers mécaniques, la climatisation... autant de secteurs qui devraient bénéficier de l'émergence de villes durables et intelligentes).

2^e thème : La **surpopulation** entraîne des changements majeurs dans :

- La gestion de l'énergie (sélectionner les entreprises exposées aux nouvelles tendances de la consommation mondiale d'énergie, y compris l'augmentation de la demande d'énergie dans les marchés émergents et les nouvelles sources d'énergie) ;

- La gestion de l'alimentation (investir dans les technologies qui fournissent des solutions efficaces pour augmenter la productivité agricole, y compris les machines agricoles, l'agriculture de précision, les cultures et les engrais) ;
- La gestion de l'eau (investir dans les entreprises leaders dans le traitement de l'eau, la filtration, l'approvisionnement et la distribution, et dans les entreprises innovantes dans le dessalement des eaux de mer).

3^e thème : Dans le domaine de la **santé** et du **vieillessement** de la population, on pense naturellement :

- A la santé (sélectionner les entreprises exposées aux nouvelles tendances en matière de diagnostic et de traitement des maladies, et en particulier les maladies liées à l'âge, ainsi que les entreprises permettant l'accès aux soins dans les pays en émergence, la médecine personnalisée et la cyber-santé) ;
- Aux modes de vie (sélectionner les entreprises liées aux loisirs des seniors, à l'alimentation saine et aux cosmétiques dédiés).

4^e thème : Dans le domaine des **réseaux** et de l'**automatisation**, on privilégiera :

- D'une part les entreprises exposées à l'hyper-connectivité, y compris le stockage de données, la communication de personne à personne et de personne à machine, ou les modules et dispositifs sans fil ;
- D'autre part les machines et systèmes de contrôle qui visent à accroître la précision et l'efficacité des processus de fabrication, y compris les interfaces homme-machine, les robots industriels et les véhicules autoguidés.

5^e thème : La progression du **monde émergent** a un impact majeur sur :

- La consommation (privilégier les entreprises locales et multinationales, avec un solide positionnement industriel, qui devraient profiter de l'augmentation régulière de la consommation des marchés émergents) ;
- La production (privilégier les industries des pays émergents qui pénètrent les marchés mondiaux de biens et de services par le biais de modèles d'affaires uniques, d'une valeur de marque ou d'un avantage concurrentiel) ;
- Certains marchés en devenir, comme l'Afrique, l'Asie du Sud doivent également être privilégiés (choisir les entreprises exposées à la prochaine vague de marchés en croissance).

6^e thème : La **globalisation** touche plusieurs domaines :

- Les transports (privilégier les entreprises qui opèrent entre les économies émergentes, domaine à fort potentiel, qu'il s'agisse du transport maritime, du fret aérien ou plus généralement des infrastructures de transport) ;
- Le tourisme (industries exposées aux industries mondiales du voyage, y compris les services de réservation, les hôtels et les centres de villégiature et les compagnies aériennes de passagers).

7^e thème : La **gestion des ressources naturelles** est un enjeu particulièrement important.

- La recherche de ressources renouvelables devient essentielle (privilégier les producteurs de sources d'énergie alternatives, notamment le vent, le solaire, l'hydroélectricité et la biomasse);
- Idem pour la gestion des déchets et le recyclage (collecte, transport, transformation et recyclage des déchets);
- Idem pour la recherche de nouveaux matériaux (producteurs de composites avancés, nanotechnologies et matériaux biologiques ou biodégradables).

8^e thème : Le **changement climatique** va pousser de plus en plus à la recherche de solutions pour faire face à ses effets néfastes, y compris l'assurance climatique, l'infrastructure résiliente et les systèmes d'alerte précoce.

En somme, investir dans les mégatendances, c'est :

- Investir dans des futurs "gagnants" avec des méthodologies différentes des méthodologies habituelles,
- Une bonne façon de s'éloigner des thématiques de stagnation séculaire,
- S'exposer davantage envers la croissance séculaire,
- Réduire son exposition aux facteurs purement cycliques,
- S'éloigner des investissements traditionnels, qui s'effectuent dans un environnement de faible croissance,
- Une bonne façon de rechercher un rapport rendement risque plus favorable,
- Une bonne façon de s'éloigner de l'environnement de taux bas,
- Bénéficier des approches thématiques (un complément des approches "factor investing"),
- Une bonne façon investir là où le risque est rémunéré.
- Un bon moyen d'ajouter de la valeur à l'allocation d'actifs en combinant des classes d'actifs traditionnels (cash + obligations + actions) et toutes les classes d'actifs (cash + obligations + actions + actifs réels (immobilier, private equity, private debt...)), et même pour ceux ayant décidé de compléter leur approche avec SMART Betas (pour optimiser benchmarks), Facteur d'investissement (pour jouer les facteurs au lieu des classes d'actifs) et Alternative Risk Premia (pour capter les primes de risque et jouer des caractéristiques transversales).

3. Mégatendances, SMART bêta, investissement factoriel, actifs réels, actions, obligations, etc. : des approches complémentaires.

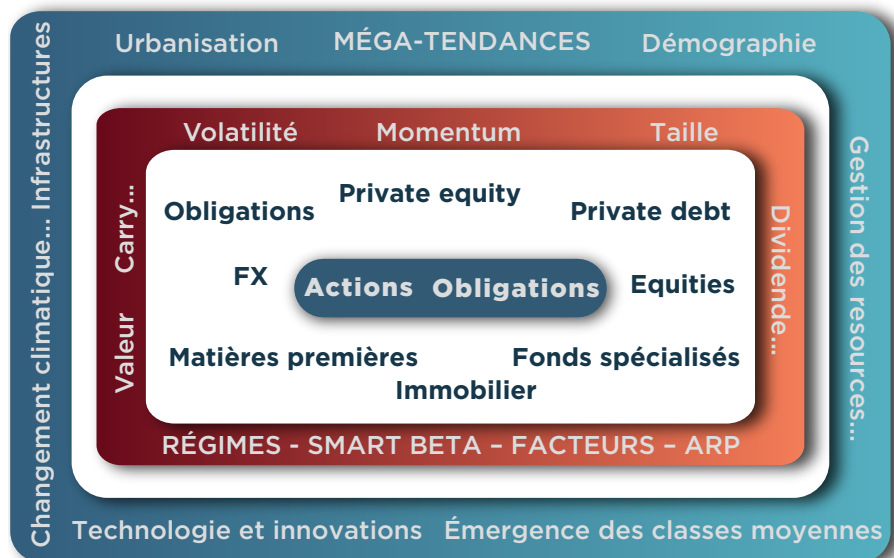
Le graphique ci-après présente la manière différente d'allouer l'actif et le risque.

- Dans une approche très traditionnelle - et dépassée, à vrai dire -, les investisseurs avaient tendance à répartir les actifs et les risques entre

les actions et les obligations (50/50, 60/40...), la poche « cash » étant considérée comme un moyen de réduire le risque global;

- Une vue plus moderne traitait de l'inclusion de classes d'actifs supplémentaires, telles que les matières premières, le change, les actifs réels, les hedge funds... afin de bénéficier d'opportunités supplémentaires, de corrélations différentes, d'horizons de temps différents...;
- Pour les investisseurs souhaitant prendre des distances par rapport aux benchmarks traditionnels ou à certaines classes d'actifs, détecter des régimes (volatilité, tendances), utiliser des approches SMART beta (pour optimiser les benchmarks), investir dans les facteurs (taille, *momentum*, dividendes, valeur...) et miser sur les primes de risque alternative (ARP) a un sens;
- Enfin, s'éloigner des « thèmes de stagnation séculaire » et jouer « des thèmes de croissance séculaire » revient à s'intéresser à des mégatendances telles que la démographie, l'urbanisation, les besoins d'infrastructures, l'émergence de nouvelles générations, la technologie, les innovations, le changement climatique, l'ISR...

Ces différentes approches sont concurrentielles à certains égards, mais elles sont également complémentaires, donnant la possibilité de combiner actifs, risques, corrélation, optimisation des benchmarks, horizons temporels différents, thématiques variées...



4. L'infrastructure, une mégatendance mêlant mégatendances: actifs réels, marchés émergents, démographie...

Lorsque nous faisons référence aux mégatendances en relation avec le développement / l'urbanisation / les pays émergents /... etc. nous évoquons évidemment les besoins en infrastructures. Selon le rapport Global Infrastructure Outlook de la firme indépendante Oxford Economics (2017), le coût de l'infrastructure pour soutenir la croissance économique mondiale et commencer à réduire l'écart d'infrastructure entre les pays s'élèverait à 94 000 milliards de dollars d'ici 2040, soit environ 40 fois le PIB de la France. Ajoutez les objectifs de développement durable (Sustainable Development Goals (SDGs)) de la fourniture universelle d'eau potable, d'assainissement et d'électricité, et le coût total s'élève à 97 trillions de dollars.

Pour déterminer les besoins d'investissement, les auteurs s'appuient en particulier sur les projections démographiques des Nations Unies : 9,2 milliards d'habitants en 2040 soit 2 milliards de plus qu'aujourd'hui... une augmentation de près de 25 % de la population qui ne sera pas équitablement répartie entre les pays, entre les continents, et entre les villes et les zones rurales : si l'on s'attend à ce que la population rurale soit stable au cours des 20 prochaines années, on peut parier sur une augmentation de la population des villes de près de 50 %. Cette croissance démographique dans les zones urbaines devrait entraîner des investissements massifs dans les infrastructures, en particulier pour réduire le phénomène de congestion déjà présent dans certains pays.

C'est un véritable défi pour les pays émergents en général, mais il convient de noter que les besoins d'investissement varient considérablement d'un continent à l'autre.

L'Asie devrait être la région qui a le plus besoin d'investissements d'ici 2040, suivie par l'Amérique.

Selon le rapport d'Oxford Economics, trois des cinq pays qui ont le plus besoin d'investissements dans les infrastructures se trouvent en Asie. Ce sont la Chine, l'Inde et le Japon (ces pays représentent 39 % des besoins mondiaux d'investissement dans l'infrastructure). Pour la seule Chine, les investissements nécessaires sont estimés à 28 000 milliards de dollars, soit plus de la moitié des besoins en Asie et près d'un tiers du total : pour la période 2016-2040, les besoins d'investissements en infrastructures s'élèvent à plus de 50 000 milliards de dollars en Asie, plus de 20 000 milliards de dollars en Amérique (dont 12 000 milliards aux États-Unis), près de 15 000 milliards en Europe, 6 000 milliards en Afrique et 2 000 milliards en Océanie. Il semble que les pays européens répondent aux normes en termes de besoins d'infrastructures, mais la Russie est néanmoins le quatrième pays du monde parmi ceux qui ont les besoins les plus importants.

