

Active is:
Penser sans limites

Compte tenu de la cherté apparente des actions, vers quelles classes d'actifs les investisseurs doivent-il se tourner ?

fr.allianzgi.com

Mai 2021



Stefan Hofrichter, CFA
Head of Global Economics & Strategy

Les actions américaines affichent des valorisations élevées. Notre checklist en 10 points laisse à penser que nous approchons d'une situation de bulle. Même si les actions hors USA, offrent davantage de valeur, nous sommes toujours d'avis que les investisseurs ne devraient pas alléger de manière significative leurs positions sur les États-Unis.

Depuis plus d'une décennie, les actions enregistrent une tendance haussière régulière. La crise mondiale provoquée par la pandémie de Covid-19 n'a même pas réussi à enrayer très longtemps leur progression. D'où la question suivante : les actions, notamment américaines, sont-elles trop chères ? Sommes-nous en présence d'une bulle ? Si oui, quand va-t-elle éclater ?

Pour répondre à ces questions, nous avons établi une liste composée de 10 critères et inspirée par le travail de Charles Kindleberger, un historien spécialisé dans l'économie et les marchés financiers. Tout au long de l'histoire, chaque bulle d'actifs a été unique en soi. Pourtant et à peu d'exceptions près, chacune d'entre elles a satisfait essentiellement à l'ensemble de ces 10 critères.

Notre analyse indique qu'en date d'aujourd'hui, les actions américaines présentent la plupart des caractéristiques d'une bulle d'actifs. Pourtant, il existe des raisons convaincantes qui nous amènent à penser que sur le court terme, les actions américaines devraient continuer de progresser. Dans ce contexte, nous continuons de favoriser les actions américaines et les autres actifs risqués, avec quelques hésitations malgré tout. Nous ne pensons pas que le moment est venu pour les investisseurs d'alléger fortement leur exposition aux actifs risqués, même s'il semble logique de passer à un positionnement plus neutre ou modérément acheteur.

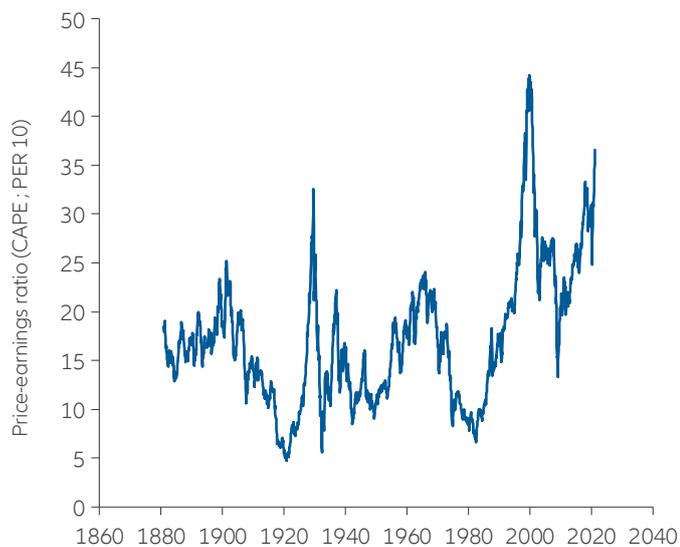
Principales idées à retenir

- Les actions, notamment américaines, sont très onéreuses. Elles s'établissent à des niveaux observés pour la dernière fois avant l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques à la fin des années 1990.
- Des valorisations élevées sont l'une des 10 caractéristiques de la bulle d'actifs que nous avons identifiée. À noter que la majorité de ces caractéristiques émettent un signal d'alerte.
- Mais tant que la Fed n'a pas commencé à réduire ses achats d'actifs, probablement pas avant 2022, les actions américaines pourraient très bien encore progresser.
- Nous conservons à ce stade une préférence pour les actifs risqués et privilégions les titres 'value' qui s'échangent avec une décote de plusieurs décennies par rapport aux titres 'growth'.
- Les actions hors États-Unis, notamment en Europe, au Japon et sur les marchés émergents, présentent des valorisations beaucoup plus raisonnables que leurs concurrentes américaines.

