

La modélisation en horizon lointain

J.P. MORGAN AM. Quand la prospective financière s'établit à long terme et même à très long terme. Conclusions plus pessimistes en 2017 qu'en 2016.

L'ensemble des perspectives financières est généralement présenté sur le court terme. Rares sont les établissements qui entretiennent une équipe dont la fonction est d'anticiper sur le long ou le très long terme. Toutefois pour ceux, tel J.P. Morgan Asset Management, qui servent une vaste clientèle institutionnelle et plus particulièrement les fonds de pension et les fonds souverains, la projection dans un futur lointain est indispensable. Entretien avec Alex Christie, mathématicien et membre de l'équipe de stratégie pour les clients institutionnels, venu à Genève pour la conférence mensuelle de l'Association des Stratégistes d'Investissement de Genève (ISAG).

Qu'appellez-vous long terme?

L'horizon de nos prévisions est sur 10 à 15 ans. C'est la période sur laquelle nous établissons l'ensemble de nos hypothèses de projections sur les marchés de capitaux*. Il arrive occasionnellement que le champ soit étendu beaucoup plus loin à la demande d'un client, comme ce fut le cas pour un programme de démantèlement de l'industrie nucléaire et de disposition des déchets radioactifs dans l'Union européenne où la prospective courrait sur deux siècles. Certains clients moyen-orientaux essaient également de projeter leurs investissements très loin, sur plusieurs décennies.

Comment procédez-vous?

Nous développons une perspective sur les variables macroéconomiques de chaque pays telles que

croissance économique et inflation à long terme, ainsi que sur d'autres variables dont le taux de chômage et les flux d'échange internationaux, avant d'en déduire les conséquences pour les rendements des classes d'actifs considérées. Pour appliquer nos projections aux cas spécifiques des portefeuilles des clients, en fonction de leurs objectifs, nous étudions un certain nombre de paramètres - non seulement rendement, volatilité, corrélations, mais aussi cash-flows, potentiel de perte dans les cas extrêmes, etc. - de manière à proposer une allocation stratégique accompagnée de rendements et de volatilité attendus.

Quelles sont les grandes variables couvertes dans ce type de projection?

La première est le renouvellement démographique et une perspective des coûts de dépendance qui lui sont associés. La deuxième est l'évolution de la productivité. La troisième sont les tendances inflationnistes. Nous en étudions l'impact sur un portefeuille dit «équilibré» composé de 60% d'actions et de 40% d'obligations.

Quelles sont vos principales conclusions cette année?

Le rendement des portefeuilles traditionnels des investisseurs institutionnels continue à faiblir. Pour compenser le faible retour des obligations, ils se sont tournés vers les actions à haute volatilité. La solution est bancaire car elle ne correspond pas à leur profil de risque. Pour doper leur retour sur investissement, il est devenu indispen-

	Hypothèses 2017		Hypothèses 2016		Ecart	
	Croissance PIB réel (%)	Inflation cœur (%)	Croissance PIB réel (%)	Inflation cœur (%)	Croissance PIB réel (%)	Inflation cœur (%)
Marchés développés	1.5	1.75	1.75	2	-0.25	-0.25
Etats-Unis	1.75	2.25	2.25	2.25	-0.5	0
Zone euro	1.25	1.5	1.5	1.5	-0.25	0
Grande-Bretagne	1.25	2	1.5	2.25	-0.25	-0.25
Japon	0.5	1	0.5	1.5	0	-0.5
Australie	2.25	2.25	2	2.5	0.25	-0.25
Canada	1.5	1.75	1.75	2	-0.25	-0.25
Suisse	1.5	0.75	1.75	0.75	-0.25	0
Marchés émergents	4.5	3.75	5	3.75	-0.5	0
Brésil	2.75	5.25	3	5.25	-0.25	0
Chine	5.25	3	6	3	-0.75	0
Inde	7	5	7.25	5	-0.25	0
Russie	2.25	5.5	2.75	5.5	-0.5	0

J.P. Morgan Asset Management; estimations au 30 septembre 2016

sable qu'ils se tournent vers de nouvelles classes d'actifs fondamentalement rentables: le crédit, le high yield, les hedge funds, le private equity, l'immobilier ou l'infrastructure.

Cela ne pose-t-il pas des problèmes de liquidité?

Un fonds de pension n'a pas nécessairement besoin de liquidité continue. Il lui faut apparier son passif avec ses actifs. En d'autres termes, il doit s'assurer que l'échéancier de ses revenus correspond à celui de ses paiements futurs. Dans ce contexte, la volatilité devient secondaire. A partir du moment où le revenu d'un actif à une date future est connu, peu importent les oscillations du prix de cet actif dans la période intermédiaire. Cela lui permet, en outre, de toucher une prime sur la liquidité que les autres types d'investisseurs ne peuvent percevoir.

Vos projections par pays sont plus pessimistes en 2017 qu'elles ne l'étaient en 2016.