Le rapport d'Oxford Economics est très important, car c'est la toute première

fois que nous avons des données sur ce que chaque pays doit dépenser dans chaque secteur, et surtout - l'écart entre ce qui doit être dépensé et les tendances actuelles des dépenses.

Les États-Unis devraient enregistrer le plus grand écart d'investissement en infrastructure - la différence entre les besoins d'investissement et les tendances actuelles de l'investissement - de 3,8 trillions de dollars, soit le double de la Chine (1,9 trillion de dollars), suivis par le Brésil à 1,1 trillion et la Russie à 0,7 trillion.

Pour combler l'écart et atteindre les objectifs de développement durable, les dépenses en pourcentage du PIB mondial devraient actuellement passer de 3 % à 3,7 %.

La plus grande partie de l'écart d'investissement dans les infrastructures mondiales se situe dans les secteurs de la route et de l'électricité.

- Il existe un déficit d'investissement dans l'infrastructure de 8000 milliards de dollars dans les routes, ce qui représente plus de la moitié du déficit total d'investissement dans l'infrastructure mondiale.
- Le secteur de l'électricité représente le deuxième plus grand déficit d'investissement dans les infrastructures, à 2900 milliards de dollars, et la plus grande partie de cet écart se situe dans les pays en développement et les pays émergents.

En fait, les services dans les infrastructures de base telles que les routes, les systèmes d'eau et d'assainissement ou les réseaux d'électricité font défaut dans de nombreux pays en développement. Quelque 60 % de la population mondiale n'a pas accès à Internet, 1,2 milliard de personnes vivent sans électricité, plus de 660 millions de personnes n'ont pas accès à l'eau potable (d'ici 2025, 1,8 milliard de personnes vivront dans des zones de pénurie absolue d'eau), et une personne sur trois n'a pas de toilettes ou d'installations d'évacuation des eaux usées. En outre, les pays sont confrontés au besoin urgent d'investir dans des infrastructures résilientes aux changements climatiques, ainsi que dans les énergies renouvelables et efficaces. Au moins un tiers de la population rurale du monde n'est pas desservie par des routes praticables en tout temps.

Dans l'ensemble, la recherche d'emploi, les énormes besoins de logement, la croissance rapide de la population mondiale et la surpopulation, la part croissante de la population urbaine, la croissance des classes moyennes, l'exode rural continu, l'immigration, le nombre croissant des réfugiés, la gestion de l'eau, les besoins énergétiques... tous ces facteurs mettent en évidence les problèmes d'adéquation entre l'offre et la demande d'infrastructures. Au-delà de ces chiffres globaux, il y a les histoires spécifiques aux pays et aux secteurs qui représentent le véritable défi, celui de trouver et de financer des projets d'infrastructure qui améliorent la vie des gens.

En raison de l'excès d'épargne, des taux d'intérêt très bas et du rendement insuffisant des actifs financiers dans les pays avancés, on pourrait s'attendre à des flux de capitaux plus importants des marchés avancés vers les marchés émergents, en particulier sur les projets d'infrastructure. Ce n'est pas vraiment le cas, pour au moins quatre raisons :

Premièrement, les programmes visant à répondre aux besoins d'infrastructure des pays émergents sont en concurrence (et seront également en concurrence à l'avenir) avec ceux des pays développés.

Deuxièmement, la nature des risques des projets en question. Les projets dans les pays avancés sont considérés comme moins risqués. Les investisseurs en infrastructures sont confrontés à un large éventail de risques dans tous les pays, mais surtout dans les pays émergents où les risques sont importants, notamment en termes de délais de construction et de remboursement : risques de construction, risques d'achèvement, risques opérationnels, risques économiques, risques de change, risque de politique fiscale, risques juridiques, risques politiques, risques réglementaires, ... Dans les pays en développement - et dans certains pays émergents dans une moindre mesure - où la gouvernance et les institutions de marché sont faibles ou dysfonctionnelles, les promoteurs de projets individuels ou les investisseurs ne peuvent gérer ou couvrir une partie de ces risques... et ne peuvent pas prendre le risque d'échouer. Par exemple, les différents risques juridiques tels que l'instabilité des lois, l'instabilité des contrats, la corruption, la perte de revenus qui ne sont plus versés et qu'il devient impossible de rapatrier ne peuvent être couverts.

Troisièmement, le manque de capacité des banques à financer ces projets. La grande crise financière a renforcé la nécessité de consolider la structure du capital et de réduire les risques dans les portefeuilles, tandis que la réglementation demeurerait de plus en plus restrictive.

Quatrièmement, les contraintes auxquelles les investisseurs sont confrontés. Les fonds souverains, les assureurs, les grands investisseurs en général ont de plus en plus la capacité, en théorie, de financer ces transactions, notamment du fait de la nécessité de chasser les rendements et les *spreads* pour surmonter l'environnement taux bas. Mais cela est différent en pratique, en raison des contraintes de durée, de notation, de risque...

- Les investisseurs ont tendance à sélectionner des projets d'une durée inférieure à 7/8 ans et hésitent à investir dans des contrats d'infrastructure sur une durée de 20 ans ;
- Ils ont tendance à sélectionner les premiers projets de l'OCDE par rapport aux projets non-OCDE ;
- Ils préfèrent les projets d'infrastructure *brownfield* (projets qui sont déjà construits et en cours d'exploitation, et donc moins risqués) par rapport

aux projets d'infrastructure *greenfield* (projets entièrement nouveaux, en cours de développement et plus risqués);

- Et lorsqu'ils acceptent d'investir dans des projets d'infrastructure entièrement nouveaux, la grande majorité accepte d'investir dans la dette senior, et si possible garantie. Les tranches les plus risquées sont souvent négligées.

En conséquence, les investissements dans les infrastructures des pays avancés sont mieux accueillis par les investisseurs des pays avancés et les flux des pays avancés vers les pays émergents et en développement ne couvrent pas les besoins, c'est le moins que l'on puisse dire... Le développement de produits / structures / véhicules permettant d'alléger ou de contourner les contraintes (durée, notation, garanties, risque...), la recherche de standardisation, la réduction des risques spécifiques qu'il est difficile de couvrir (risque juridique, risques contractuels, risque de rapatriement, risque de paiement, corruption...), l'amélioration des liens entre le secteur public (par exemple les MDB - Banques Multilatérales de Développement) et le secteur privé, tout cela est inévitable.


Au total, les mégatendances représentent des enjeux majeurs pour les prochaines décennies, mais aussi de grandes opportunités pour les activités de gestion d'actifs, comme le montre le tableau page suivante.

Mégatendances : enjeux et opportunités pour la gestion d'actifs


Enjeux

Opportunités pour la gestion d'actifs


DÉMOGRAPHIE

- Les enjeux alimentaires,
 - Les problèmes liés au vieillissement
 - Un impact sur la croissance de la population
 - Un impact sur la santé
 - Le rôle des femmes
 - La mondialisation
 - La croissance de la classe moyenne
 - Le rôle des marchés émergents
 - le temps passé au travail
 - L'urbanisation
 - L'énergie
 - L'espérance de vie
 - Le transport...
- Produits de retraite
 - Infrastructures
 - Immobilier
 - Investir dans des thématiques
- 

ENVIRONNEMENT

- La recherche de nouveaux matériaux
 - La montée des risques environnementaux
 - La gestion des déchets
 - Le changement de comportements
 - Impacts dans le domaine de la construction
 - Les énergies alternatives
 - Problèmes de sécurité pour les ressources
 - Stockage d'énergie
 - La gestion des ressources
 - Pollution urbaine
 - Le développement des « villes intelligentes »
 - Le recyclage...
- L'adoption grandissante des critères ESG
 - La décarbonisation des portefeuilles
 - L'eau, probablement le prochain « facteur » intégré dans les portefeuilles
 - Référentiel personnalisé et adapté aux clients
 - La gestion des controverses
 - Politiques de vote
 - La gestion Best In Class
 - La gestion des exclusions
 - La transition énergétique
 - Investir dans des thématiques...
- 

TECHNOLOGIE

- Le Big Data
 - La vitesse du changement technologique
 - La recherche génétique
 - Les nouvelles innovations
 - Les nanotechnologies
 - La robotique
 - L'économie du savoir
 - La microchirurgie
 - L'automatisation
 - Les réseaux...
- Robotic Process Automation (RPA)
 - Devenir des experts en données
 - Gain d'efficacité des modèles d'affaires
 - Nouvelle série d'expertises
 - Investir dans des thématiques
- 

Mégatendances : enjeux et opportunités pour la gestion d'actifs

Enjeux

Opportunités pour la gestion d'actifs

VALEURS SOCIALES COMPORTEMENTALES ET ÉTHIQUES

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - Une demande plus forte pour l'immédiateté et le développement de différents outils de connexion et de communication - Un désir de simplicité - Un désir - et le besoin - de mieux gérer les différences culturelles - Une meilleure gestion des différences sociales - La forte expansion des médias et des réseaux sociaux - Un plus grand désir de transparence - Une demande de personnalisation - Gérer les différences politiques - Des valeurs éthiques fortes, telles que le respect, l'intégrité - Un plus grand désir d'égalité - Un plus grand désir de justice sociale... | <ul style="list-style-type: none"> - Plates-formes - Robo-advisors - Approches KYC - Approche diversifiée des différentes générations - Réseaux sociaux / marketing - Investir dans des thématiques |
|--|---|



4.3. Challenge # 3 : être capable d'adapter son business model aux bouleversements technologiques de la révolution industrielle en cours

La Tech reste l'un des secteurs les plus importants dans l'économie mondiale, mais, en fait, dans la nouvelle économie d'aujourd'hui, pratiquement toutes les grandes entreprises se retrouvent directement ou indirectement dans le domaine de la technologie.

En quoi cela concerne-t-il la gestion d'actifs ? Ces dernières années, les sociétés de gestion ont développé l'application des technologies de l'information pour favoriser la gestion de portefeuille, réaliser des économies d'échelle et rendre leurs opérations complexes plus efficaces. Mais elles ne doivent pas (elles ne peuvent pas) s'arrêter là, car la technologie possède également un vaste potentiel pour enrichir les relations avec les clients, développer de nouveaux produits innovants et réinventer les modèles commerciaux, et ce sont précisément ces opportunités que de nombreuses sociétés d'investissement ont commencé à exploiter.