Critères (et degré d'inquiétude en fonction d'une échelle de couleur)	
1	Valorisations historiquement élevées
2	Survalorisations de multiples classes d'actifs
3	Espoirs élevés d'une "nouvelle ère"
4	Politique monétaire ultra-accommodante
5	Déréglementation du secteur financier
6	Endettement en hausse
7	Essor d'instruments financiers "innovants"
8	Négociations excessives et variations exponentielles des cours
9	Afflux de capitaux étrangers
10	Progression des fraudes graves

Peu préoccupant Très préoccupant

Graphique 1 : les actions américaines semblent onéreuses et rappellent les pics de marché précédents
CAPE de l'Indice S&P 500 (1881- 2021)



Source : Allianz Global Investors, Robert Shiller. Données valables en avril 2021.

Les 10 signes d'une bulle de marché

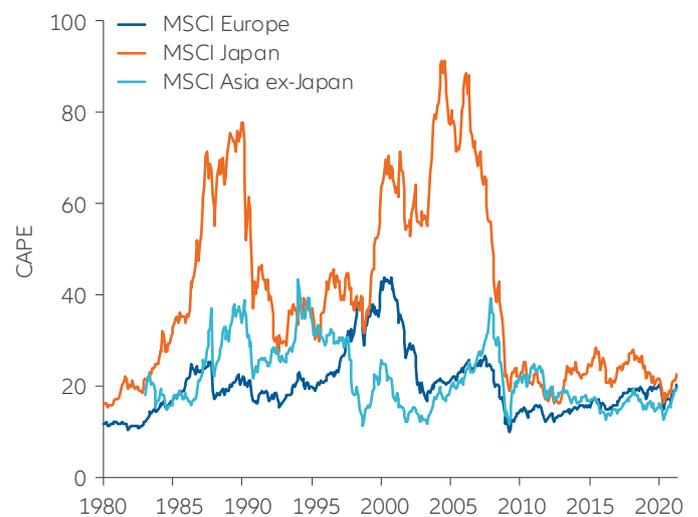
1. Valorisations historiquement élevées

À notre avis, les valorisations sont le principal indicateur d'une bulle et les actions américaines semblent particulièrement onéreuses. Nous étayons ce point de vue grâce à l'indicateur de valorisation que nous jugeons le plus adapté dans une perspective théorique et empirique : le "Cyclically adjusted price-to-earnings ratio" ou CAPE. De fait, il s'agit de la norme de valorisation du secteur et il est actuellement révélateur.

- À fin avril 2021, l'indice S&P 500 se négociait à un CAPE de 37, soit un chiffre précédemment atteint à fin 1998 au cours de la bulle des valeurs technologiques (voir graphique 1). Il avait atteint un plus haut de 44 début 2000 avant son éclatement.
- La situation est similaire pour l'indice Nasdaq. Son CAPE de 55 en avril 2021 est similaire à celui de mars 1998. Or il convient de noter que les valorisations américaines actuellement élevées ne se cantonnent pas au secteur technologique. La quasi-totalité des secteurs, à l'exception des biens de consommation de première nécessité et des banques, se négocient à des multiples élevés.

En comparaison, aucun des marchés d'actions hors États-Unis ne présentent des valorisations aussi tendues (voir graphique 2). Les actions européennes, japonaises et asiatiques se négocient au niveau ou en dessous de leurs multiples de valorisation moyens sur le long terme, ce qui démontre également que les marchés à des niveaux actuellement élevés sont différents de la bulle technologique de la fin des années 1990 et du début des années 2000 : à cette époque, les marchés d'actions du monde entier présentaient des niveaux de valorisation élevés. Par ailleurs, nous ne sommes pas convaincus par

Graphique 2 : les marchés d'actions hors États-Unis semblent présenter des valorisations plus raisonnables
CAPE des marchés d'actions : MSCI Europe, MSCI Japan, MSCI Asia ex-Japan (1980-2021)



Source : Allianz Global Investors, Robert Shiller. Données valables en avril 2021.

le fait que le niveau élevé des valorisations se justifie par le niveau ultra-faible des rendements obligataires. Dans une perspective historique, le bas niveau des taux réels a généralement impliqué des multiples plutôt faibles dans la mesure où de faibles rendements sont révélateurs d'une croissance atone et d'un risque de récession plus élevé. Manifestement, certaines autres forces de marché influent actuellement puisque les rendements sont proches de points bas historiques et les valorisations des actions (au moins aux États-Unis) sont proches de niveaux record. Au fil des décennies, la politique monétaire a stimulé l'appétit pour le risque des investisseurs jusqu'à des niveaux extrêmes au point d'alimenter le parcours haussier des actions.

Toutefois, le niveau actuellement ultra-faible des rendements obligataires peut nous en apprendre davantage sur les perspectives des marchés d'actions. Même si les performances des actions américaines devraient en moyenne être faibles au cours de la prochaine décennie, elles sont encore susceptibles de surperformer les obligations. Pour parvenir à cette conclusion, nous nous appuyons sur le travail de Robert Shiller à l'aide du rendement réel excédentaire des actions par rapport aux obligations. (qui peut être calculé en soustrayant du rendement obligataire actuel le rendement réel des actions ; voir graphique 3). À l'aide du rendement des Bons du Trésor américain à 10 ans de 1,6 % à fin avril 2021, nous estimons que les actions américaines sont vouées à surperformer les obligations d'environ 2,6 % par an au cours des 10 prochaines années.

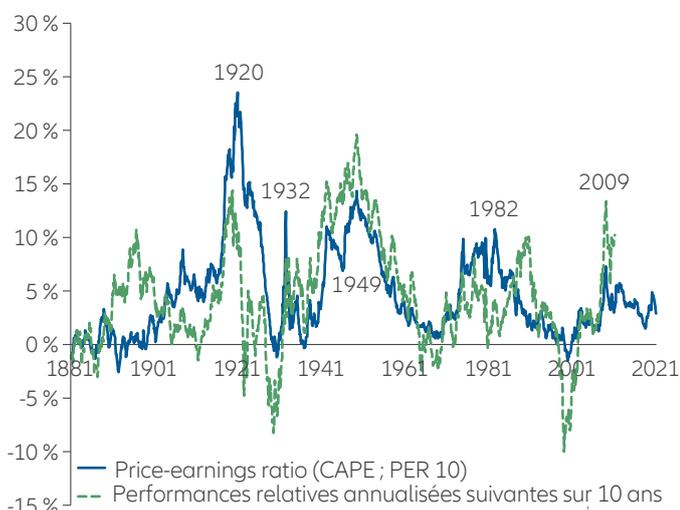
2. Survalorisations de multiples classes d'actifs

Les actions américaines ne sont pas la seule classe d'actifs aux valorisations élevées. Les obligations souveraines le sont également comme l'indiquent nos approches internes de valorisation, et ce, pour deux raisons :

- Les taux courts sont ultra-faibles, voire négatifs dans

Graphique 3 : historiquement, le rendement réel excédentaire a permis d'expliquer la performance relative des actions par rapport aux obligations

Rendement excédentaire CAPE du S&P 500 et performances relatives annualisées suivantes sur 10 ans



Source : Allianz Global Investors, Robert Shiller. Data en avril 2021.

certain cas, en raison des politiques de taux d'intérêt des banques centrales à l'échelle mondiale.

- La prime d'échéance de la dette souveraine à plus long terme demeure à environ 100 points de base de moins que la moyenne à long terme à fin avril 2021, ce qui s'explique par des années de politique monétaire ultra-accommodante.

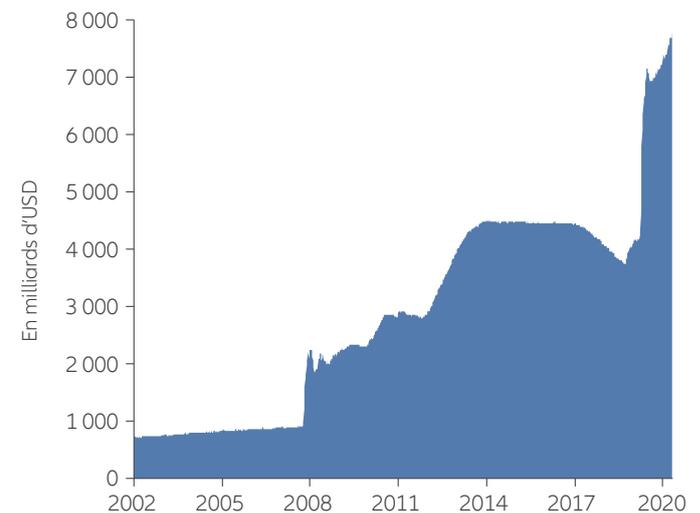
3. Espoirs élevés d'une "nouvelle ère"

L'histoire nous a montré que des bulles se forment au même temps qu'est perçu l'avènement d'une "nouvelle ère", à l'image de progrès technologiques ou de changements politiques majeurs qui donnent lieu à un optimisme généralisé. C'est manifestement le cas actuellement en raison des innovations majeures dans le domaine de l'intelligence artificielle qui alimentent ces espoirs élevés. Certains baptisent la période actuelle la "quatrième révolution industrielle" ou la "deuxième ère des machines" ; la revue *The Economist* a même surnommé la décennie actuelle les "Roaring Twenties" ou années 20 rugissantes par analogie aux années 1920. Conjointement à cet optimisme, les prévisions de croissance bénéficiaire "bottom-up" des États-Unis sur les 3 à 5 prochaines années sont montées en flèche. À un certain moment au début de l'année 2021, ces prévisions bénéficiaires avaient même dépassé celles de l'année 2000 au plus haut de la bulle des valeurs technologiques. Les membres de l'indice FANG+ fortement représenté par la technologie ont été les principales raisons de cette variation soudaine.

Malgré tout, les prévisions de croissance économique sur le long terme restent globalement assez modérées malgré l'optimisme significatif à l'égard d'un rebond persistant en 2021. Nous tenons à souligner que le solide rebond qui a suivi le pic de la crise du coronavirus a clairement joué un rôle ici et que les perspectives économiques sont très dépendantes du maintien de mesures budgétaires et monétaires prises en réponse à la pandémie.

Graphique 4 : rapide expansion du bilan de la Fed durant la crise de Covid-19

Bilan de la Fed (2002-2021)



Source : Allianz Global Investors, Robert Shiller. Données valables en avril 2021.

Le Covid-19 a entraîné une crise économique profonde et une flambée de la performance des actions

Lorsque la pandémie de coronavirus est devenue une pandémie mondiale en mars 2020, elle a entraîné la crise économique mondiale la plus grave depuis la Grande Dépression des années 1930. Les principaux marchés d'actions ont cédé environ un tiers de leur valeur en cinq semaines. Or les actions ont commencé à se redresser à l'annonce de nouvelles mesures de relance budgétaire et monétaire dont la taille était sans précédent en temps de paix.

- Les actions américaines se sont redressées particulièrement fortement. Dans les 12 mois qui ont suivi le point bas de l'indice S&P 500 le 23 mars 2020, l'indice a progressé de 75 %. Depuis la fin mars 2021, les cours des actions américaines ont progressé encore davantage.
- Sur la même période, l'indice technologique Nasdaq a progressé de 95 % et l'indice FANG+ du NYSE a bondi de 146 %.
- Les actions hors États-Unis, mesurées par l'indice MSCI World ex-USA en devises locales, n'ont progressé "que" de 50 % sur la même période, un chiffre qui reste tout de même exceptionnel.

4. Politique monétaire ultra-accommodante

Au cours de l'histoire, la totalité des bulles financières se sont formées dans un contexte de conditions de financement accommodantes par les banques centrales, ce qui est clairement le cas actuellement. Les banques centrales ont non seulement réduit les taux à un niveau proche de zéro, voire négatif, mais elles ont également inondé le système de volumes de liquidité sans précédent en temps de paix (le graphique 4 page précédente montre comment la Fed a massivement accru la taille de son bilan par le biais

d'achats d'actifs). Cette tendance a débuté avec la crise financière de 2007-2008, mais elle a décollé en 2020 durant la crise du coronavirus. Nous avons observé une croissance massive de la masse monétaire restreinte (à l'image des pièces, des liquidités et des comptes bancaires hautement liquides) et de la masse monétaire au sens large (qui se compose de la masse monétaire restreinte plus les dépôts à long terme) en raison des mesures de relance monétaire exceptionnelles et similaires à celles prises en temps de guerre. En fait, les agrégats de masses monétaires restreinte et au sens large aux États-Unis ont enregistré un rythme qui dépasse toutes les progressions observées en temps de paix. Au sein des économies développées, leur taux de croissance s'établissait à environ 17 %, soit de quatre à cinq fois le taux de croissance tendanciel du PIB nominal. L'ensemble des principales banques centrales se sont engagées à maintenir leurs taux inchangés dans les prochaines années et à continuer d'acheter des obligations souveraines.

