

CONSENSUS ISAG

Des stratégies pour aborder 2019

Trois stratégies d'instituts membres de l'Association des stratèges d'investissement de Genève exposent leurs scénarios.

1. DIX ANS APRÈS LA CRISE DE 2008, QUEL BILAN ET QUELS SONT POUR VOUS LES PRINCIPAUX RISQUES DE MARCHÉ?

Valérie Lemaigre La dynamique de croissance et d'inflation s'est normalisée et répond aux facteurs fondamentaux. Cette normalisation ne s'applique pas à tout le système qui, selon les régions, reste influencé par des mesures non-conventionnelles et une réglementation bancaire restrictive. En 2018, les risques de crise ont été testés mais ne sont pas forcément des catalyseurs imminents. Certains excès ont été créés dans cette phase d'économie exploratoire et pourront poser un risque, en particulier si les taux devaient prendre l'ascenseur. Pour l'heure, l'impact des crises politiques par effets de contagion directe ou indirecte sont à considérer de plus près.

Emmanuel Ferry Une décennie de gestion de la crise a conduit à des valorisations extrêmes sur les grandes classes d'actifs actions, taux et crédit. Il faut remonter aux années 20 pour une telle concomitance. Cela pose la question des rendements futurs, de la diversification et des actifs refuges résiduels. De nouveaux déséquilibres structurels apparaissent: affaiblissement de la croissance potentielle, dette globale record (250.000 milliards, près de 320% du PIB) dont une dette publique en très forte progression, notamment en Chine. L'aversion au risque demeure importante après dix ans de reflation, comme en témoignent les rachats d'actions et la préférence pour les thématiques peu risquées. Les actifs sensibles à l'inflation et au cycle sont délaissés. Soit ce segment attend une rotation massive, soit le système demeure fondamentalement fragile.

Des risques balisent la prochaine décennie: populisme, déglobalisation, instabilité géopolitique et absence de marges de manœuvre contra-cycliques de la part de la puissance publique.

Gilles Prince Le bilan est positif car les actions des grandes banques centrales ont pu éviter qu'une récession devienne une dépression, voire une crise sociale. Mais on ne peut s'empêcher de penser que les problèmes n'ont pas été entièrement résolus, voire que la crise de demain a été ensemencée. La crise de la dette n'a été adressée que par une hausse de son niveau et l'apport massif de liquidités a poussé les actifs à la hausse exacerbant les inégalités sociales et engendrant les problèmes de demain. On ne peut exclure un lien avec la montée du populisme. On ne peut que constater que les problèmes structurels de l'UE demeurent, malgré toutes les bonnes intentions de réformes.

2. LES BANQUES CENTRALES ONT-ELLES RÉCEMMENT PERDU DE LEUR INFLUENCE?

Valérie Lemaigre Les banques centrales ont été omnipotentes pour explorer les mesures monétaires et macro-prudentielles nécessaires à éviter de plonger dans le gouffre de la grande dépression. Le retour apparent vers le rôle de maintien de la stabilité des prix relève plus de la normalisation, après une situation exceptionnelle, que d'une perte d'influence. En revanche, en insistant à Jackson Hole sur l'impact grandissant de l'effet dollar sur les prix, on peut se poser la question du rôle grandissant et plus imprévisible des facteurs politiques dans les prix. Les devises représentent le premier réceptacle des événements politiques régionaux. Les banques centrales doivent se réinventer en permanence et les 10 dernières années nous l'ont prouvé. Pourtant, leur objectif reste la stabilité.

Emmanuel Ferry Les banques centrales ont très bien géré la crise par le recours massif, coordonné et durable d'instruments non orthodoxes. Leur crédibilité n'a pas été entamée. En revanche, les Etats sortent très affaiblis de cette décennie, à en juger par le surendettement, l'absence de réformes structurelles et le manque de coordination. La fin du multilatéralisme et la montée des populismes vont mettre les Etats sous pression. Enfin, se pose la question du débouclage désordonné des différents QE. L'instabilité des émergents a été exacerbée par la normalisation de la Fed. L'extrême décalage entre Fed et BCE augmente le risque d'un resserrement monétaire procyclique en Europe.

Gilles Prince Non, les banques centrales n'ont pas perdu de leur influence, au contraire. Elles ont eu un rôle déterminant durant la crise en utilisant des politiques non orthodoxes qu'elles commencent à réduire. L'achat massif d'obligations gouvernementales, puis d'entreprises ou d'actions et ETF au Japon ont eu un effet significatif pour ne pas dire massif sur

les taux et les actions. Même si elles sont à différentes phases de leur normalisation, les actions des banques centrales influenceront plus que jamais les marchés, et réciproquement. Si l'injection massive de liquidités et rachats d'obligations ont artificiellement poussé les prix à la hausse, il est difficile de croire que la normalisation ne pèsera pas sur les rendements.

3. OÙ TROUVER DE L'ALPHA DANS LES 12 PROCHAINS MOIS?

Valérie Lemaigre Plus que dans toute autre phase du cycle, le point haut nécessite une analyse approfondie des voies de descente. C'est un moment crucial de collaboration entre stratèges et sélectionneurs de valeurs individuelles. Ce qui prime c'est la sélection avisée et rigoureuse des meilleures entreprises dont la stratégie dépasse une phase plus difficile. La sélection est la première source d'alpha dans des marchés qui ne progressent parfois que sur base de 3 valeurs!