Au cours des 50 dernières années, de nombreuses innovations ont été évolutives plutôt que révolutionnaires, tournant autour du reconditionnement des produits ou l'amélioration de certains processus. Dans de rares cas, les entreprises d'investissement ont appliqué la technologie pour réinventer les

modèles commerciaux ou les chaînes de valeur. Elles ne peuvent pourtant pas ignorer les grandes tendances actuelles. Elles doivent se donner les moyens de rester compétitives dans les années à venir et ne pas rester inactives.

Ross Ellis et Jim Warren, de SEI Investment management services, considèrent que se dessinent cinq tendances radicales auxquelles les gestionnaires d'actifs vont être confrontés (ils le sont déjà en fait), des tendances qui devront être captées s'ils veulent rester compétitifs dans les années à venir :

Tendance # 1: le développement de l'informatique cognitive (La WATSONISATION) :

L'intelligence artificielle a progressé: les systèmes informatiques cognitifs peuvent apprendre à analyser et à interpréter des quantités massives de données. Google a déjà écrit des poèmes et des romans (pas très bons, à vrai dire... du moins jusqu'à présent). La « modélisation du langage » progresse rapidement à l'heure actuelle. Notez qu'une machine est également capable de reproduire la peinture de n'importe quel grand maître. La prochaine étape sera certainement la capacité d'une machine à faire une nouvelle peinture avec la technique d'un grand maître (c'est-à-dire un nouveau Picasso, par exemple) et de bons romans et poèmes. La machine sera-t-elle capable de détecter ses propres erreurs et de les corriger? Si oui, la machine aurait l'intelligence humaine... Certains scientifiques considèrent que l'intelligence artificielle pourrait être considérée comme la fin de la pensée, ni plus ni moins...

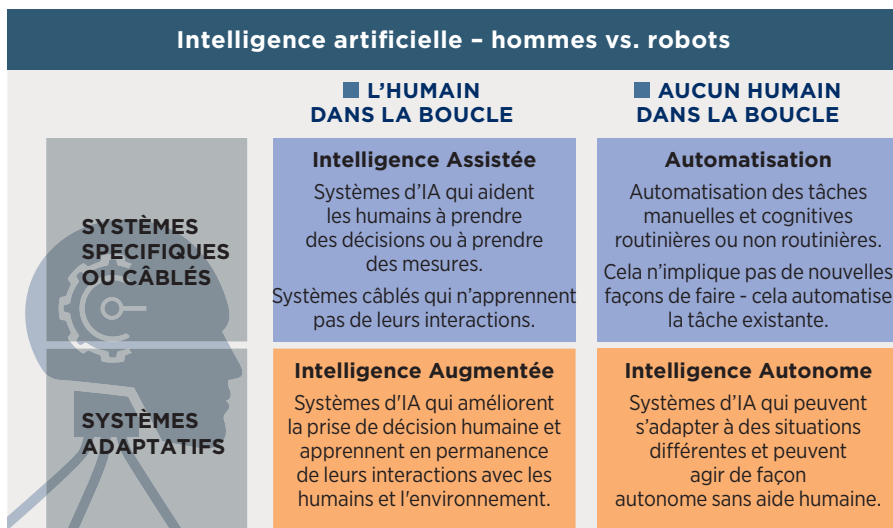
L'intelligence artificielle est évidemment une technologie de rupture et une tendance à long terme incontestable. Son potentiel est énorme. PwC prédit que l'IA ajoutera 16 trillions de dollars à l'économie mondiale d'ici 2030.

Intelligence artificielle - 4 domaines distincts	
1	AUTOMATISATION ET ROBOTS : domaine de recherche qui crée des programmes capables d'accomplir des tâches automatiquement. Il réduit ou élimine l'intervention de l'homme
2	RECONNAISSANCE D'IMAGE : domaine de recherche qui donne à une machine la capacité de traiter, de comprendre et de reconnaître ce qu'elle voit
3	APPRENTISSAGE AUTOMATIQUE (Machine learning) : domaine de recherche qui donne aux ordinateurs la capacité d'apprendre sans être explicitement programmé
4	RECONNAISSANCE DE LA PAROLE : domaine de recherche qui enseigne aux machines comment communiquer avec les humains

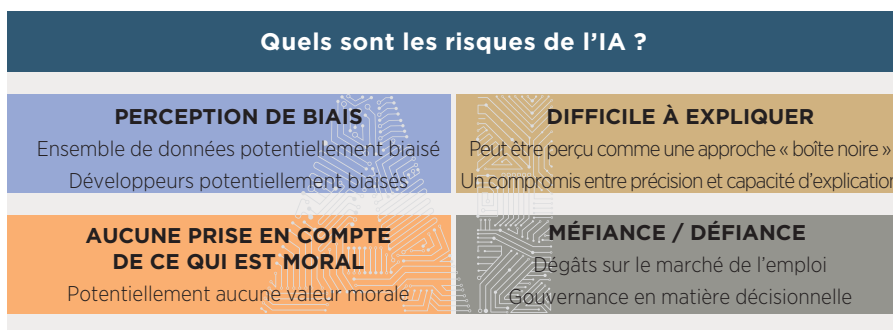
Selon McKinsey, cinq facteurs influent sur le rythme et l'étendue de l'adoption de l'automatisation :

- La faisabilité technique : la technologie doit être inventée, intégrée et ensuite adaptée techniquement pour des usages spécifiques,
- Le coût du développement et du déploiement de solutions : coûts matériels et logiciels,
- La dynamique du marché du travail : l'offre, la demande et les coûts du

- travail humain vont déterminer les activités qui seront automatisées,
- Les avantages économiques: l'objectif est de parvenir à une plus grande production et à une qualité accrue, en plus des économies de coûts de main-d'œuvre,
 - L'acceptation réglementaire et sociale: même lorsque l'automatisation est logique, l'adoption peut prendre du temps.

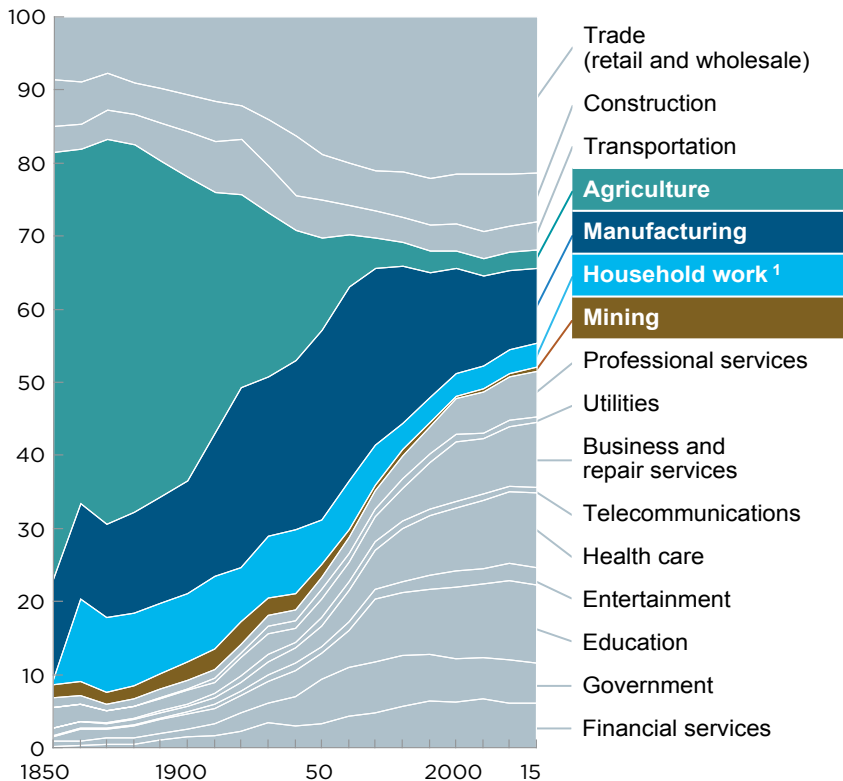


Source: PwC (2017)



L'impact de l'automatisation varie selon le niveau de revenu, la démographie et la structure de l'industrie d'un pays, c'est un fait. Mais l'histoire rappelle que la technologie a créé de grands changements dans l'emploi et dans le secteur, mais qu'elle crée aussi de nouveaux emplois (voir graphique page suivante). Au total, la baisse de l'emploi dans le secteur à grande échelle a été contrebalancée par la croissance des autres secteurs qui ont absorbé les travailleurs (McKinsey, Déc. 2017).

Part de l'emploi total par secteur aux États-Unis, 1850-2015



1. Increase from 1850 to 1860 in employment share of household work primarily due to changes in how unpaid labor (slavery) was tracked.
NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

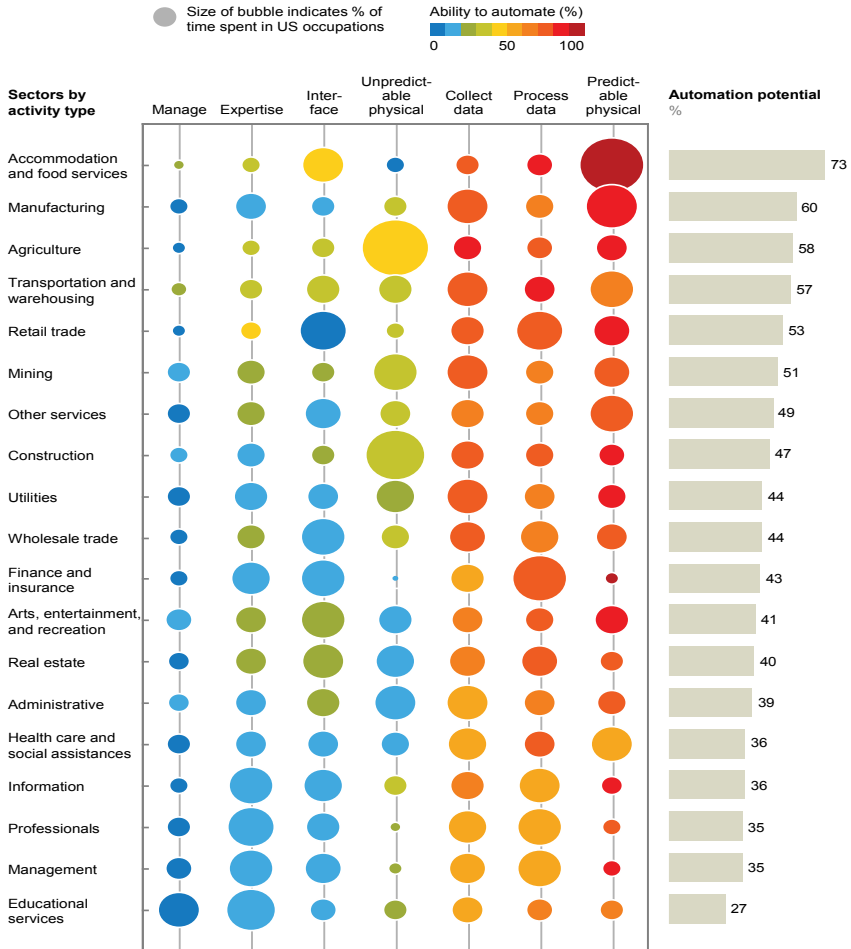
Source: IPUMSUSA 2017; US Bureau of Labor Statistics; Groningen Growth and Development Centre IO Sector Database; Moody's; IMPLAN;