5. Déréglementation du secteur financier

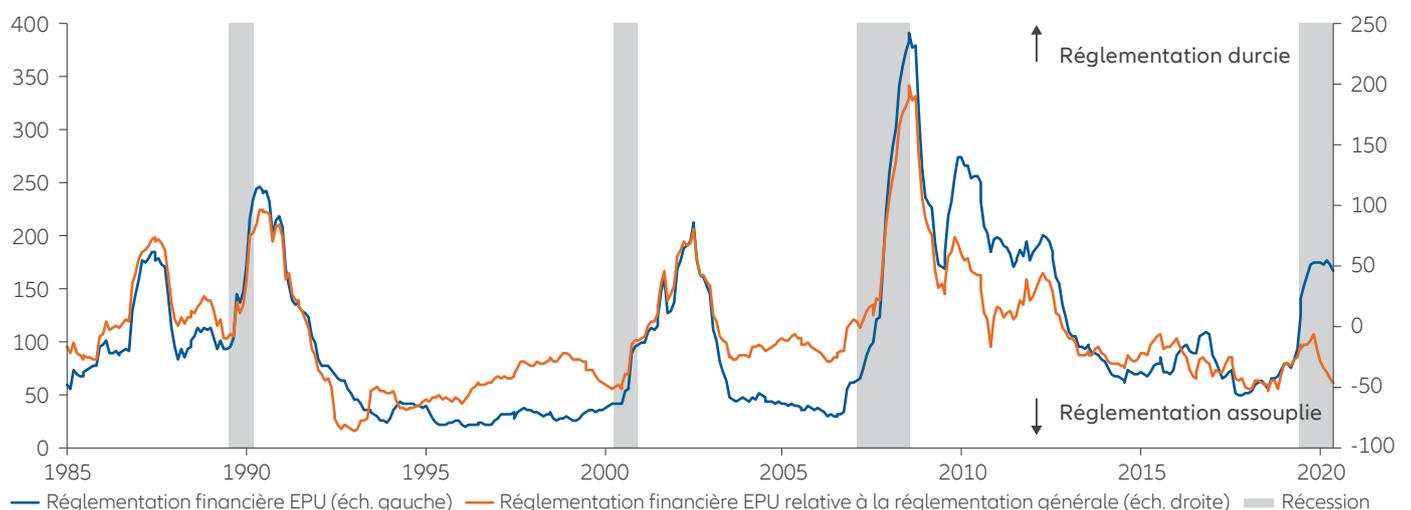
La déréglementation du secteur financier est une autre caractéristique typique de toute bulle d'actifs. Nous pouvons également « cocher la case » pour ce critère, aux États-Unis tout du moins. À la suite d'une brève période de re-réglementation lors de la crise financière, les réglementations américaines ont été progressivement assouplies. Lors du gouvernement de l'ancien Président Donald Trump, le secteur financier a été affranchi de nombreuses réglementations comme le montre l'indice américain sur les incertitudes de la politique économique ("US Economic Policy Uncertainty Index") élaboré par Scott Baker, Nicholas Bloom et Steven Davis (voir graphique 5).

6. Endettement en hausse

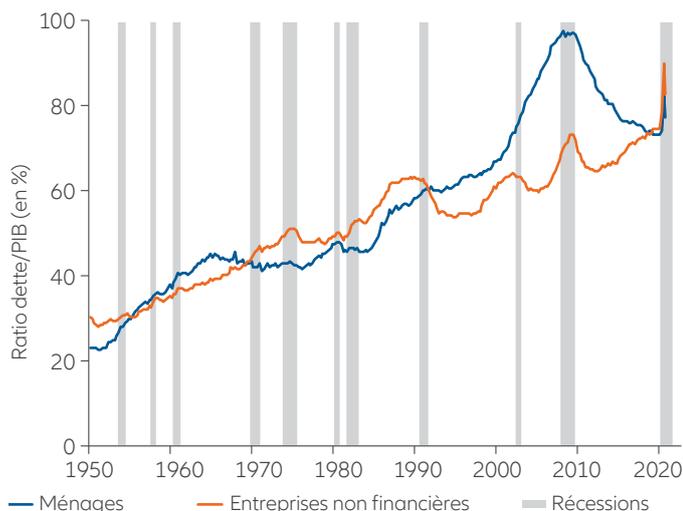
La conjugaison d'une politique monétaire ultra-accommodante, d'une déréglementation du secteur financier et de la crise de Covid-19 a contribué à une forte hausse de l'endettement du secteur privé, à savoir la dette des entreprises et des ménages (voir le graphique 6 en page suivante).

