

Allocation d'actifs : stratégies d'investissement d'Amundi

Tendances macroéconomiques et financières, thèmes d'investissement pour 2017 : un état des lieux

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Il est utile, en ce début d'année 2017, de rappeler les grands enjeux qui se dessinent. Les derniers mois ont été le théâtre de changements majeurs (Brexit, élection de D. Trump), et certaines tendances lourdes (comme le maintien de taux longs ultra-bas ou la stabilité des anticipations d'inflation) sont considérées comme étant menacées. L'objet de ce chapitre est de rappeler d'une part l'ensemble des éléments qui constituent notre scénario central (pour les scénarios alternatifs, se référer à notre numéro du mois de novembre dernier « *Numéro spécial: 2017 et au-delà* »), et d'autre part, l'état actuel de notre allocation d'actifs et les intentions d'évolution au cours des mois à venir.

L'année 2017 s'ouvre sur des thématiques comme la hausse des Taux longs, les risques sur les émergents, le grand retour des politiques budgétaires, les risques sur le commerce mondial et la montée du protectionnisme, les limites des politiques monétaires, le risque politique en Europe (élections, Brexit), le risque géopolitique. Trois questions clefs en ce début d'année :

- **Quel sera l'impact réel de l'élection de Trump ?** Doit-on miser sur un changement radical des perspectives de croissance, d'inflation, et donc sur un renversement du trend long terme de baisse des taux longs ? Cela va-t-il s'accompagner d'une forte appréciation du dollar ? Quel sera l'impact sur les économies et les marchés émergents ? Trump sera-t-il le nouveau Reagan ? La *border tax proposal* représente-t-elle un *game changer* ? Beaucoup de questions découlent de l'élection de D. Trump et de la mise en place d'une administration plus protectionniste et plus favorable à la relance budgétaire et fiscale. Beaucoup de questions restent encore en réponse mais l'investiture de Trump sera effective le 20 janvier et débiteront également les négociations avec le Congrès américain. Mentionnons simplement que les **impacts positifs que représente l'élection de D. Trump nous semblent surestimés à ce stade**. Il y aura certes des inflexions dans la politique économique, mais cela ne sera pas suffisant pour modifier la croissance potentielle ou pour créer un nouveau cycle de croissance.
- **La situation politique européenne est-elle réellement un facteur de risque lourd ?** Nombreux sont ceux qui craignent une nouvelle dégradation de la situation. Va-t-on vers des référendums en cascade en Europe, sur les constitutions ou sur l'appartenance à l'Union Européenne ? Au regard des élections à venir (France et Allemagne notamment), doit-on craindre le changement de leadership à venir, et est-ce forcément pour le pire ? Y a-t-il un scénario positif crédible ? **Il nous semble que les impacts négatifs que représente la situation politique européenne sont surestimés à ce stade.**
- **Brexit : aura-t-il vraiment lieu et que devons-nous craindre ?** L'économie européenne en général et l'économie britannique en particulier ont bien résisté au choc qu'a provoqué le résultat du référendum, et le Brexit semble passé au second plan. Cela nous semble être une erreur majeure. Il y a en effet bien peu de chances que le Royaume-Uni obtienne ce qu'il désire. Les négociations seront difficiles et elles peuvent déstabiliser la cohésion de l'UE. