

Pas de retour à l'ancien régime

ALLOCATION Lors de leur dernier tour de table, les 22 straté- gistes de Genève (ISAG) ont échangé sur les perspectives 2020 sous l'angle de la normalisation

L'année 2019 a été dominée jusqu'au mois d'août par une rotation défensive, qui a connu son paroxysme lors de l'épisode d'inversion de la courbe des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Depuis, on observe de la part des investisseurs une reprise du risque, avec un retour vers les actions les plus cycliques.

Une triple dynamique

La diminution de la probabilité de récession s'accompagne logiquement d'une remontée des taux d'intérêt à long terme, avec en toile de fond une triple dynamique: 1. l'arrêt de la dégradation de la conjoncture économique et des attentes sur les bénéfices des entreprises; 2. la confirmation du biais accommodant des politiques monétaires; 3. les appels à une relance budgétaire coordonnée avec l'action des banques centrales.

La rotation en cours est salu- taire car elle traduit un regain d'appétit pour le risque alimenté par la levée progressive des aléas macrofinanciers (cycle, Fed) et extra-financiers (Brexit, Trade War). Elle est d'autant bien enga- gée que la liquidité mondiale est de nouveau abondante et que le positionnement des investisseurs demeure prudent. Toutefois, les membres de l'ISAG ont fait part de leur scepticisme quant à un scénario de normalisation pour 2020. Certes, il y a une normalisation des attentes, le pessimisme qui prévalait étant excessif.

Le message de la courbe des taux a été trop rapidement inter- préte en récession imminente, alors que les facteurs de propaga- tion étaient absents (remontée du chômage, écartement des spreads de crédit, durcissement des conditions de crédit de la part des banques commerciales). Tou- tefois, la normalisation écono- mique reste une vision utopique.

L'ISAG ne croit pas au retour à «l'ancien régime», c'est-à-dire le régime économique et monétaire d'avant 2008. La croissance éco- nomique va rester modérée, avec un potentiel économique amputé

par la crise financière, les évolu- tions démographiques et la maturité des pays émergents. Le cycle économique connaît une forme d'écrasement, avec des banques centrales qui ont une aversion pour les récessions, ce qui conduit à avoir des poli- tiques monétaires préventives. L'inflation est structurellement

Le portefeuille équilibré issu de l'ISAG indique en moyenne une surpondération en alternatifs (12%) et en matières premières (5%, principalement en or)

plus faible. Les membres de l'ISAG tablent en moyenne sur une croissance de 1,9% aux Etats-Unis en 2020 (1,1% pour la zone euro), avec une inflation respec- tivement de 1,9% et 1,2%. Le taux d'intérêt à 10 ans est attendu à 2,1% aux Etats-Unis et 0% en Alle- magne. Cela conduit à envisager des taux d'intérêt réels au voisi- nage de zéro aux Etats-Unis et toujours en territoire négatif en Allemagne (-1,2%). Au lieu de nor- malisation économique, l'ISAG préfère parler de recherche d'un nouvel équilibre.

Le poids des élections américaines

Les participants sont partagés sur la poursuite de la normalisation de la dynamique interne des marchés actions. L'allocation moyenne en actions suggé- rée par les membres de l'ISAG est neutre à 42%, avec une rela- tive neutralité sur le plan géo- graphique. Certains évoquent encore du potentiel à propos de la rotation en faveur des mar- chés en retard, comme l'Eu- rope, les marchés émergents ou le Japon et le style Value plus généralement.

D'autres favorisent plutôt la poursuite des thématiques qui ont surperformé dans le cycle actuel, malgré des valorisations élevées (marchés américains, secteur technologique, style défensif et qualité). L'argument repose sur la multiplication des signes de fin de cycle. Toutefois, certains contestent cette vision de fin de cycle, arguant le retour- nement majeur de la politique monétaire, qui pourrait lancer un nouveau cycle. La «repentifi- cation» de la courbe des taux d'intérêt (augmentation de l'écart entre taux longs et taux courts) participe à la thèse du renouveau du cycle.

Les élections américaines seront un catalyseur important. Le manque de visibilité durant le 1er semestre 2020 pourrait être générateur de volatilité. Le thème du relais budgétaire est surtout envisagé en Europe, mais il bute encore sur les divisions politiques. Christine Lagarde jouera un rôle clé pour parvenir à une meilleure coordination des instruments monétaires et bud- gétaires. Le portefeuille équilibré issu de l'ISAG indique en moyenne une surpondération en alternatifs (12%) et en matières premières (5%, principalement en or). Enfin, les actifs privés sont de plus en plus considérés par les allocataires d'actifs, reflé- tant l'élargissement du vivier d'opportunités dans le non-coté et l'incapacité des marchés financiers traditionnels à rémuné- rer correctement le risque, faute de normalisation. ■

EMMANUEL FERRY
DIRECTEUR DES
INVESTISSEMENTS,
BANQUE PARIS
BERTRAND

