

## LA CHRONIQUE

de François-Serge Lhabitant



## Le poids de l'imprévisible

Et le gagnant est... Donald Trump. A la surprise générale, celui qui n'avait soit disant aucune chance de gagner s'est retrouvé en tête des élections américaines. Tout comme un peu plus tôt, ceux qui n'avaient soi-disant aucune chance de voir leur souhait de sortir de l'Union Européenne pris en compte se sont retrouvés gagnants d'un référendum. Alors, certes, on peut toujours critiquer les vainqueurs, affirmer que le découpage électoral doit être revu, que ceux qui ont voté n'ont rien compris, qu'ils ont voté contre plutôt que pour, les traiter de fascistes et autres noms d'oiseaux, voire même leur proposer de revoter. C'est fou d'ailleurs comme soudainement, il faudrait revoter sur tout un tas de sujets – probablement jusqu'à ce que la réponse obtenue soit celle qu'attendent quelques-uns. Malheureusement pour eux, nous sommes en démocratie, ce qui signifie que le peuple vote et décide – à tort ou à raison.

Tous ces événements nous apprennent au minimum deux choses. La première est qu'il faut se méfier des sondages, ils racontent souvent n'importe quoi, en particulier quand ils ne publient pas leur marge d'erreur. La seconde est que nous sommes aujourd'hui au plus haut en termes d'incertitude, puisque personne n'a aucune idée de ce qui va se passer et surtout, de la manière dont les marchés financiers vont réagir. Donald Trump a promis de relancer l'économie

**LES ANGLAIS PRÊTS À CLAQUER LA PORTE D'UN CÔTÉ. L'UNION EUROPÉENNE TECHNOCRATIQUE À SOUHAIT DE L'AUTRE.**

américaine par des investissements publics, une politique pro-business et une réduction de la fiscalité. Wall Street sourit. Le retour attendu de l'inflation et de la croissance devrait profiter aux actions et être pénible pour les obligations. Wall Street applaudit. Donald Trump a également le plus profond mépris pour la Fed et son indépendance, aucun intérêt à continuer le libre-échange commercial, et la volonté affichée de sortir de tout accord sur le climat. Wall Street s'inquiète. Enfin, personne ne sait si Donald Trump fera le quart de ce qu'il a annoncé, car il est coutumier des grands discours suivis de volte-face. Wall Street n'aime pas. Pour ne rien arranger, certaines décisions majeures requièrent une majorité des deux tiers au Sénat, majorité que Donald Trump n'a pas. Donc même s'il voulait appliquer son programme, il n'est pas sûr d'y arriver. Là, Wall Street déteste. Car cela donne un système politique, économique et financier devenu complètement imprévisible.

Soyons francs: la situation n'est pas beaucoup plus prévisible en Europe. D'un côté, les Anglais, inflexibles sur le respect de leurs frontières et opposés au pillage de leur système social, prêts à claquer la porte si nécessaire. De l'autre, l'Union Européenne, technocratique à souhait, ouverte et impuissante face aux migrations illégales, croulant sous les déficits, incapable de relancer sa croissance, et surtout, craintive face à l'aspiration des peuples à reprendre possession de leur destin.

Il y a une série de consultations populaires planifiées en Europe dans les douze mois qui viennent, et le populisme gronde. L'incertitude est maximale, ce que l'économie réelle déteste. Les entreprises réduisent donc leurs investissements, n'embauchent pas et reportent des projets en attendant d'y voir plus clair. Les acteurs les plus mobiles déménagent vers des lieux fiscalement plus cléments et jugés plus sûrs. Enfin, les ménages réduisent leur consommation de biens durables en attendant des jours meilleurs. Difficile avec de tels paramètres de relancer une économie moribonde!

Face à tout ceci, une seule chose est sûre. Ceux qui investissent de manière passive dans un portefeuille obligataire en espérant que le passé continue sur la même tendance devraient rapidement réaliser que le monde a changé. Ceux qui font de même pour leur portefeuille d'actions confient en quelque sorte la gestion de leurs risques au marché. Ce dernier n'a jamais été un bon gérant de risque. C'est tout au plus le résumé des interventions de millions d'investisseurs actifs, dont certains sont acheteurs et d'autres vendeurs. En quelque sorte, une machine à voter. Or, ces derniers temps, les machines à voter ont eu parfois tendance à nous surprendre. ■

François-Serge Lhabitant est Professeur de Finance à l'EDHEC Business School. L'article ne reflète que les vues personnelles de l'auteur.