US Bureau of Labor Statistics; FRED; McKinsey Global Institute analysis

En ce qui concerne la gestion d'actifs, les systèmes permettront (c'est déjà le cas pour partie) d'automatiser les interactions avec les clients, de mener tout type de recherche, de détecter les risques de sécurité, de résoudre des problèmes complexes. Les robo-advisors, que nous développons chez Amundi, sont peut-être l'avant-garde d'une tendance plus large vers des conseils automatisés. Selon Deloitte, les actifs sous gestion des robo-advisors devraient atteindre 7 trln USD en 2025.

La gestion passive aura-t-elle besoin de gestionnaires de portefeuille à l'avenir ? L'intelligence artificielle sera-t-elle assez « intelligente » pour remplacer les gestionnaires de portefeuille actifs ?

Le potentiel d'automatisation des secteurs varie en fonction du type d'activités



Source: US Bureau of Labor Statistics; McKinsey Global Institute analysis

McKinsey (2017) estime qu'aux États-Unis, 5 % des emplois sont entièrement automatisables tandis que 60 % de toutes les professions ont au moins 30 % d'activités techniquement automatisables. Tous les pays sont concernés, mais à des degrés divers (voir annexe). L'automatisation changera donc beaucoup plus de professions - en les automatisant partiellement, par exemple - qu'elle ne les remplacera. Mais au total, 800 millions d'emplois pourraient disparaître dans le monde (voir tableau ci-contre et annexe). Dans l'asset management, 40 à 50 % des emplois seraient totalement ou partiellement automatisables (à 30 % au moins).

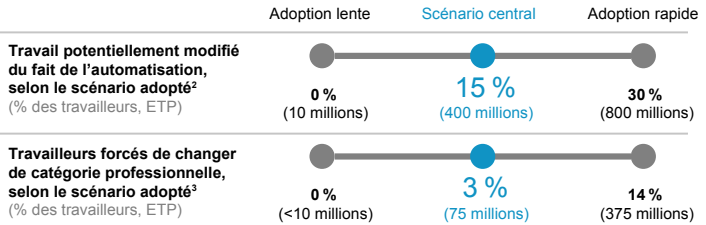
Les effectifs mondiaux en un coup d'œil

Potentiel d'automatisation

~50%
des activités
sont automatisables¹

6/10
des emplois contiennent plus
de 30 % de tâches automatisables

Adoption d'ici à 2030



¹ By adapting currently demonstrated technologies.
² Full-time equivalents.

³ In trendline labor-demand scenario.

Source: McKinsey Global Institute analysis

Tendance # 2 : La mise à disposition d'une plus grande quantité de données (La GOOGLISATION) :

« *We live in an age of data abundance* ». Et la puissance des algorithmes de recherche, couplée à l'effondrement du coût de stockage des données et du *cloud computing*, a fourni à chacun d'entre nous un accès « illimité » au monde. Mais cette abondance d'information présente également un défi inouï : celui d'extraire de la valeur de toutes ces données.

Les sociétés les plus performantes seront celles qui démontreront leur capacité à intégrer le big-data dans l'ensemble de leur processus, et pas seulement dans la gestion de portefeuille. Pour donner une idée des enjeux, quelques chiffres :

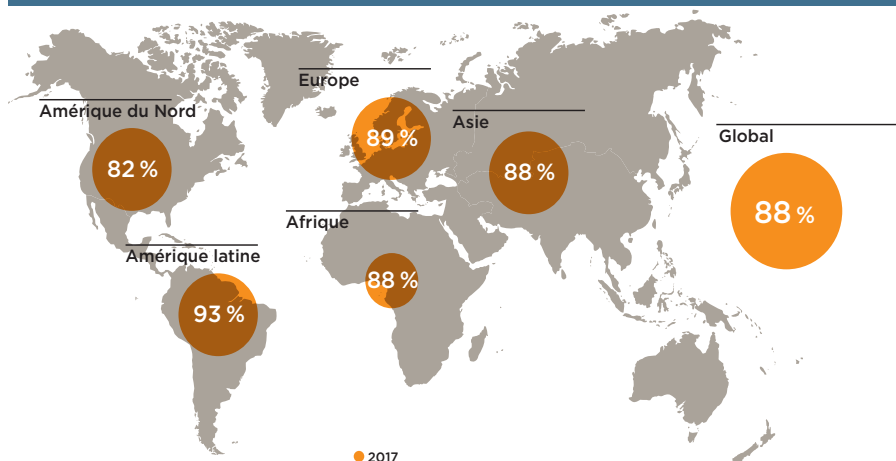
- En 2011, Google traitait déjà chaque jour 24 petabytes de données, soit 4 fois le contenu total de la librairie du congrès américain.
- Selon des données datant de 2014 (sans aucun doute bien en dessous de la réalité d'aujourd'hui), chaque minute, les utilisateurs partagent 2,4 millions de contenus sur Facebook, près de 300 000 tweets, près de 75 heures de nouvelles vidéos sur YouTube, 85 000 ventes en ligne sur Amazon, 350 000 photos échangées sur WhatsApp, plus de 200 millions de messages envoyés, près de 25 000 heures de connections Skype, 220 000 images sur Instagram...
- Il y a aujourd'hui plus de 40 000 recherches sur Google chaque seconde, soit 3,5 milliards par jour et 1,2 trillion par an !

- Depuis 2010, le monde produit plus d'informations en 48 heures qu'elle ne l'a fait depuis que l'humanité a commencé à écrire (il y a environ 5000 ans). 98 % de ces informations sont numérisées et 70 % proviennent de particuliers et sont compilées et analysées par des entreprises privées. Un expert d'IBM rappelait récemment que plus de 80 % des données disponibles étaient encore non structurées...
- Selon Betts – Savi - Shen (2015), les 4 000 rapports de broker quotidiens représenteraient près de 40 000 pages par jour, ce qui nécessite des outils d'analyse performants.
- On trouve désormais des sociétés de traduction de textes juridiques capables de traiter des milliers de pages en quelques heures, des sociétés qui extraient des données de documents de 500 pages en moins d'une seconde, d'autres qui traitent des piles de documentation des fonds en moins de 30 secondes (contre 30 heures auparavant).

Le monde des Fintechs, Regtechs et autres InsurTechs est bien en marche. Deux exemples :

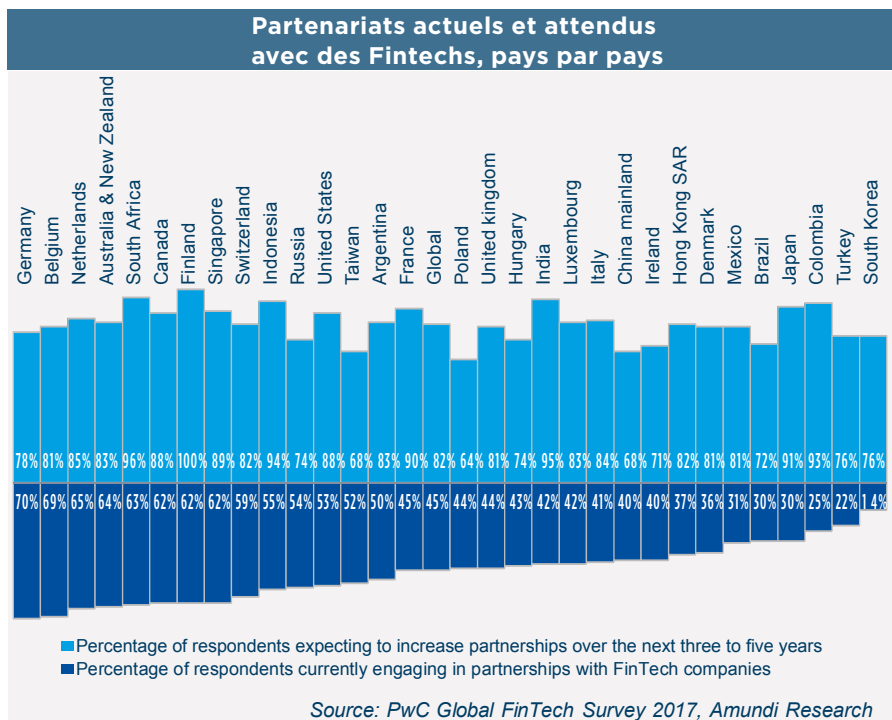
- Selon l'enquête mondiale FinTech 2017 de PwC, la grande majorité (88 %) des participants admettent craindre que les FinTechs sont susceptibles de mettre en péril une partie de leur activité. Il faut noter que cette enquête couvre divers domaines de l'industrie des services financiers, notamment la banque, la gestion d'actifs, les paiements de fonds et les institutions, l'assurance / réassurance... c'est-à-dire plus de 1300 participants de 71 pays et six régions.

Pourcentage des participants qui croient qu'une partie de leur activité sera mise en danger par les FinTechs au cours des cinq prochaines années



Source: PwC Global FinTech Survey 2017, Recherche Amundi

- En conséquence, une grande majorité des participants (82 % d'entre eux), prévoient de développer des partenariats avec les sociétés FinTech au cours des trois à cinq prochaines années. Cela est vrai dans tous les pays si nous nous reportons à l'enquête PwC 2017. Dans certains pays cependant, les partenariats actuels ont tendance à être une exception.



