

CONSENSUS ISAG

Positionnement de fin de cycle

Dix ans se sont écoulés depuis le déclenchement de la crise financière. Un nouveau cycle commence.



EMMANUEL FERRY,
Directeur des Investissements
Banque P&B Bertrand Sturdza SA

Il y a exactement dix ans, démarrait la crise financière avec les premières pertes sur les subprimes. Elle allait connaître un point extrême avec la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008. L'économie américaine, qui était en récession entre décembre 2007 et juin 2009, connaît désormais une phase d'expansion particulièrement longue. Avec 90 mois, c'est le troisième épisode de reprise le plus long depuis 1850. Sans récession d'ici juin 2019, ce sera le cycle d'expansion le plus long des Etats-Unis. L'appréciation de la valeur des actions depuis mars 2009 a atteint 310% pour le S&P500, soit un rythme annualisé de 19%. C'est le deuxième plus long marché haussier du 20ème siècle, après l'épisode 1988-2000. L'hyper-activisme des banques centrales depuis 2007 (près de 800 baisses de taux directeurs) a stimulé la demande en actifs financiers mais avec un biais défensif (qualité, revenu, risque faible) du fait de l'aversion structurelle des investisseurs face au risque. Parallèlement, l'offre a été contrainte par le Quantitative Easing des banques centrales dans

l'obligataire (jusqu'à USD 15T de bilan agrégé en 2016) et les politiques de share buyback pour les actions. Le squeeze entre l'offre et la demande a conduit à une bulle de valorisation avec une polarisation sur les thèmes peu risqués.

La sortie de la suraccumulation des actifs refuges à travers les différentes classes d'actifs est une condition de la poursuite de l'appréciation globale des marchés financiers. Cela reflète une normalisation du cycle économique et financier, le retour de l'appétit pour les actifs de croissance et un rétablissement de la hiérarchie des risques. Cela justifie un positionnement surpondéré en actions (43% selon le dernier consensus ISAG) et dans une moindre mesure en crédit (21%). Le consensus est toujours neutre sur la classe d'actifs des matières premières (4%), ce qui laisse de la place au processus de formation des anticipations d'inflation. Du côté des taux d'intérêt, le consensus est déjà positionné pour affronter une intensification du cycle de resserrement monétaire, avec une sous-pondération en obligations d'Etat (14%) et une exposition aux liquidités qui atteint déjà 5%.

C'est désormais un processus de convergence des multiples de valorisation qui domine dans la classe d'actifs actions. Les rotations de fin de cycle libèrent des opportunités relatives, comme en témoignent les préférences régionales pour les deux régions les plus décotées, à savoir le Japon et l'Europe. La reflation va donc accélérer les stratégies de rattrapage. Cela offre des opportunités relatives, tandis que les choix d'allocation d'actifs sont désormais moins pertinents. Le free lunch de la qualité est terminé, tout comme celui dans le crédit. La gestion passive est à son risque maximum et va cesser de surperformer la gestion active. Dix ans après le déclenchement de la crise financière, c'est donc un nouveau cycle qui commence. ■

QUESTIONS DU MOIS DE MARS 2017

	oui	non	sans avis
1 L'euro atteint la parité face au dollar suite aux incertitudes sur les élections en France ?	25%	75%	0%
2 Envisagez-vous de réduire votre allocation sur l'Europe (actions et obligations) à court terme ?	12%	88%	0%

ALLOCATIONS D'ACTIFS PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ EN EURO

	Pondération en % moyenne	Variation mensuelle	Pondération, relative* majorité
Monétaire	5	↘	Neutre
Obligations publiques	14	↗	Sous-pondéré
Obligations privées	21	↘	Sur-pondéré
Actions	43	↗	Sur-pondéré
dont Europe*			Neutre
dont USA*			Sous-pondéré
dont Japon*			Sur-pondéré
dont émergents*			Neutre
Matières premières	4	↗	Neutre
Alternatifs	13	↘	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 / LinkedIn ISAG