



CONFÉRENCE — VENDREDI 7 JUILLET 2017

BOURSE : ADIEU L'ANCIEN MONDE !

Pourquoi les professionnels de la gestion, les émetteurs et les investisseurs doivent adapter sans cesse leur façon de travailler ?

CONFÉRENCE — VENDREDI 7 JUILLET 2017

BOURSE : ADIEU L'ANCIEN MONDE !



SYNTHESE DE LA CONFERENCE

ECHOS D'UNE PARTICIPANTE... 1/2

L'histoire est un perpétuel changement, celle de la bourse aussi ! Ces propos de Jean-Pierre Lac ouvrent la table-ronde organisée par Lyon Place Financière et Tertiaire LPFT, en rappelant que 30 ans auparavant, la corbeille de Lyon fermait, la dématérialisation de la bourse transformait le paysage... et signait la création de l'association, chargée d'animer une place bien réelle et pas virtuelle !

Pour parler des profondes transformations de la bourse, LPFT a réuni un plateau très complet avec une fintech (Vivienne Investissement, Laurent Jaffres), un gérant de portefeuille (Dominique Goirand, Financière d'Uzes), un investisseur (Bruno Silva, Groupama), un émetteur (Emmanuel Arabian, Groupe Seb) et avec la contribution d'Euronext (Alexis Janin), Jean-Pierre Lac, Président de l'association, animant ces échanges passionnants, dont nous vous proposons une synthèse.

Pour ouvrir le débat, la parole est donnée à Laurent Jaffres qui explique comment les tout premiers hedge funds ont osé déconstruire le modèle d'approche du risque posé en repère absolu depuis les années 1900, modèle qui associait risque et volatilité. Cette « théorie du portefeuille » a montré ses limites (2000, 2008, 2011) : « les marchés ne sont pas gaussiens ». En effet, tout comme les lois scientifiques qui régissent la logique du vivant, celles du risque peuvent évoluer avec le temps. On est donc à une période où certains ont déjà opéré ce changement d'approche du risque, en démontrant combien la diversification est complexe et en travaillent avec les HFT, le big data, pour optimiser leurs allocations. Les nouveaux acteurs opèrent sur les zones d'inefficience de la gestion « à l'ancienne », où ils apportent liquidité et efficience, et contrent les biais statistiques. Ces transformations ont entraîné un effet bénéfique sur les spreads et les coûts.

L'investisseur, quant à lui, est tenté de rechercher de la sécurité, donc de rester sur des recettes connues. Dans cette période de taux bas, les obligations d'entreprises ont revêtu une attractivité particulière. Mais « on n'échappera pas à une remise en cause intellectuelle pour savoir où aller demain ». Bruno Silva souligne aussi que, tant que les contraintes de Solvency2 en matière de diversification des risques ne seront pas allégées, les marchés actions resteront fort limités pour les assureurs. Le gérant, Dominique Goirand, conserve comme point d'ancrage une stratégie « de gestion active de conviction », qui repose sur l'analyse et sur la parfaite compréhension des mécanismes d'allocations. Pour lui, si la performance d'un Blackrock est indéniable, et peut avoir une place, la question se pose toutefois quant à leur modèle économique, aux frais de gestion, et à la place de l'émetteur.

On voit assez vite que, côté émetteurs, la vision diffère selon les marchés et les compartiments. L'entrée du groupe SEB dans l'indice MSCI n'a pas finalement eu beaucoup d'impact, ni sur la liquidité, la question de la volatilité étant seconde pour eux. Une société comme Toupargel, présente dans la salle, se considère comme hors de ces débats qui ne concernent pas encore les fonds qu'elle intéresse, et qui s'appuient sur leurs analystes. Ceci peut être mis en correspondance à l'autre bout de la chaîne avec ce qui se passe en Chine, où la liquidité atteint des sommets, et où l'on peut voir des taux de rotations de flottants de 4 fois dans l'année !

