

CONSENSUS ISAG

Gérer la fin de cycle: le retour des idées

Les fondamentaux peinent à prendre le relais des banques centrales. L'allocation d'actifs manque de convictions.



EMMANUEL FERRY
Président de l'ISAG et CIO de la Banque
Paris Bertrand Sturdza

Les marchés actions américains sont entrés en 2016 dans leur 8^{ème} année de hausse, avec une progression de l'indice S&P500 de 275% depuis son point bas de mars 2009, soit 19% par an annualisé. Cette performance exceptionnelle est près du double de ce qui est observé à long terme. Seul l'épisode de 1988-2000 figure devant le cycle actuel, tant en durée qu'en amplitude. Ce cycle exceptionnel a tiré les valorisations à des niveaux très élevés, affichant une surévaluation de 20%. Ce contexte tendu est reflété par l'allocation neutre en actions du consensus de l'ISAG à 39%. Cette neutralité semble être un choix par défaut et une sous-pondération nous semble même plus appropriée. Au moment où les options des banques centrales s'épuisent et où la stimulation monétaire semble désormais contre-productive, il est temps de réaliser que le principal moteur de la hausse des marchés n'a pas été la croissance organique, mais un mélange de baisse des coûts, d'ingénie-

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.

rie financière fondée sur les rachats d'actions et d'expansion des multiples de valorisation. Plus inquiétant, la majeure partie du secteur non financier est fragilisée par la hausse de l'endettement, le levier financier ayant dépassé le point haut du début de la décennie 2000. Cette combinaison d'endettement élevé et de valorisation chère sera compatible avec une hausse modérée du marché tant que les profits continueront à croître, mais dans le cas contraire, la baisse des profits sera amplifiée dans le cours des indices par la compression des multiples et la hausse des défauts.

L'absence de conviction en matière d'allocation d'actifs se voit également au niveau de l'obligataire. La sous-pondération en duration est l'erreur collective par excellence. Finalement, seules les banques centrales – investisseurs résiduels en obligations d'Etat – ont profité de l'effondrement des taux longs. Par défaut, dans un monde de croissance économique faible et stable et où l'assurance des risques extrêmes est mutualisée et transférée aux banques centrales, les stratégies de revenu sont privilégiées, justifiant une surpondération de la classe d'actifs crédit. Le dilemme de l'allocataire d'actifs tient au fait que toutes les grandes classes d'actifs sont actuellement chères. Depuis 50 ans, une telle concomitance est rarissime: seulement 1% des observations. Dès lors, la poche alternative est en forte surpondération à 12% en moyenne dans les portefeuilles des banques privées, et ce malgré une performance globalement très médiocre de cette industrie depuis 2007.

Le cycle financier plus mature ne signifie pas la fin de la hausse des actifs financiers. Certes, cette phase inaugure des rendements plus faibles, plus de volatilité et un risque de perte accru. Avec des marchés davantage guidés par les fondamentaux, la valeur est moins dans l'allocation d'actifs et davantage dans le choix de thèmes plus spécifiques. C'est enfin le retour des idées après une longue domination de la gestion passive. ■

QUESTIONS DU MOIS D'AOÛT 2016

	oui	non	sans avis
1- Les élections américaines vont-elles avoir une influence sur votre politique d'investissement?	100%	0%	0%
2- Surperformance des actions EM sur les DM au cours des 3 prochains mois?	100%	0%	0%
3- Remontée des taux longs au cours des trois prochains mois?	0%	100%	0%
4- La Fed remonte ses taux une nouvelle fois avant 2017?	20%	80%	0%

ALLOCATIONS D'ACTIFS PORTEFEUILLE ÉQUILIBRE EN EURO

	Pondération en % moyenne	Variation mensuelle	Pondération, relative* majorité
Monétaire	9	→	Neutre
Obligations publiques	14	↗	Sous-pondéré
Obligations privées	24	↗	Sur-pondéré
Actions	39	↘	Neutre
dont Europe*			Neutre
dont USA*			Neutre
dont Japon*			Neutre
dont émergents*			Sous-pondéré
Matières premières	2	↘	Neutre
Alternatifs	12	→	Sur-pondéré
Total	100		

* Pondération relative au «benchmark» du répondant

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