

Vue sur les **marchés**



Retour global du risque en 2015, volatilité macro-économique exacerbée et émergence d'un équilibre de la terreur: les obligations sont soutenues par les pressions déflationnistes, tandis que les actions sont stimulées par des anticipations de politiques de reflation. Le niveau élevé de complaisance de la part des investisseurs combiné avec des valorisations élevées rend le marché vulnérable. Quelle allocation d'actifs pour un profil de risque équilibré?

EMMANUEL FERRY

DIRECTEUR DES INVESTISSEMENTS
BANQUE PARIS BERTRAND STURDZA SA
19, RUE DE-CANDOLLE
1205 GENÈVE
WWW.BKPBS.COM

Le cadrage économique s'est récemment amélioré, avec d'un côté une meilleure dynamique de croissance, de l'autre un assouplissement général des conditions monétaires. Après des déceptions en 2014, l'année 2015 démarre positivement avec une vitesse de croissance du PIB mondial proche de 3.5%. La correction des prix du pétrole alimente une rotation salutaire, des pays producteurs vers les pays consommateurs, c'est-à-dire un transfert de richesse de pays qui ont une forte propension à épargner vers des pays en phase de reprise domestique. Les pays émergents producteurs de matières premières sont clairement les perdants, d'autant plus que la rente pétrolière avait en général conduit à différer des réformes indispensables. Aux États-Unis, la baisse des prix de l'énergie combinée avec la hausse du dollar a clairement déclenché un transfert de revenu des entreprises vers les ménages. Une fois les effets négatifs intégrés (réduction des dépenses d'investissement liées au secteur de l'énergie), les répercussions positives sur le revenu des ménages se

diffuseront pleinement (USD 160 milliards de revenus additionnels). La consommation privée croît à un rythme de plus de 4%, assurant une reprise de l'économie plus convaincante, avec un PIB en hausse d'au moins 3% en 2015. La zone euro affiche également une dynamique positive, du moins à court terme, avec une double stimulation (baisse de l'euro et des cours du pétrole), permettant d'espérer un passage du rythme de croissance de 1 à 2% entre 2014 et 2015. Les améliorations

“ Le risque directionnel étant proche de son point maximum, il convient d'intégrer dans la stratégie d'investissement une gestion plus active. ”

marginales sur le front de l'emploi et du crédit laissent espérer enfin un cycle de surprises positives. Au total, le contre-choc pétrolier va délivrer une stimulation massive, à l'image de ce qui s'était passé en 1986, période durant laquelle les cours du pétrole avaient corrigé de 65% en raison d'une crise d'excès d'offre.

Cette amélioration conjoncturelle ne doit pas masquer l'essentiel, à savoir un avenir assombri par la menace déflationniste. La croissance nominale est en raréfaction, reflétant une reprise longue mais médiocre de 64 mois, enregistrant encore un déficit d'activité par rapport au pic de 2007 dans le cas des États-Unis, et une inflation basse, nettement en-dessous des objectifs de la Fed. L'excès de dette domine – 215% du PIB au niveau mondial, 330% du PIB aux États-Unis, pour un montant total de USD 58'000 milliards – et le vieillissement démographique se généralise. Le spectre des défauts souverains pourrait refaire surface dans la zone euro avec un agenda politique critique en 2015, ou dans les pays émergents en raison de la crise de balance des paiements de certains pays producteurs.

L'augmentation du risque déflationniste a pour conséquence d'entraîner les banques centrales dans une concurrence monétaire intense et non coordonnée: nouveau cycle de baisse des taux directeurs, ancrage de taux de dépôts négatifs, nouveaux QE et réalignements des taux de change. Ce nouveau contexte de désordre monétaire, de guerre des changes et d'intensification du processus de répression financière rend les choix d'investissement plus difficiles. Après six années de gestion de la crise financière, les banques centrales ont acheté près de USD 11'000 milliards d'actifs financiers, conduisant à un doublement de la capitalisation boursière mondiale, avec des multiples de valorisation très élevés à nouveau. Près de 85% de la capitalisation boursière mondiale est soutenue par des politiques de taux zéro et plus de la moitié du marché obligataire souverain mondial a un rendement inférieur à 1%.

Ce contexte pose trois grands problèmes en matière d'allocation d'actifs. Premièrement, les deux grandes classes d'actifs actions et obligations sont chères au même moment, et ce pour la première fois dans l'histoire financière moderne. Cela induit un risque de correction majeure à moyen terme. L'absence de rendement obligataire réduit fortement la capacité protectrice d'une poche obligataire dans un portefeuille. Deuxièmement, le change devient une source importante de volatilité. Un phénomène d'illusion nominale s'installe lorsque la dépréciation d'une devise artificiellement les performances d'un portefeuille. Cette question est évidemment très présente pour les investisseurs dont les monnaies de référence sont des monnaies fortes comme le franc suisse. Troisièmement, la méthode de valorisation relative des actions par rapport aux obligations est caduque en régime de taux négatifs. Les pressions déflationnistes pénalisent les entreprises, en particulier lorsqu'elles sont endettées. Aujourd'hui, la prime de risque record des actions conduit à une préférence unanime pour cette classe d'actifs. Une telle évidence pourrait ne pas survivre à une extension du régime de taux négatifs.

Pour l'instant, le marché repose sur l'équilibre de la terreur: les marchés obligataires sont soutenus par les pressions déflationnistes, tandis que les marchés actions sont stimulés par des anticipations de politiques de reflation. Le niveau élevé de complaisance de la part des investisseurs combiné avec des valorisations élevées rend le marché vulnérable. 2015 devrait confirmer le retour du risque de marché, avec la hausse de la volatilité macro-économique, l'augmentation de la dispersion entre classes d'actifs et des mouvements de rotation et d'ajustement de valorisation. Six indicateurs nous permettent d'identifier un état du cycle financier relativement avancé: la valorisation ajustée du coût du risque (PE 12 mois/VIX), la dette nette des comptes sur marges des opérateurs sur le NYSE, l'activité de fusions & acquisitions, le ratio capitalisation boursière/PIB, le taux d'endettement des entreprises et enfin la valorisation des midcaps par rapport aux large caps.

Dans ce contexte, l'allocation d'actifs recommandée est aujourd'hui relativement équilibrée, avec une part actions à 47% et une part obligations à 32%. L'immobilier coté est à 5% et l'alternatif à 16%. Le niveau des liquidités est ramené à zéro en raison de la rémunération négative sur les dépôts. Les lignes de force sont davantage à l'intérieur des classes d'actifs, avec un fort biais qualité. Il se traduit par une préférence pour les marchés développés et l'exposition à des thèmes solides: retour du cash à l'actionnaire, stratégies positionnées sur les actions payant des dividendes, les cycliques domestiques aux États-Unis et les exportateurs dans la zone euro.

L'allocation d'actifs donne une photographie à un instant t. Le risque directionnel étant proche de son point maximum, il convient d'intégrer dans la stratégie d'investissement une composante dynamique, à savoir une gestion plus active et la possibilité d'augmenter le degré de diversification. En toute logique, la part de la gestion diversifiée (recherche de convexité) et de la gestion alternative (multi stratégies liquides, CTA/macro) sera relevée par paliers, l'allocation en classes de risques prenant le pas sur l'allocation d'actifs traditionnelle. ■

Allocation d'actifs

CHF Équilibré

Liquidités	0
Obligations	32
Obligations d'État	15
Obligations d'entreprises	15
Obligations marchés émergents	2
Actions	47
Actions Marchés Développés	45
Actions Marchés Émergents	2
Immobilier coté	5
Alternatif	16
TOTAL	100%