

Exercice indécis après une année improbable

Perspectives 2017 de l'Investment Strategists Association of Geneva (ISAG).

EMMANUEL FERRY*

Cette indécision est triple: politique en Europe (élections en France, aux Pays-Bas, en Allemagne, poursuite du débat sur la mise en place du Brexit), monétaire avec le dollar et la Fed et enfin économique, notamment sur la prolongation du cycle américain.

Le risque politique devient un élément structurel de la conduite des politiques d'investissement. Si une alternance réformatrice en France constituerait une surprise positive, les aléas restent forts en Italie, Espagne, ainsi qu'aux Pays-Bas.

Concernant la politique monétaire de la Fed, le consensus de l'ISAG est relativement prudent, avec un resserrement cumulé attendu de 25pb à 75pb. Cette modération repose sur une lecture incertaine du cycle économique des Etats-Unis. L'économie américaine est en phase finale du cycle et les mesures de relance budgétaire proposées par D. Trump interviendront en régime de plein emploi, limitant leur impact sur la croissance écono-

mique et favorisant l'inflation. Au lieu de le rallonger, les mesures Trump auraient l'effet inverse, à savoir un raccourcissement du cycle. La Fed pourrait alors entrer en conflit avec la politique de relance fiscale. C'est la raison pour laquelle 40% des membres de l'ISAG considèrent comme envisageable un risque de récession aux Etats-Unis dans les 12 mois. Le dollar constitue

En relatif, le pessimisme est plus marqué sur les taux allemands, qui pourraient se tendre dès lors que la BCE annoncera au milieu de cette année un possible Tapering pour 2018.

Si les choix d'allocation d'actifs sont moins tranchés, ce qui semble logique après 8 années consécutives de hausse du S&P500, le consensus de l'ISAG affiche des convictions plus marquées en



LES VALORISATIONS DES ACTIFS FINANCIERS SONT TENDUES (DANS TOUTES LES CLASSES D'ACTIFS). LES DIVERGENCES DE POLITIQUE MONÉTAIRE VONT PERSISTER. LE CYCLE ÉCONOMIQUE EST RELATIVEMENT MATURE.

également un sujet d'interrogation. Une appréciation supplémentaire fragiliserait les Etats-Unis (ralentissement conjoncturel, inflexion du redressement de la profitabilité) et augmenterait la vulnérabilité des marchés émergents.

Face à ces interrogations, les stratèges de l'ISAG s'accordent sur plusieurs points de cadrage macro-financier. D'abord, les valorisations des actifs financiers sont tendues et ce dans toutes les classes d'actifs. Puis, les divergences de politique monétaire vont persister. Enfin, le cycle économique est relativement mature. Il en résulte une allocation d'actifs qui conserve un biais actions (42%) et crédit (24%), avec toutefois un curseur légèrement surpondéré. Le poids de l'alternatif demeure important à 12%, tandis que le cash est à 6% et les matières premières à 4%. Quant aux obligations d'État, le poids est limité à 12%, mais plusieurs CIO se déclarent prêts à reprendre de l'exposition sur les taux américains après la correction de 2016. Ce relèvement opportuniste de la durée se ferait au détriment des obligations d'entreprises et des actions, qui pourraient perdre leur dynamique haussière assez vite en cas de déception sur les profits et la crois-

matière d'allocation régionale. Sur les actions, la préférence va vers l'Europe et le Japon, en opposition de phase avec les Etats-Unis (cycle, monnaie, politique monétaire). La Suisse est un thème bottom/up pour jouer la productivité. Une relative prudence demeure sur les émergents en raison du dollar fort et de la transition politique en Chine. Concernant les obligations d'État, la préférence va sur les US Treasuries face au Bund allemand, l'écart de taux ayant atteint en décembre son plus haut niveau depuis 1989.

Si l'ombre de Donald Trump a plané durant le tour de table de rentrée de l'ISAG, l'attentisme prévaut sur la Trumponomics, s'agissant de la remise en question de la globalisation, des objectifs volontaristes de créations d'emploi ou de choc fiscal. La rapidité avec laquelle le marché est passé d'une menace déflationniste à une opportunité reflationniste surprend, et nul doute que 2017 ne sera pas un long fleuve tranquille. La normalisation des marchés est loin d'être acquise et l'indécision sera un marqueur cette année pour la gestion de portefeuille.

* Président de l'ISAG et CIO de la Banque Pâris Bertrand Sturza