ECHOS D'UNE PARTICIPANTE... 2/2

La liquidité a largement bénéficié de la forte baisse du coût d'accès au marché, baisse dont tous se félicitent. Elle n'est pas forcément corrélée avec la volatilité, ce qui montre la meilleure efficacité des acteurs. Ce qui entraîne d'ailleurs une discussion sur la nature de la liquidité... la « vraie » étant celle voulue par les émetteurs ? Les tenants de la gestion quantitative vont aussi utiliser le trading algorithmique pour atténuer l'impact de leurs ordres sur le marché et « faire les choses proprement », notamment vis-à-vis du régulateur.

Le débat s'ouvre ensuite sur la volatilité, dont on admet qu'elle est nécessaire mais doit être maîtrisée. Avec un certain consensus sur l'effet des hedge funds qui ont contribué à ce lissage.

En effet, les hedge funds, rappelle Laurent Jaffres, vont jouer avec une volatilité historique, ou implicite en mesurant les risques futurs (« un thermomètre de la peur »), ou sur une classe d'actifs à part entière, ce qui garantit une décorrélation.

Et l'opérateur de marché dans tout ça ? C'est avant tout un garde-fou, rappelle Alexis Janin, qui doit éviter les dérives, purement quantitatives comme humaines. Avec comme outil, la possibilité de suspendre les cotations (cf épisode Vinci avec des fake news).

La dernière partie du débat traite de la place de la relation investisseurs pour l'émetteur. On rappelle que c'est une fonction stratégique... mais alors faut-il s'adresser aux robots et comment, ou aux analystes ? L'impact de l'ISR va probablement temporiser le « tout robot », comme le montre l'intérêt grandissant accordé aux questions de gouvernance, de CV des dirigeants etc... ce ne serait donc pas la fin des roadshow. En revanche, les avis divergent sur la question annexe de l'obligataire : les investisseurs regardent-ils surtout la notation comme le dit Bruno Silva, ou demandent-ils à se faire une idée « de visu » comme le supposent Jean-Pierre Lac et Emmanuel Arabian ?

On boucle la boucle, si l'on peut dire, en fin de débat avec des réflexions sur le comportement "moutonnier" que les algorithmes viendraient renforcer... Ou pas ! En rappelant au passage que c'est un non-sens de se référer aux performances (ou contre-performances) des autres acteurs qui travaillent comme vous... Et de remettre ceci en perspective avec fameuse théorie du portefeuille.

Ce qui ressort en conclusion de ces échanges nourris, c'est qu'il est faux d'opposer dans une vision antagonisme la « bourse à la papa, faite de convictions » et la « bourse des robots » qui serait dangereuse car décorrélée de toute réalité économique. Ce qui importe, pour gérer un portefeuille, c'est bien de travailler à partir de convictions, mais c'est largement aussi de savoir comment établir le bon dosage, en fonction d'objectifs de gestion que l'on s'est défini. Et là, le recours à la gestion quantitative va être déterminant pour optimiser l'efficacité de la gestion. Ceci, pour les valeurs du CAC40 ou le compartiment B pour l'instant. Quant aux valeurs moyennes, il faut probablement attendre pour les assimiler aux tendances des grandes.

A suivre ! Avec une publication annoncée par LPFT, qui lancera dans quelques semaines un « 9 idées reçues sur ... la bourse et les robots », en écho à cette table-ronde.

CONFÉRENCE — VENDREDI 7 JUILLET 2017

BOURSE : ADIEU L'ANCIEN MONDE !



PRESENTATION DE SEB

Leader mondial du Petit Equipement Domestique



- **8 produits vendus**
dans le monde **par seconde**
- **Plus de 250 millions**
de **produits** commercialisés
chaque année **dans près**
de **150 pays**
- **Des positions de leader**
dans **plus de 25 pays**
sur tous les continents

Chiffres-clés 2016



5 000 M€
Ventes, + 6,1%
à taux de change et
périmètre constants



505 M€
Résultat
Opérationnel
d'Activité



259 M€
Résultat Net



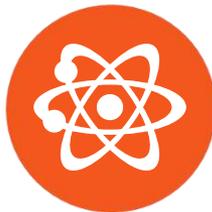
+ de 32 000
Collaborateurs



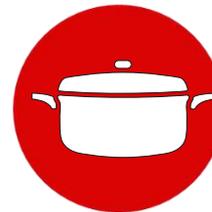
+ de 1 400
personnes
Communauté
de l'Innovation



