

# 'AGEFI



## **Investir en actions dix ans après la crise**

Emmanuel Ferry

\* 25 juillet 2018

\* Directeur des investissements, Banque Pâris Bertrand Sturdza

**La bulle des banques centrales favorise à la fois la gestion indicielle, les Etats-Unis et le secteur de la technologie. Les nouveaux défis pour l'investisseur sont multiples.**

Dix ans après la crise financière, les actions connaissent un marché haussier exceptionnel. Les valorisations combinées des grandes classes d'actifs sont sur des points hauts historiques, selon un processus de revalorisation unilatéral des prix des actifs. C'est la bulle des banques centrales. Ce cycle a engendré des excès majeurs. Les conditions de marché héritées du QE - faible volatilité et corrélations élevées - combinées à des résultats décevants dans la gestion active ont provoqué un exode massif vers les solutions de gestion indicielle. Cet essor a alimenté l'expansion des valorisations, créant des risques de pertes en capital à terme. Aujourd'hui, l'indexation concerne 90% des volumes sur les marchés actions et représente 35 à 45% des actifs sous gestion. C'est une opportunité historique pour les gérants capables d'investir sous les radars des grands indices et dans les poches d'inefficience.

L'essor inédit de la gestion passive va de pair avec une surperformance sans précédent du thème de la croissance structurelle, reflétant la persistance d'un environnement macro caractérisé par une croissance modeste et une inflation faible. Le tapering en mai 2013 et la rotation de marché de l'été 2016 constituent deux tentatives de normalisation avortées. Le style value (sociétés décotés) sous-performe de façon quasi ininterrompue depuis dix ans, particulièrement aux Etats-Unis. Cette sous-performance peut s'expliquer par la combinaison de deux phénomènes: la persistance d'un environnement déflationniste post crise financière, qui favorise les titres de croissance d'un point de vue fondamental (monopoles numériques par exemple), l'essor de la gestion passive, favorisé par l'interventionnisme des banques centrales. Le consensus sur le mythe d'un nouveau paradigme trahit un degré élevé de complaisance. Le positionnement accumulé depuis une décennie devient vulnérable et causera des pertes extrêmes lors du prochain retournement de cycle.

### **Une bulle du style «croissance»**

Les rotations sectorielles constituent une autre manifestation des excès du cycle actuel. Les rotations de style s'accompagnent toujours d'une redistribution des poids sectoriels. Le secteur de la technologie est sur la voie de retrouver son poids record de 2000, tandis que les secteurs financier et énergie retombent vers des points bas historiques. Le retour à la situation qui prévalait au début des années 2000 confirme l'existence d'une bulle du style «croissance». Il manque la période d'exubérance irrationnelle, caractérisée par des raisonnements auto-réalisant. L'épisode actuel peut encore être qualifié d'exubérance rationnelle dans la mesure où le rationnel fondamental reste dominant. Toutefois, à vitesse d'appréciation inchangée, le pic de valorisation de 2000 sur les actions américaines sera atteint en 2019.

Le vrai défi pour l'investisseur est de commencer à regarder au-delà des idées consensuelles. Le marché est au seuil de rotations importantes. Elles ont pour fondements une reprise fondamentale et une resynchronisation des cycles économiques, le débouclage des QE par les banques centrales, la normalisation macro-financière déclenchée par le retour de l'inflation. Le 1er semestre 2018 a montré que ce processus de normalisation ne sera pas linéaire. Le thème du changement de leadership des Etats-Unis vers le reste du monde est pourtant inévitable. La prolongation du cycle américain se fait au prix d'un creusement des déséquilibres (dette des entreprises, marché du travail, finances publiques).

Pour l'investisseur, il est naturellement tentant de maintenir les positions qui ont fonctionné pendant tout le cycle. C'est d'ailleurs justifié d'un point de vue micro-économique. Les sociétés disruptives jouissent de positions dominantes en apparence indestructibles. D'un point de vue macro, l'histoire est différente. 2017 est la première année du cycle où toutes les régions ont connu une croissance simultanée des profits. Les forces en jeu, réflation, hausse des taux longs, stabilisation des dépenses

d'investissement, sont à même d'élargir le champ des opportunités et de donner un second souffle aux marchés.