Graphique 5 : depuis 2010, le secteur financier a été déréglementé

US Economic Policy Uncertainty Index (EPU) : réglementation financière EPU (réglementation absolue et relative à générale)



Source : Refinitiv Datastream, AllianzGI, Baker Bloom Davis. Données valables en mars 2021.

Graphique 6 : la tendance montre une hausse de l'endettement des entreprises non financières

Source : Banque des règlements internationaux, Refinitiv Datastream. Données à septembre 2020.

Mais la question de savoir si cet indicateur est typique d'un contexte de bulle mérite une réponse nuancée. Au sein du secteur privé américain hors finance en 2020, les ratios dette/PIB brut et net ont atteint des records historiques. Mais la situation est différente sur le segment des ménages : même si le ratio dette/PIB brut des ménages a temporairement augmenté durant la crise du Covid-19, il est sensiblement inférieur à celui de l'année 2007. En outre, les ménages jouissent actuellement d'une épargne excédentaire. Par voie de conséquence, si l'endettement est certainement élevé dans certains domaines, nous sommes d'avis que les menaces à la stabilité financière sont plutôt faibles et qu'une répétition de la crise financière est à exclure.

7. Essor d'instruments financiers "innovants"

Aujourd'hui, deux innovations majeures au sein du système financier enregistrent au même moment une accélération : les cryptomonnaies et les "special purpose acquisition companies" ou SPAC. Parmi les milliers d'actifs sur le segment des cryptomonnaies, le Bitcoin est celui qui a attiré le plus l'attention. Les cryptomonnaies jouent toujours un rôle mineur en tant que moyen d'échange, mais elles sont devenues une classe d'actifs appréciée par les investisseurs institutionnels en partie grâce au développement d'un écosystème réglementé. À titre d'exemple, les contrats à terme sur Bitcoins se négocient désormais sur des plateformes de trading réglementées à l'image du CME (*Chicago Mercantile Exchange*). Les investisseurs peuvent également souscrire à des fonds et des fonds indiciels cotés (ETF) investis dans le Bitcoin. Dans le même temps, le cours du Bitcoin a enregistré une progression exponentielle depuis à peine plus de 3 000 dollars à la fin 2018 à plus de 60 000 dollars en avril 2021.

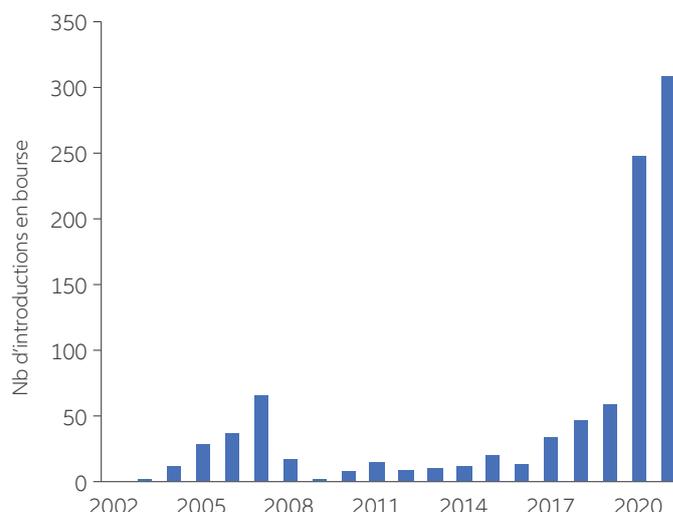
¹ Source : Nasdaq.

² Source : Refinitiv Datastream.

³ Source : NYSE and FINRA.

Graphique 7 : flambée de l'activité des SPAC en 2020 qui pourraient battre un nouveau record en 2021

Nombre d'introductions en bourse de SPAC américains (2002 à avril 2021)



Source : SPAC Insider. Données valables au 28 avril 2021.