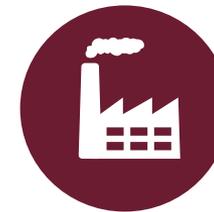
179 M€
Investissement
Innovation



122 brevets
déposés
cette année



+ de 1200
magasins
sous enseignes
propres



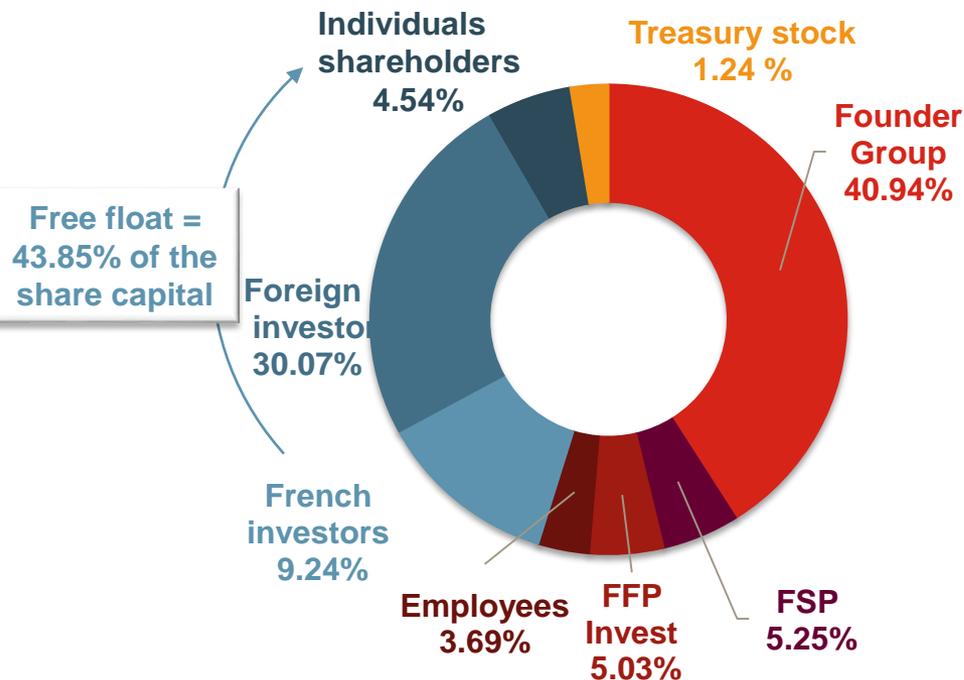
Plus de 40
sites industriels
dont **10** en
France

Société familiale

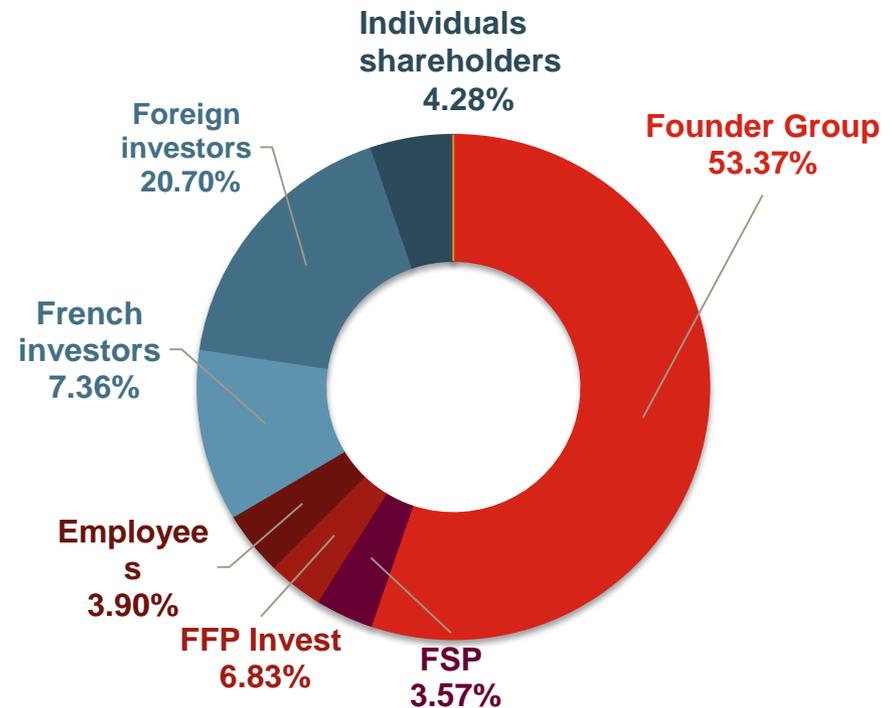
- Fondée en 1857
- Siège mondial à Ecully (Lyon)
- Côté à la bourse de Paris depuis 1975
- €7.8 milliards de capitalisation boursière*

