

## CONSENSUS ISAG

# Faut-il faire confiance aux banques centrales?

Soit nous pensons qu'elles ont la capacité de gérer la situation actuelle. Soit nous n'y croyons pas.



ERIC VANRAES  
Banque Eric Sturdza  
Membre de l'ISAG

Aujourd'hui, la pierre angulaire de notre analyse économique (et par conséquent de notre construction de portefeuille) se résume en une question: faut-il encore faire confiance aux banques centrales pour nous tirer de tout éventuel mauvais pas? Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale (Fed) se retrouve face au risque de procéder à un réajustement de politique monétaire à contretemps. Une hausse symbolique des taux des federal funds est sans doute programmée pour le 14 décembre mais Madame Yellen va surtout devoir convaincre qu'il s'agit de «dovish tightening». En Europe, un léger flou concernant la politique de la Banque Centrale Européenne (BCE) a été entretenu par des rumeurs de tapering, autrement dit de diminution prochaine de la politique d'assouplissement quantitatif. A un mois et demi d'un référendum crucial en Italie, au moment où l'on reparle de la solvabilité de

grandes banques allemandes et italiennes, d'un énième rebondissement du feuilleton grec et de l'arrivée prochaine des premiers dégâts du Brexit, cette rumeur n'est absolument pas crédible. La BCE n'a d'autre choix que de poursuivre la politique menée actuellement, voire de l'amplifier.

Le comportement des grandes banques centrales est crucial: soit nous avons toujours foi en leur capacité de gérer l'environnement actuel (crise économique et prévention des risques systémiques), soit nous estimons qu'elles arrivent au bout de leur capacité d'intervention et que nous ne pouvons plus compter sur elles en cas d'accident. Pour l'instant, nous appartenons toujours à la première catégorie et estimons que tout est (encore) sous contrôle. Ainsi, les marchés pourront connaître des trous d'air passagers qui seront autant d'opportunités d'investissement. Par conséquent, nos portefeuilles s'articulent autour d'une surpondération du marché actions avec une prédilection pour l'Europe, une allocation neutre sur les Etats-Unis et faible sur les émergents. Nous ajoutons dorénavant un axe fondamental à notre stratégie: la répartition harmonieuse des investissements en actions entre gestion traditionnelle et gestion systématique de type smart bêta. Les marchés obligataires sont sous-représentés mais restent fidèles à trois principes intangibles, qualité, liquidité et décorrélation avec les marchés actions. Ainsi, nous abordons cette fin d'année avec des portefeuilles légèrement surexposés en termes de risque de marché dans une conjoncture modérément favorable mais jouissant d'un soutien sans faille des banquiers centraux. ■

Indices fera paraître chaque mois le consensus de l'ISAG (Investment Strategists Association of Geneva). Il représente la synthèse des prévisions mensuelles d'investissement de 19 établissements financiers de la place genevoise.

Le Consensus ISAG est une publication mensuelle de l'Association des Stratégistes d'Investissement de Genève. Recevoir le consensus: [www.isa-gva.org](http://www.isa-gva.org) / LinkedIn ISAG

### QUESTIONS DU MOIS D'OCTOBRE 2016

	oui	non	sans avis
1- Les inquiétudes à propos de la solvabilité de Deutsche Bank, venant se rajouter aux problèmes du secteur bancaire italien peuvent-elles déclencher une nouvelle vague de défiance vis-à-vis du secteur tout entier (retour du risque systémique)?	67%	33%	0%
2- Croyez-vous à un tapering de la BCE en 2017?	33%	50%	17%
3- La Chine redevient-elle un facteur majeur de risque systémique sur les marchés mondiaux?	50%	50%	0%
4- Pound à parité avec l'euro avant la fin de l'année 2016?	17%	66%	17%

### ALLOCATIONS D'ACTIFS PORTEFEUILLE ÉQUILIBRE EN EURO

	Pondération en % moyenne	Variation mensuelle	Pondération relative* majorité
Monétaire	8	↘	Neutre
Obligations publiques	15	↗	Sous-pondéré
Obligations privées	23	↘	Sur-pondéré
Actions	37	↘	Neutre
dont Europe*			Sous-pondéré
dont USA*			Neutre
dont Japon*			Sous-pondéré
dont émergents*			Neutre
Matières premières	4	↗	Neutre
Alternatifs	13	↗	Sur-pondéré
Total	100		

\* Pondération relative au «benchmark» du répondant



PHILIPPE SCHINDLER  
CIO, Blue Lakes Advisors

## Les changements significatifs en cours

Les importants mouvements des marchés n'annoncent pas encore de nouveau régime.