Les SPAC sont des sociétés fictives qui s'introduisent en bourse afin de collecter des capitaux. Leur utilisation remonte aux années 1990, mais les SPAC sont véritablement devenues populaires en 2020 où elles ont représenté de l'ordre de 40 % de l'ensemble des introductions en bourse aux États-Unis¹. En avril 2021, l'activité des SPAC était bien partie pour être multipliée par 4 pour la deuxième année consécutive (voir graphique 7). Toutefois, il existe des preuves anecdotiques préoccupantes qui indiquent que certaines nouvelles SPAC investissent dans des entreprises de faible qualité ou dans des secteurs hors de leurs domaines d'expertise supposés.

8. Négociations excessives et variations exponentielles des cours

La popularité croissante des actifs spéculatifs contribue à des négociations excessives sur le marché américain, avec des variations exponentielles des cours et des signes de prise de risque supérieure à la moyenne :

- La surperformance générale des valeurs de croissance lors de ce cycle économique a même été plus élevée que lors de la bulle des valeurs technologiques. Les valeurs de croissance ont surperformé les titres 'value' de près de 200 % au cours des 4 années à fin juin 2020. Les actions FANG+ ont surperformé de l'ordre de 350 % au cours des 4 années à fin février 2021².
- Les achats sur marge d'actions américaines sont montés en flèche de 72 % en variation annuelle en mars 2021, soit l'un des chiffres les plus élevés de l'histoire³. Et il est vrai que par rapport à la valeur de marché des actions et à la masse monétaire d'ensemble, les achats sur marge n'ont pas encore atteint leurs points hauts historiques.

Par le passé, les cours des actions américaines se sont inscrits en repli à six occasions sur sept une fois le point haut atteint par le taux de croissance en variation annuelle des achats sur marge⁴.

- Début 2021, un groupe d'investisseurs particuliers américains a commencé à miser massivement sur la hausse des cours de certaines valeurs. En conséquence, nous avons pu observer une série de variations étranges et extrêmement volatiles des cours et un "short squeeze" des hedge funds qui avaient parié sur une baisse des cours de ces valeurs.

9. Afflux de capitaux étrangers

Même si les flux de capitaux internationaux ne sont généralement pas extraordinairement soutenus, les flux internationaux vers les actions américaines ont été robustes, attirés en grande partie par l'ascension des cours des actions américaines. Cette participation mondiale à une explosion du cours des actions est un facteur observé dans le cadre de la plupart des bulles, mais pas toutes.

10. Augmentation des fraudes graves

Il s'agit de l'une des rares caractéristiques d'une bulle que nous n'avons pas encore observée aux États-Unis : les preuves d'une fraude majeure et répandue en lien avec l'explosion du cours des actions. Toutefois, ce genre de fraudes tend généralement à attirer l'attention à l'approche de ou après la fin d'une bulle. En d'autres termes, il faudra probablement du temps avant de savoir si une fraude significative a constitué un facteur influant sur le parcours actuel des actions américaines.

Conséquences en matière d'investissement

Comme nous venons de le voir, la plupart des critères (mais pas tous) qui contribuent à la définition d'une bulle émettent des signes d'avertissement, et l'on constate des similitudes entre la période actuelle et la bulle des valeurs technologiques de la fin des années 1990. La hausse des rendements des valeurs du Trésor américain à long terme en 2021 sera sans aucune doute une source de préoccupation pour certains investisseurs en actions. Elle peut sous-entendre que les détenteurs d'obligations se préoccupent d'une surchauffe de l'économie et/ou

d'une hausse de l'inflation, ce qui augmenterait la probabilité d'une hausse des taux d'intérêt par la Fed et pèserait sur les cours des actions. Actuellement, certains participants de marché estiment de plus en plus probable un début de réduction des achats d'obligations par la Fed et entrevoient une hausse des taux d'intérêt plus tôt que prévu.

En revanche, nous ne pensons pas que la hausse des rendements soit une raison pour les investisseurs en actions de réduire fortement leur exposition aux actions.

Comme nous l'avons indiqué précédemment, les actions offrent toujours plus de valeur que les obligations dans une perspective à long terme. Il faudrait une forte hausse des rendements de 100 points de base supplémentaires ou davantage pour que l'argument concernant les valorisations relatives ne soit plus recevable (comme indiqué par le graphique 3).