**Source: Bloomberg (as of 11 May 2017)*

Share capital breakdown (as of 31/12/2016)



Voting right breakdown (as of 31/12/2016)



Liquidité du titre SEB (1/2)

- Depuis son entrée dans le MSCI Global Standard Index, la liquidité moyenne quotidienne a augmenté de :
 - +25% en nombre de titres sur Euronext : 74k titres vs 59k titres / All markets : 130k titres vs 107k titres
 - +33% en capitaux échangés sur Euronext : 9,6M€ vs 6,5M€ / All markets : 6,5M€ vs 11,7M€
- La part d'Euronext dans les volumes globaux échangés en 2016 ressort à 33% (vs 40% en 2015) en ligne avec les nouvelles pratiques de marché et l'essor des places alternatives et des dark pools

Liquidité du titre SEB (2/2)

Revue de la liquidité mensuelle de l'action SEB tous marchés



Capitaux échangés x1,5 depuis 2013 suite à la hausse des volumes échangés en nombre de titres couplée à la forte hausse du cours de l'action SEB

La liquidité YTD 2017 atteint 40% de celle observée en 2016 hors blocs

La répartition de la liquidité est équilibrée entre Euronext et les places alternatives

Volume moyen quotidien tous marchés

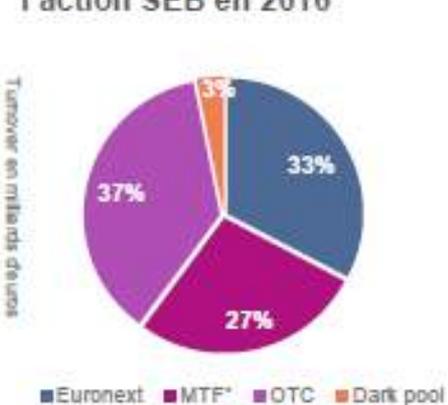
	en # de titres
2016	116 220
2017 YTD	113 770

	en €
2016	13M
2017 YTD	15M

Revue de la liquidité annuelle de l'action SEB



Répartition de la liquidité de l'action SEB en 2016



Source Bloomberg

* MTF : Multilateral Trading Facilities

CONFÉRENCE — VENDREDI 7 JUILLET 2017

BOURSE : ADIEU L'ANCIEN MONDE !

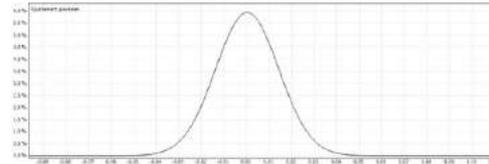


PRESENTATION DE VIVIENNE INVESTISSEMENT

Aborder les marchés avec des hypothèses réalistes

Dans la Théorie moderne du portefeuille, les marchés sont :

Gaussiens



Stationnaires



Les marchés ne sont pas gaussiens

En réalité, les marchés financiers ne sont pas gaussiens : les rendements extrêmes sont trop fréquents...