Nos espérances ont baissé et nous anticipons effectivement, comme le reflète le tableau, une croissance ralentie des PIB, un écart plus faible entre croissance des pays émergents et croissance des pays développés et une inflation généralement stable.

Cet affaiblissement est-il dû à une baisse de la productivité?

C'est effectivement l'un des paramètres importants. Les indicateurs reflètent une baisse structurelle de la productivité. Certes, nous savons que ces indicateurs ne sont pas parfaits. Leur échappent, par exemple, des améliorations significatives dues au développement des services gratuits (applications smartphone, ubérisation). Toutefois, nous devons nous en contenter dans la mesure où ce sont les

seuls chiffres disponibles au plan international. En outre, certains pays, comme la Chine, se rapprochent de la maturité et donc de la frontière technologique. Leur croissance attendue en est donc réduite. Notre hypothèse est basée sur une productivité supérieure à celle des 10 dernières années mais inférieure à celle des 20 dernières.

INTERVIEW:
NICOLETTE DE JONCAIRE

* J.P. Morgan Asset Management
Long-term Capital Market
Assumptions (LTCMA)

CERTAINS PAYS, COMME LA CHINE, SE RAPPROCHENT DE LA MATURITÉ ET DONC DE LA FRONTIÈRE TECHNOLOGIQUE. LEUR CROISSANCE ATTENDUE EN EST DONC RÉDUITE.

Plateforme prometteuse aux débuts décevants

HONG KONG-SHENZHEN. La nouvelle plateforme de connexion boursière entre Hong Kong et Shenzhen, qui offre aux étrangers un accès inédit aux actions de fleurons chinois, a connu lundi des débuts décevants, les deux places terminant la journée en baisse. Vanté par Pékin comme une étape cruciale dans l'ouverture des marchés chinois, le «Hong Kong-Shenzhen Connect» permet aux investisseurs de chacune des deux Bourses d'acheter des actions sur l'autre place. Le chef de l'exécutif hongkongais Leung Chun-ying a évoqué un «nouveau jalon» dans le renforcement des relations boursières entre la Chine et l'ex-colonie britannique revenue dans son giron en 1997. «Nous sommes en effet un supraconducteur entre le reste de la Chine et le reste du monde», s'est-il félicité. Les deux places ont cependant terminé la journée dans le rouge, dans un contexte régional baissier lié aux inquiétudes, après la victoire massive du non au référendum italien et la démission de Matteo Renzi, pour la troisième économie de la zone euro. A Hong Kong, l'indice composite Hang Seng a perdu 0,26%. La Bourse de Shenzhen a reculé de

0,78%. Et le quota des opérations autorisées dans les deux sens est loin d'avoir été rempli. Francis Lun, analyste chez GEO Securities, a estimé que le lancement de la plateforme risquait dans un premier temps d'accoucher d'une souris, les effets de la crise boursière chinoise de l'an dernier se faisant toujours sentir. L'effondrement spectaculaire des Bourses chinoises durant l'été 2015 avait notamment eu pour conséquence de retarder le lancement de cette plateforme Hong Kong-Shenzhen. Les inquiétudes ont été renforcées ces derniers temps par la fuite des capitaux liée à la baisse du yuan. «Le problème auquel la Chine est confrontée est une crise de liquidités dans le système bancaire», a déclaré M. Lun à l'AFP. «Difficile de trouver de l'argent pour acheter des actions quand vous manquez de liquidités.» Pour les étrangers, la plateforme permet un accès à 863 entreprises chinoises cotées à Shenzhen. La porte n'est cependant qu'entreouverte: les Bourses de Shanghai et Shenzhen, du fait des sévères restrictions imposées par Pékin sur les mouvements de capitaux, demeurent quasi-isolées du reste du monde. ■

Actions: très chère Amérique

Les titres US sont de plus en plus onéreux parce que de moins en moins nombreux.

DIDIER LE MENESTREL*

Les cotillons des supporters de Donald Trump sont à peine retombés que le marché américain s'envole, effaçant bien vite les doutes initiaux: l'inquiétant candidat Trump s'est mué en président «market-friendly». Depuis, le Dow Jones bat record sur record, accompagné par d'autres marchés américains: le Standard & Poor's, le Nasdaq ou le Russel 2000 sont également sur leurs plus hauts jamais atteints. Une telle synchronie n'est pas si fréquente. La dernière occurrence remonte à l'hiver 1999, un hiver avec des températures boursières bien au-dessus des moyennes saisonnières... qui fut suivi d'une dégelée mémorable! On peut s'inquiéter de ce précédent, d'autant que le PE Schiller - la mesure de long terme préférée des boursiers - indique que le marché est cher. Pour le S&P, ce fameux multiple est aujourd'hui de 27 contre une moyenne historique de 17... Il n'y a guère que lors de la bulle internet qu'on avait observé un niveau supérieur (44 au pic tout de même!). La situation est-elle différente, cette fois? Poser la question, c'est s'exposer aux railleries tant cette affirmation - le «c'est différent cette fois» - a souvent été annon-