## CONSENSUS ISAG

## Vers un scénario possible de réflation



DANIEL JAKOBOVITS  
Bank Hapoalim Switzerland  
Membre de l'ISAG

On peut légitimement se demander si le régime d'investissement post-crise, dominé par les banques centrales et le risque de déflation, est en train de prendre fin. Les banques centrales ont sans doute épuisé l'essentiel de leurs ressources. Les taux négatifs ont, dans de nombreux pays, atteint une limite en deçà de laquelle leurs effets nocifs prendraient le pas sur leurs avantages, et les achats d'actifs ont sans doute créé une distorsion sur les marchés financiers. Si l'activité économique doit être soutenue par des politiques publiques, le relais doit maintenant passer à la politique fiscale. Ce scénario de «fiscal easing», caractérisé par un interventionnisme fiscal au profit des entreprises notamment, serait celui du nouveau gouvernement US, anticipant probablement celui des marchés asiatiques et européens. Ce changement de régime aurait des effets favorables sur la construction de portefeuilles. En effet, un tel scénario de réflation obéirait à des règles très différentes de celles que nous avons connues ces dernières années. Après une phase d'ajustement, les obligations retrouveraient leur rôle d'actif de diversification. Ceci permettrait à nouveau de bénéficier d'actifs décorrélés. Mais avant la réalisation de ces politiques d'assouplissement fiscal, la navigation sera cruciale pour la performance à long terme d'un portefeuille. Il ne s'agira pas seulement de doser les actifs correctement, mais aussi de bien évaluer leur composition interne. Les secteurs défensifs,

à haut dividende, ou à faible volatilité, qui ont été considérés comme des «proxy-obligataires», devront être à nouveau évalués par rapport à leurs propres fondamentaux. Par contre, les titres orientés «value» bénéficieraient, sans doute, de cette nouvelle donne.

La question à laquelle tous les stratèges sont confrontés est de définir un niveau d'équilibre pour les rendements obligataires de long terme dans ce nouveau régime. Après des années d'interventionnisme des banques centrales, les modèles permettant une évaluation fiable de ce niveau d'équilibre font défaut. En partant des projections des membres du comité de politique monétaire de la Fed, on peut considérer que des niveaux de taux courts vers 3% seraient restrictifs et conduiraient donc à un aplatissement de la courbe des rendements. Dans ce cycle, des rendements obligataires américains 10 ans se situant proches de 3,5% permettraient, à notre sens, d'utiliser à nouveau les obligations comme actif de base dans la construction de portefeuilles.

Le portefeuille modèle de l'ISAG reflète une certaine prudence au 14 novembre 2016 mais laisse poindre les prémices d'un changement de paradigme. Dans un contexte d'anticipation à une large majorité parmi les stratèges (90%) d'une hausse des taux de la Fed en fin d'année, la part actions regagne en attractivité (+2%) ainsi que les obligations privées (+1%), au détriment des obligations publiques (-2%) et des hedge funds (-1%). L'allocation en actions US, sous-pondérée, traduit encore une certaine prudence suite aux élections américaines et aux incertitudes de la politique économique de Donald Trump, position qui pourrait être amenée à évoluer dans les prochaines semaines. En revanche, l'exposition actions Europe passe de sous-pondérée à neutre, reflétant une amélioration des perspectives de profit à l'horizon 2017 dans la zone euro. ■

## QUESTIONS DU MOIS DE NOVEMBRE 2016

|  | OUI  | NON | SANS AVIS |
|--|------|-----|-----------|
| 1- CHF À PARITÉ CONTRE EUR D'ICI LA FIN 2017?                                | 20%  | 70% | 10%       |
| 2- LE RÉFÉRENDUM ITALIEN CONSTITUE-T-IL UN FACTEUR DE RISQUE POUR LE MARCHÉ? | 100% | 0%  | 0%        |
| 3- LA FED RELÈVERA-T-ELLE SES TAUX EN DÉCEMBRE?                              | 90%  | 10% | 0%        |

ALLOCATIONS D'ACTIFS  
PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ EN EURO

|                       | PONDÉRATION EN % MOYENNE | VARIATION MENSUELLE | PONDÉRATION RELATIVE* MAJORITÉ |
|-----------------------|--------------------------|---------------------|--------------------------------|
| MONÉTAIRE             | 8                        | ↘                   | NEUTRE                         |
| OBLIGATIONS PUBLIQUES | 13                       | ↘                   | SOUS-PONDÉRÉ                   |
| OBLIGATIONS PRIVÉES   | 24                       | ↗                   | SUR-PONDÉRÉ                    |
| ACTIONS               | 39                       | ↗                   | NEUTRE                         |
| DONT EUROPE*          |                          |                     | NEUTRE                         |
| DONT USA*             |                          |                     | SOUS-PONDÉRÉ                   |
| DONT JAPON*           |                          |                     | SOUS-PONDÉRÉ                   |
| DONT ÉMÉRGENTS*       |                          |                     | NEUTRE                         |
| MATIÈRES PREMIÈRES    | 4                        | ↗                   | NEUTRE                         |
| ALTERNATIFS           | 12                       | ↘                   | SUR-PONDÉRÉ                    |
| TOTAL                 | 100                      |                     |                                |

\* Pondération relative au «benchmark» du répondant

Le Consensus ISAG est une publication de l'Association des Stratégistes d'Investissement de Genève. Il représente la synthèse des prévisions mensuelles d'investissement de 19 établissements financiers genevois. Recevoir le consensus: [www.isa-gva.org](http://www.isa-gva.org) / LinkedIn ISAG