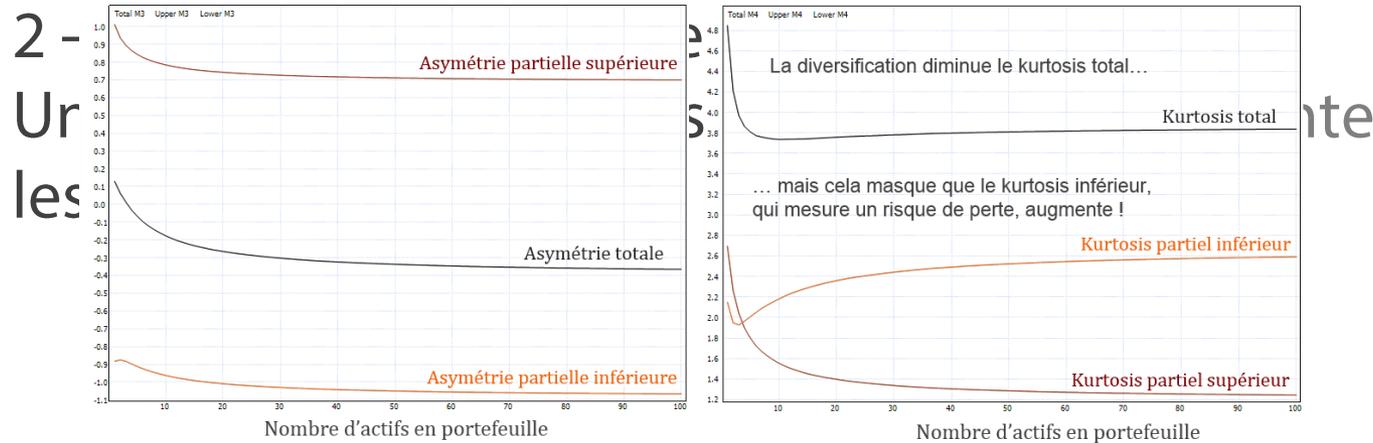
- CAC 40 < -5 % en 1 jour :
devrait se produire environ une fois par période de 20 ans
→ en réalité, on l'a vu **tous les ans** depuis 1987 !


- CAC 40 < -9 % en 1 jour :
devrait se produire moins d'une fois par période de 85 millions d'années
→ en réalité, on l'a observé **deux fois** depuis 1987 !

Étude présentée à titre indicatif uniquement. L'indice CAC 40, opéré par Euronext, est à dividendes réinvesties. Source : Bloomberg / Vivienne Investissement

Conséquence

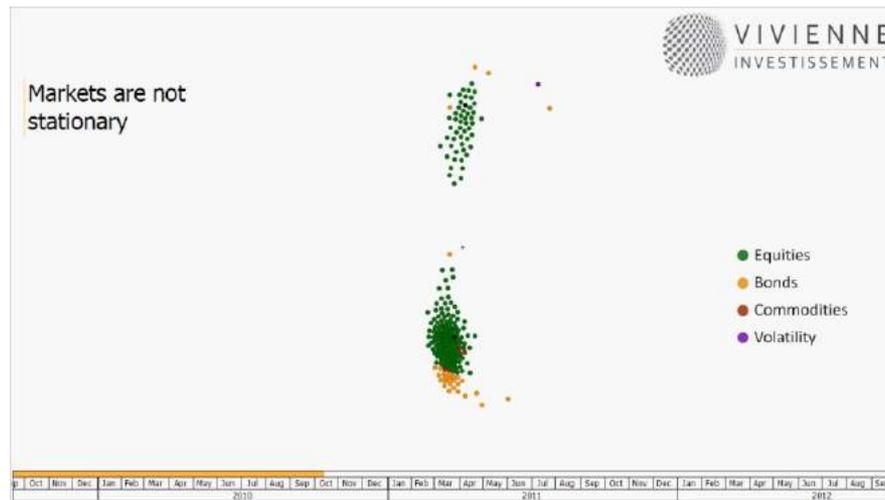
1- On ne tient pas compte des événements extrêmes dans la gestion d'actifs d'où les déceptions des 2000, 2008, 2011...