Trois facteurs favorisent l'effervescence des marchés et pourraient être annonciateurs de grands changements.

- 1) Le raidissement marqué des conditions financières. Le dollar se raffermi dans l'attente d'une hausse des taux directeurs. La SEC a adopté les principaux changements suivants à compter du 14 octobre 2016 pour les money markets, pour faire face aux risques d'une fuite des investisseurs («run») en période de crise financière. Elle change leurs exigences de transparence concernant les titres en portefeuille, le «mark to market» de la VNI et les clauses formelles de réduction de la liquidité/«gates». Ces nouvelles règles imposent aux gestionnaires une concentration sur les titres gouvernementaux plutôt que sur le «prime»/crédit. Le billet vert n'est pas sorti, pour l'instant, de sa zone de fluctuation de moyen terme. La hausse du taux Libor USD est avant tout due à la réforme des fonds du marché monétaire.
- 2) La surchauffe dans l'immobilier commercial (CRE) aux Etats-Unis. Depuis fin 2009, le CRE et l'ensemble des prix des bureaux ont doublé, tandis que les loyers ont seulement augmenté d'environ 15%. D'autres vents contraires administratifs se multiplient: les normes CCRA obligent les banques

à réduire leurs inventaires. La réduction de la réduction des intérêts est envisagée par les candidats aux élections présidentielles. Si de telles nouvelles lois devaient passer, les avantages fiscaux primaires des propriétaires CRE seraient gravement impactés. La Fed compte aussi sur les effets apaisants d'une économie devenant plus coopérative (Uberization), gérée par les Millennials (moins gourmands en espaces de travail) et où les ventes en ligne fragmentent le commerce de détail traditionnel. La Fed, craignant une bulle, favorise pro-activement le resserrement des normes de crédit, et promeut les contraintes macro-prudentielles.

3) Le désespoir des banques centrales. Les 10 plus grandes banques centrales au monde ont vu leurs bilans croître de 10% depuis le début de l'année. Cette hausse contraste avec la croissance de 3% enregistrée en 2015 et 2014. Elles tablent sur le relais des politiques et des grands projets d'infrastructure. En effet, le monde investit environ 2 milliards de dollars par an, alors que le transport, l'énergie, les télécommunications et l'eau nécessiteraient plus de 3 trillions. Mais pour l'heure, on manque de cadres juridiques plus clairs, d'une meilleure gouvernance, d'incitations pour les investisseurs privés, notamment de fiscalité favorable.

L'efficacité de la politique monétaire décroît. Après M. Kuroda, d'autres banquiers centraux-clés, Yellen et Draghi, commencent aussi à frémir: la volatilité résurgente des actifs et de nouvelles tendances pourraient bien échapper à leur contrôle. Pour preuve, la force du dollar et les spreads des obligations du Portugal.

Sur les marchés, un changement de régime est potentiellement en formation. Ce n'est en fait pas par hasard que le dollar, l'or, le taux du gouvernement américain de 10 ans (entre autres), flirtent simultanément avec des niveaux techniques-clés. Sommes-nous à l'aube d'un retour vers un «ancien modèle», où les fondamentaux remplacent les banques centrales, comme facteur de conduite des marchés. Cela signifierait moins de distorsions des prix. Afin de valider cet éventuel nouveau régime, on surveillera attentivement les niveaux critiques suivants: indice du dollar (plus de 105), l'or (au-dessous de 1200 dollars), rendement des obligations américaines à 10 ans (au-dessus 2,15). Une traversée définitive de ces seuils imposerait des changements importants non seulement dans l'allocation d'actifs, mais aussi dans la sélection des pays, secteurs et sociétés. Le rythme d'un changement de régime, notamment de progression du dollar, sera également très important. ■

# MARCHÉS