Tendance # 3: Le pouvoir des plateformes (L'AMAZONISATION):

Amazon, Netflix et d'autres entreprises de commerce électronique ont clairement démontré l'avantage inhérent des marchés en ligne: plus les gens les utilisent, plus ils deviennent utiles. Les plateformes basées sur le Web permettent aux consommateurs de leur faciliter la recherche de produits, de comparer et de tirer des enseignements de la part d'autres clients et d'autres fournisseurs. À l'heure actuelle, les plateformes en ligne se développent rapidement autour d'activités liées aux finances, et les géants du commerce électronique évoluent également vers des prêts et de la gestion. En seulement 10 mois, lors de son lancement, Alibaba a collecté 90 mds USD d'actifs, déposés par 81 millions d'investisseurs. Autant dire que ce bouleversement de l'industrie de l'AM représente une combinaison de menaces et d'opportunités que l'on ne peut pas se permettre d'ignorer. À titre de comparaison, il y a une dizaine d'années, il avait fallu 10 ans environ à Vanguard pour arriver à un tel résultat.

Williams (2017) rappelait récemment que les plateformes doivent avoir plusieurs caractéristiques essentielles :

- Elles doivent être sophistiquées, c'est-à-dire être capables de traiter tous types de données, et de les restituer propres, fiables et utilisables aisément ;
- Elles doivent être développées dans le souci de soutenir les fonctions clefs : dans le cas de la gestion d'actifs, elles doivent être utiles aux fonctions de gestion, de recherche, de compliance, de marketing... ;
- Elles doivent être flexibles, adaptables à des besoins différents selon les activités (la gestion n'est pas la compliance par exemple) et sans cesse changeants ;
- Elles doivent comporter un haut niveau d'expertise, avec des puissances d'analyse et de calcul en ligne avec la richesse des données. C'est sans doute sur ce point que l'asset management est en retard.

Tendance # 4 : l'éclosion de nouveaux modèles commerciaux (L'UBERISATION) :

On estime que d'ici quelques années seulement, 40 % à 50 % des personnes travailleront à leur compte, dans le secteur des services, dans les métiers de consultants, en relation avec des plateformes... Aux États-Unis, près de 55 millions de travailleurs sont déjà dans ce cas, et cela représente un tiers de la force de travail.

Le modèle d'organisation traditionnel de l'AM est remodelé par l'architecture ouverte, la spécialisation et l'externalisation. L'accélération de la concurrence, la montée des coûts, les pressions sur les tarifs, les marges, les commissions, et le poids de la réglementation poussent maintenant les gestionnaires d'actifs à repenser leurs chaînes de valeur. Des entreprises telles que Uber (et le chinois Didi) dans le taxi, Airbnb dans l'hôtellerie, Spotify dans la musique (streaming) pour ne citer que ces exemples suggèrent un nouveau type de modèle - celui du chef d'orchestre détenant une technologie. De telles entreprises créent un réseau de participants qui interagissent et participent à la création de valeur. Non seulement ce modèle permet aux entreprises de faire des économies d'échelle avec de faibles coûts marginaux, mais il leur permet aussi de renforcer le produit, d'améliorer la rapidité du service, et même de le personnaliser. Mais comment faire ? Il n'est pas forcément facile d'accepter d'externaliser des activités perçues il n'y a pas longtemps comme faisant partie du « core business » : les entreprises pharmaceutiques « outsourcent » une partie de la recherche (pourtant cruciale pour leur activité), Uber est le plus grand prestataire de services de taxi du monde sans posséder une seule voiture, AirBnB « fournit » 1,5 million de logements dans 190 pays sans posséder un seul hôtel. **Peut-on imaginer que les plus gros prestataires de services d'asset managers de demain ne feront pas de gestion à**

proprement parler, agissant en tant que chef d'orchestre recrutant simplement des asset managers? On ne s'attend pas à la disparition du métier de la gestion, mais à un changement radical des « job description » avec l'arrivée des plateformes, du big data, des roboadvisors, des robots de gestion passive (facile de reproduire benchmark... et facile d'anticiper avec précision les changements de benchmarks également). Qu'en est-il de la gestion active? L'intelligence artificielle a-t-elle des limites?

Le dispositif actuel gestion de portefeuille - négociation - recherche - risque - conformité - middle office - back office - reporting... survivra-t-il en tant que tel? Certainement pas. Les plateformes, le blockchain... etc. tout cela va pousser à revoir le *business model* en profondeur.

Tendance # 5: on fait des affaires dans un monde de plus en plus connecté et collaboratif (La TWITTERISATION)

Le monde des plateformes digitales sociales et des médias numériques interactifs s'est développé de manière explosive, transformant la manière dont les entreprises communiquent avec leurs clients et apprennent aussi de leurs clients. Les sociétés de gestion ont tardé à s'aventurer dans ce nouveau défi, mais l'industrie commence à rattraper son retard. Avant la montée de ces plateformes, la communication d'entreprise était généralement une voie à sens unique. Maintenant, toute entreprise, quelle qu'elle soit (grande, petite, locale...) peut engager un dialogue avec ses clients, ses employés, ses pairs et le monde entier. Les nouveaux médias sont utilisés pour créer de la marque, accroître la pénétration, réduire les distances, améliorer l'expérience client, mieux connaître les tendances du marché, tester de nouveaux produits et accélérer la collaboration et l'innovation des employés. Pour être concret disons simplement que les nouveaux médias nous donnent des outils qui assurent la possibilité et l'efficacité des programmes de « formation » des clients investisseurs, du marketing de contenu et de la publicité. L'utilisation de Twitter et des autres médias sociaux permet de recueillir beaucoup d'informations sur le marché. Cela va bien au-delà des canaux d'information traditionnels de certains de nos pairs et au-delà de ce qui était pratiqué il y a quelques années.

Jusqu'où cela peut-il aller? Cela semble – a priori – sans limites (Google a déjà annoncé vouloir à terme combattre le « fléau universel »... autrement dit la mort) et à certains égards effrayant (chacun se fera une idée...):

- « *La vie privée est un concept qui a émergé lors du boom urbain de la révolution industrielle. Si bien que cela pourrait très bien n'être qu'une anomalie* » (Vincent Cerf, *chief internet evangelist* – Google – 2013).
- « *La plupart des gens ne souhaitent pas que Google réponde à leurs questions; ils souhaitent que Google leur dise ce qu'il faut faire* » (Eric Schmidt, président exécutif du conseil d'administration de Google – 2007)

- « *Ce n'est qu'une fois que nous aurons obtenu leur attention que nous pourrions espérer conquérir leur cœur et leur esprit* » (Eric Schmidt, président exécutif du conseil d'administration de Google – 2011)
- « *Tout ce qui est techniquement faisable doit être réalisé, que cette réalisation soit jugée moralement bonne ou condamnable* » (Dennis Gabor – prix Nobel de physique en 1971)
- « *La science est sur le point d'engendrer une catastrophe, la création de deux humanités évoluant différemment pour la première fois dans l'histoire de l'espèce* » (Israël Nisand – professeur de médecine, initiateur du forum européen de bioéthique, 2013)
- « *Je suis de plus en plus enclin à penser qu'il devrait y avoir une surveillance réglementaire, peut-être au niveau national et international, juste pour s'assurer que nous ne faisons pas quelque chose de complètement insensé.* » (Elon Musk, 2014).

Une partie des activités de gestion d'actifs repose sur des chiffres: calcul, comptabilité, contrôle des risques... être très précis et très rigoureux est absolument crucial. D'autre part, une partie des activités de gestion d'actifs repose sur des concepts: marque, marketing, proximité des clients... En règle générale, on peut dire que **tout ce qui est répétitif pourra être mécanisé. Tout ce qui produit de la valeur** (gestion de portefeuilles, recherche, gestion des risques...) **continuera d'exister en tant que tel...** ceci est vrai pour tout type d'entreprise.

En ce qui concerne la gestion des actifs, le Robotic Process Automation sera utilisé pour différentes fonctions, comme par exemple (Buisson (2017) :

- Traitement des transactions;
- Soutien au business (rationalisation du traitement des dérivés, validation des échanges);
- Réconciliations (comparaison d'ensembles de données, lancement de requêtes de recherche);
- Diffusion de l'information (générer un rapport standard, effectuer des contrôles de qualité des données);
- Rapport financier;
- Transactions (KYC - Connaissez votre client).

Au total, les répercussions de la technologie sur les activités de gestion d'actifs sont très significatives et omniprésentes :

- **La gestion de portefeuille pourrait être largement redéfinie** à mesure que l'informatique cognitive et les analyses qui en découlent utilisent plus largement les données et les méthodes qui en découlent
- **Le processus de distribution des produits sera également largement impacté** par les stratégies axées sur les données et les plateformes en ligne.

- **Les sociétés de gestion ont de nouvelles opportunités pour améliorer la connaissance des investisseurs** (culture du risque, connaissances communes, meilleure connaissance des métiers...), s'engager plus profondément avec les investisseurs et comprendre leurs préférences évolutives.
- **Les entreprises ayant la capacité de développer de telles infrastructures et d'investir dans l'innovation auront indubitablement des avantages concurrentiels** difficiles à contrer.
- Comme l'activité d'investissement devient plus axée sur les données, en raison notamment des exigences en matière de réglementation et des investisseurs, **la qualité des opérations et des plateformes opérationnelles deviendra un facteur concurrentiel** de plus en plus important.
- **Le blockchain** va permettre en particulier l'enregistrement automatique de toute transaction sur internet et une transparence intégrale de toutes les opérations: « une machine pour créer de la confiance », selon l'expression de The economist (« *it is a machine for creating trust,... a shared, trusted, public ledger that everyone can inspect, but which no single user controls* »). En éliminant les intermédiaires et en fournissant un outil fiable et transparent, le blockchain (PwC 2016) peut réduire les coûts (moins de cas de réconciliations d'erreurs, une plus grande simplicité), accélérer le règlement (une validation plus rapide notamment), accroître la solidité (peu de risque d'échec ou d'erreur), et accroître la transparence (avec une surveillance rapide, simple, efficace et peu coûteuse).
- **Les sociétés de gestion auront besoin de personnes ayant des compétences adaptées** à ce nouvel environnement commercial.
- Elles ont également **besoin de spécialistes de données de haute volée et de développeurs** d'algorithmes adaptés aux évolutions des métiers.
- **Chaque société de gestion devrait faire un audit sur l'impact de ce nouvel environnement**, sur ses capacités à s'intégrer dans cet environnement et de ses capacités internes à faire les développements nécessaires pour s'adapter.