Étude présentée à titre indicatif uniquement. Conception graphique : Vivienne Investissement. Tous droits réservés. Source : Vivienne Investissement

Les marchés sont instationnaires

- Ils obéissent à des lois complexes qui évoluent dans le temps



- Pour les appréhender au mieux, il faut des modèles dynamiques adaptatifs

Conséquence

Il faut être réactif :

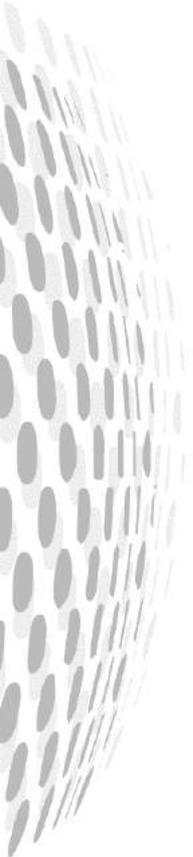
- faire parler les données tous les jours
- pour s'adapter aux changements éventuels
- Ainsi les comités d'allocation à date fixe ne peuvent fonctionner de manière optimale.

Conséquence

Si ces 2 hypothèses sont vraies \Rightarrow justification de la Gestion Passive

Si ces 2 hypothèses sont fausses \Rightarrow justification de la Gestion Active

Le mathématicien de renom Benoit Mandelbrot remet en question cette théorie dans les années 60



« *Les maths, nerfs de la guerre du Big data et du prédictif... Des nerfs à maîtriser* », **Les Échos**, 03/11/2016

« *Les mathématiques ont été créées pour résoudre des problèmes du monde qui nous entoure* », **Cédric Villani**, Carnets de Science, novembre 2016, CNRS Editions

Risque extrême – VI@Risk

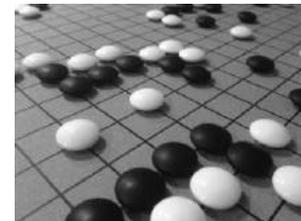
Deep Reinforcement Learning (DRL) adapté à la gestion du risque