Toutefois, de récentes études semblent indiquer que les investisseurs pourraient repenser leur appétit pour le risque si le rendement des Bons du Trésor américain à 10 ans dépassait sensiblement les 2 %⁵. Les marchés pourraient ensuite vouloir s'assurer que la Fed est véritablement engagée à maintenir sa politique monétaire inchangée. Cet engagement de la Fed a été l'un des moteurs du rebond des marchés d'actions depuis mars 2020. Or finalement, l'histoire montre que les bulles éclatent uniquement lorsque les banques centrales commencent à relever leurs taux ou à prendre d'autres mesures pour freiner leurs politiques "d'argent facile". En date d'aujourd'hui, il semble que de telles décisions ne risquent pas d'être prises avant un certain temps, aux États-Unis tout au moins. En effet, la Fed a indiqué qu'elle ne relèverait ses taux qu'en 2024. En revanche, elle est susceptible de réduire ses achats d'obligations beaucoup plus tôt, probablement en 2022. Jusqu'à cette date, il est d'après nous raisonnable de penser que les actions américaines continueront de progresser. Par voie de conséquence, nous conservons pour le moment une appétence pour le risque assortie d'une certaine nervosité et nous privilégions les actifs risqués. En outre, nous conservons à ce stade une préférence pour les titres 'value' qui s'échangent avec une décote de plusieurs décennies par rapport aux titres 'growth'.

⁴ Source : FINRA.

⁵ Source : BofA Fund Manager Survey.

Tout investissement comporte des risques.

La valeur et le revenu d'un investissement peuvent diminuer aussi bien qu'augmenter et l'investisseur n'est dès lors pas assuré de récupérer le capital investi. L'investissement dans des instruments dit "fixed income" peuvent exposer l'investisseur à divers risques liés à la solvabilité, aux taux d'intérêt, à la liquidité ainsi qu'à une flexibilité restreinte. L'environnement économique changeant, les conditions de marchés peuvent affecter ces risques et impacter la valeur de votre investissement. En période de hausse des taux d'intérêt nominaux, la valeur des instruments dits de "fixed income" (incluant les positions courtes) devraient diminuer. A l'inverse, durant les périodes de baisse des taux d'intérêt, la valeur de ces instruments devrait augmenter. Le risque de liquidité peut retarder les rachats et retraits. La valeur des actions peut être soumise à une volatilité accrue ou fortement accrue. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Si la devise dans laquelle les performances passées sont présentées n'est pas la devise du pays dans lequel l'investisseur réside, l'investisseur doit savoir que, du fait des fluctuations de taux de change entre les devises, les performances présentées peuvent être inférieures ou supérieures une fois converties dans la devise locale de l'investisseur. La présente communication est exclusivement réservée à des fins d'information et ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la base d'un contrat ou d'un engagement de quelque nature que ce soit. Les fonds et les instruments mentionnés ici peuvent ne pas être proposés à la commercialisation dans toutes les juridictions ou pour certaines catégories d'investisseurs. Cette communication peut être diffusée dans les limites de la législation applicable et n'est en particulier pas disponible pour les citoyens et/ou résidents des États-Unis d'Amérique. Les opportunités d'investissement décrites ne prennent pas en compte les objectifs spécifiques d'investissement, la situation financière, les connaissances, l'expérience, ni les besoins spécifiques d'une personne individuelle et ne sont pas garanties. Les avis et opinions exprimés dans la présente communication reflètent le jugement de la société de gestion à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment et sans préavis. Certaines des données fournies dans le présent document proviennent de diverses sources et sont réputées correctes et fiables à la date de publication. Les conditions de toute offre ou contrat sous-jacent, passé, présent ou à venir, sont celles qui prévalent. Afin d'obtenir une copie gratuite du prospectus, des statuts de la société ou des règlements, de la valeur liquidative quotidienne des fonds, des derniers rapports annuels et semestriels et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) en Français, veuillez contacter l'éditeur par email ou par voie postale à l'adresse indiquée ci-dessous ou www.allianzgi-regulatory.eu. Merci de lire attentivement ces documents, les seuls ayant effet à l'égard des tiers, avant d'investir. Ceci est une communication publicitaire éditée par Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, une société à responsabilité limitée enregistrée en Allemagne, dont le siège social se situe Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francfort/M, enregistrée au tribunal local de Francfort/M sous le numéro HRB 9340 et agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH a constitué une succursale en France, Allianz Global Investors GmbH, Succursale Française, www.allianzgi.fr, partiellement soumise à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers (www.amf-france.org). La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite; excepté dans les cas d'autorisation express d'Allianz Global Investors GmbH.