Nous sommes dans le domaine de la rupture, de la disruption. Mais à ce jour, aucune société de gestion (ni aucune banque, d'ailleurs) n'apparaît dans le moindre classement annuel de Forbes sur les 100 sociétés mondiales les plus innovantes.

Blockchain et crypto - monnaies: un avenir commun ? La position des banques centrales sera déterminante

La numérisation est partout, y compris sur les crypto-monnaies. Une crypto-monnaie (ou crypto-deviser ou encore monnaie crypto-graphique), est une monnaie électronique utilisable sur un réseau informatique de pair à pair et - a priori - décentralisé, fondée sur les principes de la cryptographie, que l'on peut émettre soi-même et qui permet de régler des transactions. L'émergence de ces devises est directement liée à la technologie blockchain. Le bitcoin a été la première à être créée, en 2009, et depuis lors, beaucoup de crypto-monnaies ont vu le jour. En novembre 2017, il y avait environ 1300 crypto-monnaies. Et avec plus de 130 milliards de dollars de capitalisation boursière, le Bitcoin restait de loin la plus utilisée, suivi par l'Ethereum (32 milliards de dollars), le Bitcoin cash (18 milliards de dollars), le Ripple (environ 9 milliards de dollars), le Litecoin (environ 3,6 milliards de dollars), le Dash (environ 3,2 milliards de dollars) et l'IOTA (environ 2,2 milliards de dollars). Ces devises sont cotées tous les jours et certains observateurs considèrent déjà qu'elles représentent des opportunités d'investissement intéressantes:

- C'est un moyen de diversifier davantage les portefeuilles en raison de la faible corrélation avec les actions : moins de 5 % de corrélation entre l'indice S&P 500 et l'indice DLT10 (un indice de crypto-monnaies contenant les 10 plus importantes crypto-monnaies);
- Les crypto-monnaies sont totalement indépendantes des banques centrales, ce qui pourrait donner un attrait spécifique à certaines périodes;
- Elles pourraient enfin être considérés comme une valeur refuge anti-inflation, en raison du volume limité émis.

La prudence s'impose cependant:

- **Les cyber-attaques et la très forte volatilité des cours restent des inconvénients majeurs à l'heure actuelle:** le cours du bitcoin a été multiplié par 20 en un an, et il est passé de 10 000 dollars le 29 novembre dernier à 20 000 dollars le 17 décembre. Une situation de bulle...
- **D'autre part, ces monnaies commencent à être décriées, tant elles sont énergivores.** Selon certaines estimations, l'industrie du bitcoin utiliserait l'équivalent de la consommation électrique de l'Irlande. Pour d'autres, cela représenterait 8 fois la consommation électrique de la France, ou encore 2 fois celle des États-Unis (une seule transaction de bitcoin consommerait l'équivalent énergétique de 8 foyers américains par jour). Le bitcoin présente en effet des besoins considérables en électricité, et génère des émissions de gaz à effet de serre. Rappelons que la crypto-monnaie fonctionne sur la base d'un mécanisme de validation de type blockchain: pour être authentifiée, la devise est légitimée par une chaîne de vérification

décentralisée. Ce sont des « fermes de minage » qui assurent ce service (il s'agit de lieux dédiés au bitcoin où tournent des centaines de machines, notamment en Chine où se trouvent plus de 50 % des « mining pools » mondiaux).

- Les banques centrales commencent à s'intéresser aux crypto-monnaies, et leur avis n'est pas toujours favorable (E. Lame (2017)). Randal Quarles, vice-président du comité de supervision de la **Fed**, considère que le volume de crypto-monnaies est susceptible de devenir un enjeu pour la politique monétaire. Le vice-président de la **BCE**, Vitor Constancio fait référence à une « tulipmania » (une bulle), Benoît Coeuré alerte sur l'instabilité du cours et sur les liens avec l'évasion fiscale et le crime organisé. M. Draghi considère pour sa part que l'impact des crypto-monnaies reste limité et sans danger... pour le moment. La **Banque centrale indienne** est hostile au Bitcoin, car elle redoute que la crypto-monnaie soit utilisée à des fins de blanchiment d'argent sale et de financement de terrorisme. Même point de vue à la **Banque centrale de Corée**. Elvira Nabiullina, gouverneur de la **Banque centrale de Russie**, est farouchement opposée à toute monnaie privée, qu'elle soit physique ou virtuelle: selon Sergey Shvetsov, un gouverneur adjoint, la banque centrale prévoyait même de bloquer les sites Web qui permettent d'accéder aux échanges bitcoin. La **Banque centrale chinoise** a pour sa part pris le contrôle des crypto-monnaies et en a banni le trading. La **Banque du Japon** est encore en phase d'études. Mark Carney, gouverneur de la **Banque d'Angleterre**, parle d'une véritable révolution mais ne pense pas que la BoE émettra de sitôt une version digitale du sterling. La **Banque centrale de Nouvelle Zélande** croit en la crypto-monnaie, mais pas sous la forme prise par le bitcoin: davantage outil de spéculation que de paiement, elle considère la situation actuelle comme une bulle dangereuse. Même avis en **Allemagne** et en **Australie**, où les banques centrales parlent plutôt de spéculation et non de moyen de paiement. Même réserve également de la part de la **Banque de France**: le gouverneur F. Villeroy de Galhau recommande la prudence envers le bitcoin du fait de l'absence d'institutions publiques dans sa gouvernance, et il rappelle que les exemples de monnaies privées se sont toujours mal terminés dans l'histoire. L'attitude du **Maroc** est encore plus extrême: selon une récente déclaration du gouverneur de la banque centrale (en novembre dernier), les crypto-monnaies violent les règles des échanges financiers et toute transaction est contraire à la loi et sujette à sanction. Quant à la **Banque du Canada**, elle considère les crypto-monnaies comme des actifs financiers et non comme de véritables monnaies. Les **Pays-Bas** et les **pays scandinaves** sont allés un peu plus loin, expérimentant même la crypto-monnaie. La **banque centrale hollandaise** a créé sa propre crypto

monnaie (le DNBcoin) pour mieux en comprendre le fonctionnement et reconnaît l'intérêt du blockchain dans le règlement des transactions financière, y compris les transactions complexes. La **Banque centrale de Suède** et la **Banque centrale de Norvège** ne semblent pas hostiles à la mise en place de monnaies digitales (e-krona). La **Banque centrale du Danemark** a un avis différent, et les craintes de voir les monnaies digitales faciliter les paniques bancaires (« bank runs ») ont été évoquées. La **Banque des Règlements Internationaux (BRI)**, banque centrale des banques centrales, reconnaît le succès des crypto-monnaies, mais a également évoqué le risque de panique bancaire, celle-ci allant toujours de pair avec une forte contraction des dépôts bancaires notamment. Autrement dit, le bitcoin mérite une analyse approfondie des atouts et surtout des risques qui lui sont associés. Pour conclure, **si de l'avis de toutes les banques centrales, la technologie du blockchain apparaît utile – et irréversible –, il n'en est pas de même pour les crypto-monnaies.** Affaire à suivre ...

4.4. Challenge # 4 : faire face au durcissement inévitable de la régulation

La régulation se durcit pas à pas, et elle ne va sans doute pas cesser de le faire. Ces règlements concernent à peu près toutes les activités : les fonds, l'épargne, les ETF, la documentation, la recherche, la gouvernance, les assurances, les ventes de titres, les fonds de pension, la communication, la fiscalité des transactions, la facturation... elle vise à protéger l'épargnant et elle va bientôt sans doute concerner les risques systémiques. Notre monde complexe pousse à une gestion hyper efficace des données... Satisfaire aux contraintes réglementaires est incontournable, et cela nécessite de l'argent, des compétences et des effectifs sans cesse croissants, donc des investissements que toutes les sociétés de gestion ne peuvent pas assurer sans difficultés, d'où leur réticence au durcissement de la réglementation.

Mais après avoir focalisé leurs travaux sur les banques, les régulateurs se penchent désormais sur d'autres secteurs, qualifiés en vrac de *shadow banking* (finance de l'ombre) et soupçonnés de porter en eux les germes de la prochaine crise. Dans le viseur : la gestion d'actifs. Les sociétés de gestion et/ou leurs fonds sont-ils systémiques ? **La prochaine vague va dépendre de façon cruciale de la réponse à cette question.**

En ce sens, la question est de même nature que pour les banques : le poids de certains intervenants sur la dette publique notamment, ou sur le marché des actions, ou encore sur la dette bancaire fait d'eux des acteurs potentiellement systémiques. Le secteur attire inévitablement l'attention, et ce pour plusieurs raisons :

- 1^{re} raison : *La taille des actifs en jeu*. Au total, les actifs sous gestion représenteraient environ 80 000 milliards, soit une année de PIB mondial ou trois quarts des actifs bancaires, et ils pourraient s'élever à 400 000 milliards d'ici à 2050, selon la Banque d'Angleterre (2014).
- 2^e raison : en plus des montants en jeu, *le marché de la gestion d'actifs est de plus en plus concentré* (voir Amundi – Pioneer, Henderson – Janus, Aberdeen – Standard life, pour ne parler que des opérations récentes...). La part des 10 principales sociétés de gestion mondiales dépasse désormais le quart du total des actifs sous gestion (20 % des actifs pour les 10 plus grosses banques). Le plus gros asset manager de la planète (Blackrock) est environ 30 % plus gros que la plus grosse des banques du secteur (ICBC). C'est un cas isolé cependant, car en ce qui concerne les 9 autres acteurs du top 10, ce sont les banques qui sont les plus grosses.
- 3^e raison : *les fonds ont des actifs de moins en moins liquides* (marchés émergents, obligations high yield, *loans*, actifs réels (immobilier, dette privée, *private equity*...) et des passifs de plus en plus liquides : les investisseurs finaux, plus volatils, portent davantage le risque, à la place des intermédiaires). Autrement dit, à l'instar des banques, les fonds transforment de la liquidité.
- 4^e raison : *le caractère pro-cyclique de l'activité* : comme les différents acteurs ont des contraintes de risque et de stress similaires, il y a une grande tendance à l'accompagnement du cycle. Les fortes baisses de marché se traduisent inévitablement par des ventes, et inversement. C'est le cas notamment des assureurs et des fonds de pension, pourtant considérés comme des investisseurs long terme. De plus en plus d'études se sont penchées sur ce point.