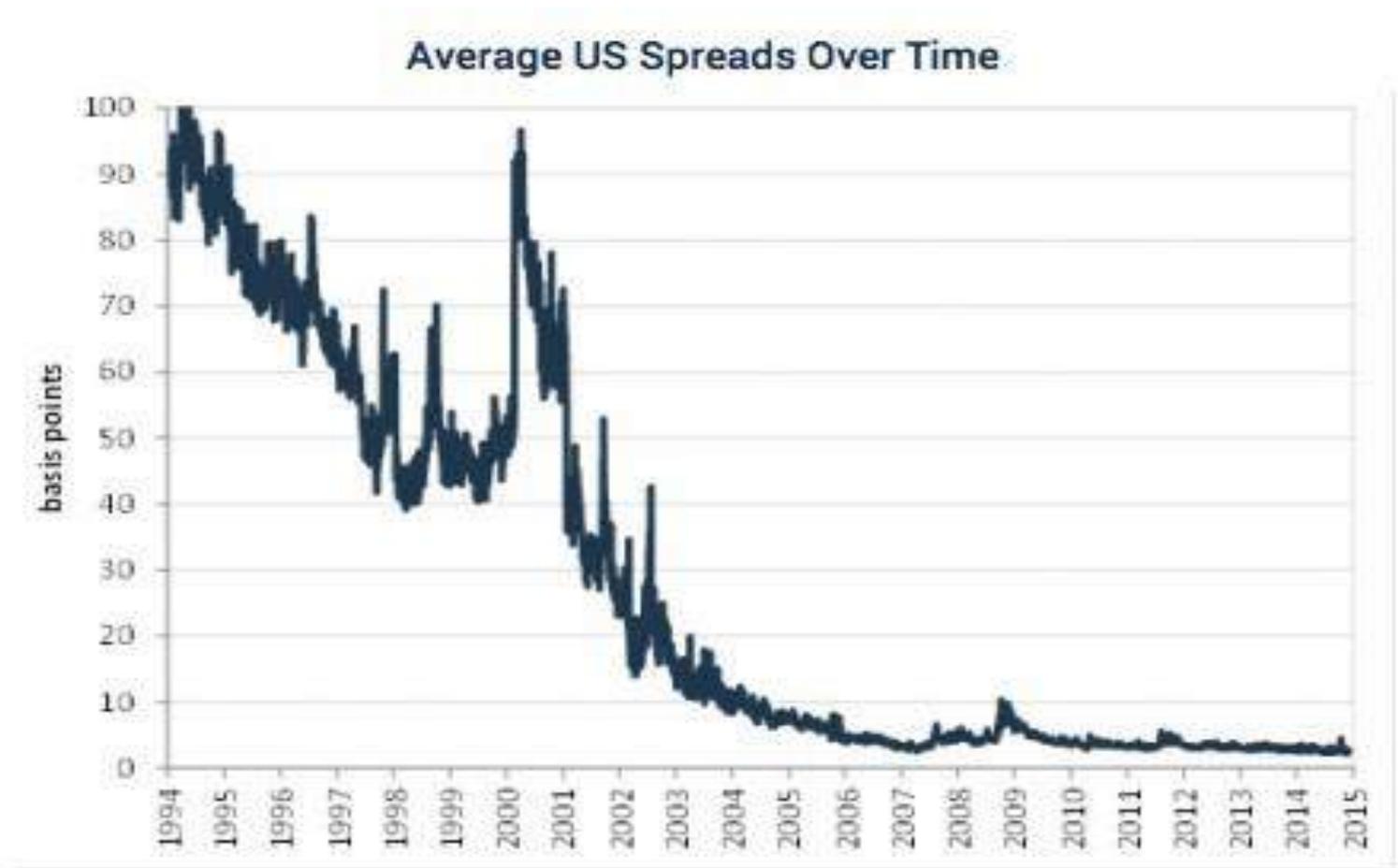
Type de lois	Type de contrôle
⊘ Déterministes	Systèmes asservis
⊘ Stochastiques	Contrôle stochastique (CPPI)
✓ Inconnues et changeantes	<u><i>Deep Reinforcement Learning</i></u>

Pas d'hypothèse, pas de paramètre

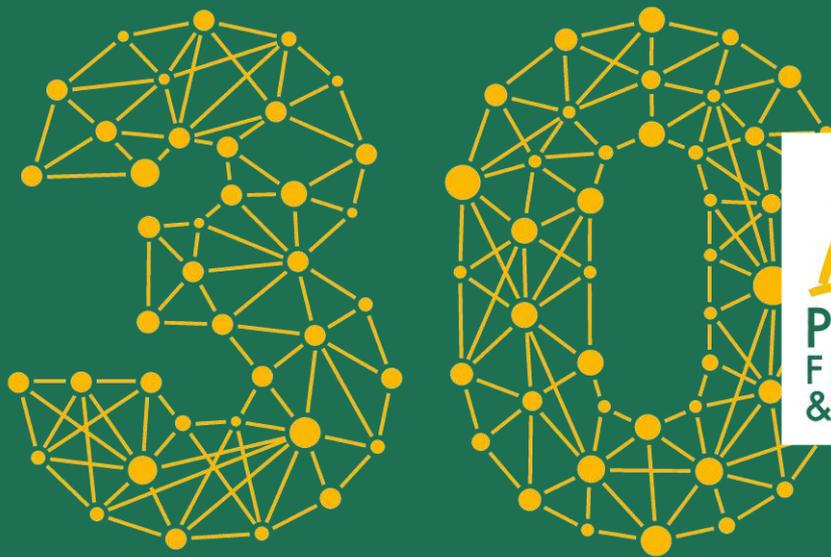
Applications récentes :

- AlphaGo (2016 – Google DeepMind)
- Adobe Marketing Cloud (2016)
- IBM Watson Health





Source: Credit Suisse



LYON
PLACE
FINANCIERE
& TERTIAIRE

30 ANS
À CONNECTER
LES ACTEURS
RÉGIONAUX