ciatrice de désastre boursier. Ici, certaines mesures annoncées par Donald Trump pourraient donner corps à cette affirmation, au moins à court terme. La baisse massive de fiscalité pour les entreprises américaines, susceptible d'améliorer leurs résultats de plus de 10%, est la plus emblématique d'entre elles. Mais la cherté du marché est également le reflet de différences plus structurelles comme la longévité plus grande des détenteurs d'actions ou la «consommation» de titres américains par un nombre de plus en plus important d'investisseurs (ces titres constituent 55% du MSCI World). Plus simplement, elle pourrait aussi être due à la rareté de l'offre: le nombre de valeurs cotées aux Etats-Unis ne fait que décroître depuis 1996 - de 7500 à la fin des années 1990 à 3700 aujourd'hui. L'indice le plus large des Etats-Unis, le Wilshire 5000, ne mérite plus son nom: il ne compte plus aujourd'hui que... 3515 valeurs. Première cause de cette attrition: de plus en plus d'entreprises de taille significative trouvent financements et actionnaires sans faire appel aux marchés organisés. UBER et ses probables 30 milliards de capitalisation en est un exemple frappant. Deuxième rai-

son, purement arithmétique celle-là: le nombre de parts de gâteau se réduit. Ainsi, le solde que constituent les nouvelles sociétés introduites en bourse moins les sociétés rachetées par OPA moins le nombre de titres faisant l'objet de rachats d'actions par leur maison-mère est désormais négatif, et ce depuis 2010: les actions américaines sont de plus en plus chères parce que de moins en moins nombreuses! Alors que s'ouvre la grande période des pronostics, la question de l'éventuelle surévaluation de la bourse américaine est posée. Chère au regard des repères historiques, mais soutenue à court terme par des mesures politiques puissantes et bénéficiant d'un contexte général de rareté, elle monte toujours, mais doucement: pour accumuler les 100 derniers points de hausse sur le S&P, il aura fallu 643 jours. C'est sans doute ce rythme qu'il faudra surveiller. Les fins de mouvement sont souvent annoncées par des accélérations brutales et des comportements moutonniers. Nous n'y sommes pas, mais 2017 pourrait être une nouvelle année d'excès de confiance.

* Président-directeur général de La Financière de l'Echiquier

L'actionnariat a entériné la fusion

TECHNIP-FMC. Les actionnaires du groupe parapétrolier français Technip et de l'américain FMC Technologies ont approuvé hier le projet de fusion des deux entreprises qui doit déboucher sur la création d'un géant mondial du secteur, TechnipFMC. La résolution approuvant l'opération qui donnera naissance au numéro trois mondial derrière Schlumberger et Halliburton a été approuvée à 99,73% des voix lors d'une assemblée générale extraordinaire de Technip, a constaté un journaliste de l'AFP. Selon un communiqué de Technip, les actionnaires de FMC Technologies ont voté dans le même sens lors d'une «assemblée spéciale», entérinant ce rapprochement dont la finalisation est prévue en janvier 2017.

Cette opération de consolidation, annoncée en mai, a pour objectif de créer un groupe intégré capable de générer des synergies industrielles et de coûts, dans un environnement qui reste «extrêmement difficile» pour le secteur parapétrolier, a indiqué le PDG de Technip, Thierry Pilenko. Dans ce contexte de cours du brut déprimés, malgré une récente remontée sur fond d'un accord de l'Opep pour limiter sa production, les synergies de coûts avant impôts sont estimées à 400 millions de dollars en année pleine à partir de 2019.

«La fusion (...) a pour but de créer un leader incontesté dans la production et la transformation des hydrocarbures», a déclaré M. Pilenko. «L'entreprise TechnipFMC opérera depuis (...) la production d'hydrocarbures jusqu'à la production de ces hydrocarbures», a-t-il ajouté, insistant sur la complémentarité des deux groupes. Il a souligné que l'opération permettrait également à Technip d'accéder à la phase amont de l'exploitation des hydrocarbures de schiste en Amérique du Nord, une activité d'où le groupe français était encore absent. La nouvelle société sera domiciliée à Londres tout en restant cotée à Paris et New York, a indiqué le dirigeant, assurant que le Brexit n'aurait pas d'incidence sur l'opération. Elle aura deux sièges opérationnels, à Paris où sera basé le président exécutif Thierry Pilenko, et à Houston où se trouvera le directeur général Doug Pferdehirt. ■

ANALYSE TECHNIQUE ZKB

Légère baisse du SMI à moyen terme

Après un recul de 1,2% la semaine dernière, les perspectives d'évolution du SMI sont neutres à court terme du point de vue des chartistes de la Banque cantonale de Zurich (ZKB). A moyen terme, une légère pression à la baisse devrait se faire sentir, écrivent les analystes dans leur compte rendu hebdomadaire. La ligne moyenne à 200 jours se situe actuellement à 8100 points. Elle fait état d'une légère inclinaison négative et représente une résistance. Pour la ZKB, une autre résistance se situe à 8300 points.