Au total, il n'est pas très étonnant que les régulateurs se montrent de plus en plus inquiets face à l'irrésistible montée du *shadow banking*. Dans ce contexte, la consultation du Financial Stability Board (FSB) sur les méthodologies d'identification des NBNI G-SIFIs (comprendre « non-banquiers, non-assureurs globalement systémiques ») donne lieu à une bataille entre tenants d'une régulation et (certains) professionnels du secteur. Les régulateurs souhaitent respecter un principe de précaution, mais certains asset managers expliquent qu'aucune défaillance n'a eu à ce jour de répercussions systémiques sur les marchés. Pour les raisons évoquées ci-dessus, la régulation doit être durcie. Cela nous semble souhaitable et inévitable. C'est une tendance de fond.

Conclusion

« *This time is different* »... peut-on trouver une phrase aussi souvent galvaudée dans le métier de la gestion de portefeuille? Pourtant, vous l'avez bien

compris, le monde de la gestion d'actifs est en pleine croissance, mais aussi en plein bouleversement compte tenu des changements structurels actuels. Les défis démographiques, technologiques, environnementaux sont en passe de redessiner le paysage financier et de redéfinir les business models. Selon une récente enquête de PwC, 73 % des CEO américains et 61 % des CEO au niveau mondial considèrent que de nouveaux concurrents vont créer une disruption de leurs industries dans les 5 ans à venir : selon les personnes consultées, des nouveaux entrants vont « disrupter » leurs activités ou préserver leurs business models mais en leur appliquant de nouvelles technologies.

Dans ce contexte, que doit faire un asset manager pour être / rester performant ? Il doit agir via plusieurs axes qui, vous ne serez pas surpris de l'apprendre, correspondent au business model d'Amundi :

- **Développer des « business models » fortement centrés sur les clients** (diversité, aspirations, flexibilité, transparence, plateformes...);
- **Être à la fois global et local** (connaissance du monde, proximité clients).
- **Avoir une taille critique** pour assurer son indépendance, être résilient ;
- **Avoir une taille critique pour également pouvoir s'adapter, pénétrer des marchés rapidement et de façon efficace** (les coûts d'entrée sont souvent très élevés);
- **Nouer des partenariats avec les clients clefs.** Amundi fait cela avec des fonds souverains et autres grands institutionnels sur des thématiques particulières comme le SMART Beta, l'allocation d'actifs stratégique, la gestion du risque...
- **Optimiser ses réseaux de distribution**; nouer des partenariats avec des entités locales devient indispensable pour bien pénétrer les marchés locaux : une imprégnation de la culture plus rapide, l'activation de networking établis de longue date, une immense réduction du ticket d'entrée, une force de frappe immédiate et plus forte que les concurrents sans réseaux de ce genre... Amundi a une vingtaine de partenaires dans différents pays, comme la Corée (NH), la Chine (ABC), le Japon (Resona), l'Allemagne, les Pays-Bas, la Belgique l'Italie, la République Tchèque... des partenaires locaux solides avec bien souvent des liens capitalistiques, parfois croisés.
- **Rechercher des accords de distribution avec des réseaux bancaires.** Par exemple, à chaque acquisition d'une société de gestion filiale de banque, Amundi a négocié des accords de distribution des produits et fonds (généralement pour une durée de 10 ans) avec les banques à l'origine de la vente : ce fut le cas par exemple avec Société Générale en France, avec Bawag en Autriche, ou plus récemment avec Unicredit en Italie...
- **Avoir la capacité de vendre des services** autres que la simple gestion de l'épargne et des trésoreries..., comme le reporting réglementaire, la

gestion du risque... ;

- **Développer les activités d'advisory sur tout sujet pouvant concerner les métiers de la gestion.** Ces services sont également facturables.
- **Avoir la capacité de développer des modes de fonctionnement simples :** cela permet à la fois d'avoir des coûts faibles, une forte agilité, une plus grande flexibilité... ;
- **Être capable d'évaluer en tout temps l'impact des changements de son environnement ;** la bataille actuelle, ce n'est pas simplement les gros et puissants contre les petits et les faibles, mais surtout entre les entités agiles et celles qui ne le sont pas. Le monde bouge très rapidement, et il faut bouger avec lui (avant lui ?), avoir la maîtrise de ses structures et de son business model...
- **Être capable d'utiliser avantageusement les données disponibles :** réseautage, big data, « robo-advisors », etc. À titre d'exemple, rappelons que les robo-advisors se développent rapidement, y compris en gestion active, SMART betas, en sélection de fonds (Arnaud (2017)).
- **Être innovant, rapide... et donc être capable d'investir ;** le réseau de startups (dont nombre de Fin-techs, de Reg-techs et autres Insur-techs) que constituent par exemple les « villages Crédit agricole » (Paris, Bordeaux...) permet, en partenariat avec des groupes industriels, de sélectionner des projets, de les accompagner, de les faire grandir, de suivre les grandes tendances existantes, de détecter / participer aux innovations... et éventuellement d'investir dans des entreprises innovantes dans les thématiques disruptives.
- **Être un bon gestionnaire de risques, des contraintes réglementaires** (de plus en plus nombreuses, de plus en plus complexes, de plus en plus difficiles à satisfaire sans une taille critique...), **et de son capital ;**
- **Devenir expert dans la gestion des données devient de plus en plus essentiel. Des experts de SEI rappelaient, en 2016, les préalables au succès :**
 - *Assurer une meilleure - et différente - prise de décision.* Adopter une approche axée sur l'écoute des experts (en données notamment) plutôt que suivre le modèle traditionnel hiérarchique ou financier (opinion de la personne la mieux payée...).
 - *Favoriser l'activité de Gestion de portefeuille.* Équiper les équipes de gestions de portefeuille en outils permettant de mieux analyser les données et de capter les tendances et relations entre classes d'actifs et actifs.
 - *Développer des réseaux de distribution plus intelligents.* Utiliser outils du type systèmes CRM pour suivre et mieux comprendre distributeurs et conseillers.
 - *Assurer des ventes et du marketing ciblés.* Développer des initiatives

et des messages basés sur l'historique des transactions et des interactions ; utiliser l'analyse pour générer des campagnes numériques et prioriser les prospects.

- **Devenir un expert en Robotic Process Automation (RPA).** Beaucoup d'entreprises recrutent activement des experts de RPA, considérant cette expertise comme « une opportunité incontournable d'améliorer les processus de back-office, de réduire le travail précédemment externalisé, de tirer parti des analyses de données et d'éliminer le travail banal » (Prudential Financial). Facile à mettre en œuvre, avec un retour sur investissement rapide, se traduisant par une augmentation de la productivité, augmentant la qualité du service aux clients, améliorant le contrôle des processus, facilitant le suivi de conformité, **la RPA est assez unanimement considérée comme un outil de réduction des coûts et un accélérateur de qualité.**
- **Mieux documenter la conception du produit.** Analyser les fonds communs de placement et les mandats institutionnels pour identifier les caractéristiques clés.
- **Mieux analyser les besoins et envies des investisseurs.** Découvrir et mettre en avant les facteurs cachés, que l'on va pouvoir isoler grâce au big data, et qui affectent les comportements (par exemple, influence des autres dans le cercle social d'un investisseur) ; comprendre les besoins à venir et les préférences.
- **Parvenir à avoir des employés plus heureux et plus productifs.** Développer des « analyses de données personnalisées » qui éclairent la motivation et les facteurs de performance. Mieux gérer les nouvelles générations, plus complexes à certains égards, à motivations et aspirations différentes... il est démontré depuis longtemps que la performance et la motivation dépendent du bonheur au travail.

Au total, pour rester compétitif et profiter de nouvelles opportunités, les sociétés de gestion doivent réfléchir davantage à leurs business models et regarder au-delà des simples améliorations. Nous sommes dans le domaine de la rupture, de la disruption. Cela nécessite une nouvelle réflexion, un changement conscient de la mentalité et un leadership efficace au niveau de l'entreprise et de l'industrie. Ce sont sans aucun doute les clefs pour des succès futurs.

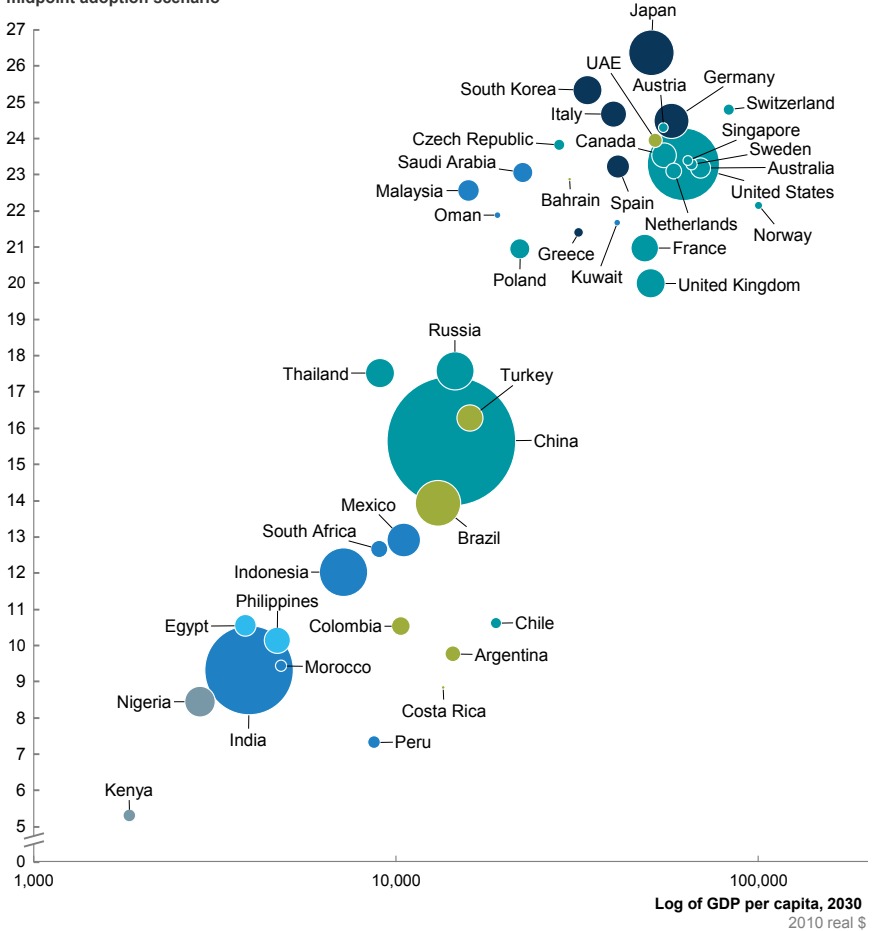
Annexe

Impact de l'automatisation sur les emplois, pays par pays (McKinsey, décembre 2017)

Size = FTEs potentially displaced, 2030 (million) Color = Average age (projected), 2030

- <25
- 25-30
- 30-35
- 35-40
- 40-45
- 45-50

Percentage of current work activities displaced by automation, 2016-30, midpoint adoption scenario



Source: World Bank; Oxford Economics; McKinsey Global Institute analysis

Références

Arnaud E. (2017) “How digitalisation impacts fund selection”, DigiBook - Competitive Digital Landscape, Digital Business Intelligence Group, Amundi.