Emmanuel Ferry L'alpha est significatif dans les marchés non-US et le style Value sur le plan global. La décennie passée a conduit à un excès de positionnement sur les thématiques défensives de croissance à durée longue. C'est le pendant actions de la recherche de rendement à tout prix dans l'obligataire. Pour que les marchés pivotent, il faut trois conditions: 1) épuisement de la dynamique solitaire des FAANG; 2) repricing de l'inflation avec une remontée des taux; 3) regain d'appétit pour le risque avec une bascule de la gestion passive vers les risques actifs.

Gilles Prince Dans un environnement incertain, avec des marchés plus volatils et des différences de performance marquées, nous devrions bénéficier de plus d'opportunités pour générer de l'alpha. Les actions semblent être le terrain à privilégier au vu des différences de performance régionales, sectorielles et de la volatilité liée notamment aux résultats. Les volatilités attendues étant encore en moyenne basses, les stratégies optionnelles seront le parfait outil pour gérer le risque. La gestion alternative devrait bénéficier de cet environnement pour ceux qui préfèrent ne pas s'aventurer dans les investissements en titres directs.

4. VOTRE SCÉNARIO 2019 VA-T-IL CHANGER ET POURQUOI?

Valérie Lemaigre Notre scénario prolonge le cycle en 2019 avec un tassement contrôlé de la dynamique pour des raisons évidentes de resserrement des conditions de financement. Il est testé en permanence au regard de la balance des risques qui penche actuellement vers la crise politique. Si les négociations commerciales devaient déboucher sur une rupture d'activité dans les secteurs clés du commerce que sont l'automobile et les semi-conducteurs ou sur une forte appréciation du dollar ou des prix de l'énergie, ce scénario de poursuite de croissance devrait être révisé. Pour l'heure, ces risques ne se sont pas matérialisés et ne poussent à aucun changement.

Emmanuel Ferry L'année 2018 est celle des surprises et des erreurs de prévisions: sous-performance des marchés non-US, retournement de politique monétaire et des marchés dans les émergents, retour du dollar. Trois thèmes clés se dessinent: 1) divergence cyclique entre les USA et le reste du monde; 2) impacts de la guerre commerciale sur la croissance; 3) resserrement des conditions financières. 2018 signale un retour à la moyenne après une année 2017 hors normes. La seconde plus longue phase d'expansion de l'après-guerre aux USA a créé des déséquilibres multiples sur le plan des fondamentaux et des valorisations. Cela rend les marchés plus sensibles à des chocs. En matière de stratégie, 2018 marque une rupture structurelle, avec l'amorce d'une orientation plus défensive. 2019 sera la confirmation de la maturité du cycle. Cela conduit à être plus diversifié et plus actif. Le changement de régime de volatilité sera un préalable pour envisager un retournement majeur.

Gilles Prince Oui, notre scénario 2019 évoluera à la suite de notre analyse de la macro-économie, des marchés, des valorisations des entreprises et des risques. Pour le développer, un certain nombre de questions se posent. Premièrement, les USA apparaissent comme le moteur de la croissance et la divergence marquée avec le reste du monde, notamment l'Europe, pose la question de la soutenabilité et des conséquences de cette croissance asynchrone, par exemple pour la force du dollar. Au niveau des actions US, il faudra se demander si les attentes de croissance bénéficiaires ne sont pas trop élevées, alors que tensions commerciales, pressions salariales ou fin des effets des avantages fiscaux pourraient impacter les marges et réduire les rachats d'actions des entreprises cotées jusqu'ici très importants. ■



VALÉRIE LEMAIGRE
Economiste en cheffe, Banque Cantonale de Genève



EMMANUEL FERRY
Directeur des investissements, Banque Paris Bertrand



GILLES PRINCE
CIO Switzerland & Head of Discretionary Portfolio Management, Edmond de Rothschild (Suisse)

QUESTIONS DU MOIS DE SEPTEMBRE 2018

	oui	non	sans avis
1. Avez-vous augmenté la part de cash en vue des prochaines corrections de marchés?	25%	75%	0%
2. Ralentissement de la Chine en 2019?	100%	0%	0%
3. Rebond de l'or d'ici la fin de l'année?	25%	75%	0%

ALLOCATIONS D'ACTIFS PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ EN EURO

	Pondération en % moyenne	Variation mensuelle	Pondération, relative* majorité
Monétaire	11	↗	Sur-pondéré
Obligations publiques	12	↗	Sous-pondéré
Obligations privées	23	↗	Neutre
Actions	43	↘	Neutre
dont Europe*		→	Neutre
dont USA*		→	Sur-pondéré
dont Japon*		→	Sur-pondéré
dont émergents*		→	Neutre
Matières premières	3	↘	Sous-pondéré
Alternatifs	8	↘	Sur-pondéré
Total	100		

* Pondération relative au «benchmark» du répondant

Le Consensus ISAG est une publication de l'Association des Stratèges 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