BCG (2017) “Global Asset Management 2017: The Innovator’s advantage”, Boston Consulting Group.

Betts, B., R. Savi and J. Shen (2015) “Finding Big Alpha in Big Data : The Evolution of Active Investing”, Blackrock, July.

Bowman S.R., L. Vilnis, O. Vinyals, A. M. Dai, R. Josefowicz and Samy Bengio (2016) “Generating Sentences from a Continuous Space”, Association of Computational Linguistics, Proceedings of the 20th SIGNLL conference on Computational Natural Language Learning, Berlin, August 7-12.

Buisson P. (2017) “Cryptocurrencies: a new asset class?”, DigiBook - Competitive Digital Landscape, Digital Business Intelligence Group, Amundi.

Buisson P. (2017) “Robotic Process Automation”, DigiBook - Competitive Digital Landscape, Digital Business Intelligence Group, Amundi.

Christensen, C.M. (1997) “The innovator’s dilemma: when new technologies cause great firms to fail”, Harvard Business School Press.

Christensen, C.M. (2015) “What Is Disruptive Innovation?”, Harvard Business Review.

Deloitte (2015) “Robo Advisors: Capitalizing on a growing opportunity,” July.

Dru, J.-M. (2016) “The Ways to New: 15 Paths to Disruptive Innovation”, Pearson Ed.

Dugain, M. and C. Labbé (2017) « L’Homme nu: la dictature invisible du numérique », Robert Laffont / Plon Ed., Paris.

Ellis, R. and J. Warren (2016) “The upside of disruption: Why the future of asset management depends on innovation”, SEI Investment Manager Services.

EY (2016) “The upside of disruption: Mégatendances trends shaping 2016 and beyond”, EYQ report.

FRB Dallas (2003) “A better way - Productivity and Reorganization in the American Economy”, Rapport annual.

Haldane, A. G. (2014) “The age of asset management?”, Bank of England, presentation to the London Business School, 4 April.

Harari Y. N. (2017) “Homo Deus: A Brief History of Tomorrow”, Random House UK, 400 pages, January.

Iturbide Ph. (2016). « Environnement de taux bas / négatifs, stagnation séculaire... implications pour la gestion d’actifs », Amundi Discussion Papers DP-15-2016, Avril, 48 pages.

Ithurbide Ph. (2017) « Actifs réels : quel apport dans une allocation d'actifs, notamment en période de crise? », Amundi Discussion Papers DP-27-2017, Novembre, 52p.

James Manyika J., S. Lund, M. Chui, J. Bughin, J. Woetzel, P. Batra, R. Ko et S. Sanghvi (2017) "Jobs lost, jobs gained : workforce transitions in a time of automation", McKinsey Global Institute, Décembre.

J. Bughin, E. Hazan, S. Ramaswamy, M. Chui, T. Allas, P. Dahlström, N. Henke et M. Trench (2017) " Artificial intelligence the next digital frontier?", Discussion Paper, McKinsey Institute, Juin.

Lam E. (2017) "Here's What the World's Central Banks Are Saying About Bitcoin", Bloomberg.com, 13 décembre.

Manyika J., M. Chui, M. Miremadi, J. Bughin, K. George, P. Willmott et M. Dewhurst (2017) "A future that works: Automation, employment and productivity", McKinsey Global Institute, Janvier.

Marcerou E., J.M. Le Fur, M. Hinfrey, R. Nadif and N. Ramlot (2015) "Directive MIFID2: synthèse et enjeux", 99 Advisory

O'Sullivan M. (2013) "Introducing Our New Megatrends Framework", Crédit Suisse.

Rao A. S. and G. Verweij (2017) "Sizing the prize: What's the real value of AI for your business and how can you capitalise?", PwC"

Rao A. S. (2017) "Impact of Big Data and Artificial Intelligence on Insurance", NCSL Legislative Summit, Août, PwC.

PwC (2017) "Artificial Intelligence and Robotics – 2017: Leveraging artificial intelligence and robotics for sustainable growth", Mars.

PwC (2015) "US CEO survey – key findings", PwC, 2015.

PwC (2016) "Blockchain in asset management".

PwC (2017) "Global FinTech Report 2017 - Redrawing the lines: FinTech's growing influence on Financial Services".

Williams, J. (2017) "SEI identifies five key trends in disruptive technology", Hedgeweek, Special report, January.

Discussion Papers

Pour plus d'informations sur nos publications :
research-center.amundi.com

-
- DP-28-2017** **Mégatendances et disruptions :
Quelles conséquences pour la gestion d'actifs ?**
ITHURBIDE Philippe, 2017-12
-
- DP-27-2017** **Actifs réels : quel apport dans une allocation d'actifs,
notamment en période de crise ?**
ITHURBIDE Philippe, 2017-11
-
- DP-26-2017** **Le défi alimentaire : comment aller vers plus de transparence**
NAVARRE Marie, RENARD Aurélie, TENDEAU Jérôme, 2017-09
-
- DP-25-2017** **The Quest for Diversification
Why Does It Make Sense to Mix Risk Parity,
Carry and Momentum Risk Premia**
BURGUES Alexandre, KNOCKAERT Edouard, LEZMI Edmond,
MALONGO Hassan, RONCALLI Thierry, SOBOTKA Raphaël, 2017-09
-
- DP-24-2017** **Opportunités de l'extraction minière
en eaux profondes et ses enjeux ESG**
NAVARRE Marie, LAMMENS Héloïse, 2017-07
-
- DP-23-2017** **Huile de Palme : le dilemme environnemental**
BLOTIÈRE Elsa, GROUILLET Julien, RENARD Aurélie, 2017-06
-
- DP-22-2017** **Commerce mondial : vers un « new normal » ?**
ITHURBIDE Philippe, 2017-05
-
- DP-21-2017** **Cycles et allocation d'actifs :
les choix essentiels en matière de placement**
MIJOT Éric, 2017-02
-
- DP-20-2017** **Droits de l'homme et entreprises :
Comment évaluer la responsabilité des entreprises
en matière de protection des droits de l'homme ?**
NAVARRE Marie, PEYTHIEU Arnaud, 2017-01
-
- DP-19-2016** **Extraction et exploitation du charbon :
vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**
CROZAT Catherine, 2016-10
-
- DP-18-2016** **L'émergence du Renminbi comme monnaie internationale :
où en sommes-nous maintenant ?**
DRUT Bastien, ITHURBIDE Philippe, JI Mo,
TAZÉ-BERNARD Éric, 2016-09
-
- DP-17-2016** **Disrupteurs endocriniens dans l'analyse ESG**
NAVARRE Marie, RENARD Aurélie, 2016-09
-
- DP-16-2016** **IORP2 : Un nouveau cadre réglementaire pour les pensions**
BOON Ling-Ni, BRIÈRE Marie, 2016-07

-
- DP-15-2016** Environnement de taux d'intérêt bas/négatif, stagnation séculaire... implications pour la gestion d'actifs
ITHURBIDE Philippe, 2016-04
-
- DP-14-2016** Les marchés Forex: les écrous et boulons du facteur Carry
LEZMI Edmond, 2016-04
-
- DP-13-2016** Les marchés financiers aujourd'hui: comment faire face aux taux d'intérêt bas/négatifs
ITHURBIDE Philippe, 2016-04
-
- DP-12-2015** Banques centrales: le premier pilier du cycle d'investissement
MIJOT Éric, 2015-11
-
- DP-11-2015** Facteurs d'investissement en actions selon l'environnement macroéconomique
RUSSO Alessandro, 2015-11
-
- DP-10-2015** Les cycles longs et les marchés d'actifs
MIJOT Éric, 2015-05
-
- DP-09-2015** Réallouer l'épargne à l'investissement: le nouveau rôle des asset managers
PERRIER Yves, 2015-02
-
- DP-08-2014** Actifs alternatifs dans une allocation: pourquoi, comment, combien ?
De LAGUICHE Sylvie, TAZÉ-BERNARD Éric, 2014-11
-
- DP-07-2014** Le cycle court de l'investissement: feuille de route
MIJOT Éric, 2014-10
-
- DP-06-2014** Gérer l'incertitude avec le concept DAMS: de la segmentation des actifs à la gestion de portefeuille
FACCHINATO Simone, POLA Gianni, 2014-10
-
- DP-05-2014** L'immobilier physique dans l'allocation d'actifs à long terme: le cas de la France
BLANCHARD Cécile, De LAGUICHE Sylvie, RUSSO Alessandro, 2014-05
-
- DP-04-2014** Strategies smart beta: diversification, investissement a faible risque et plus encore
RUSSO Alessandro, 2014-05
-
- DP-03-2014** ISR et performance: impact des critères ESG dans les gestions actions et crédit
BERG Florian, De LAGUICHE Sylvie, LE BERTHE Tegwen, RUSSO Alessandro, SORANGE Antoine, 2014-03
-
- DP-02-2014** Actif « sans risque »: quelle rentabilité normative a long terme ?
De LAGUICHE Sylvie, 2014-03
-
- DP-01-2014** Qui êtes-vous, Madame Yellen ?
ITHURBIDE Philippe, 2014-01

Éditeurs:

Pascal BLANQUÉ

CIO Amundi

Philippe ITHURBIDE

Directeur Recherche

Conception et support

Pia BERGER — *Recherche, Stratégie et Analyse*

Benoit PONCET — *Recherche, Stratégie et Analyse*

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

Décembre 2017 | Discussion Paper

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable.

Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933, le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en page 3 de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Société anonyme au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images - Auris

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com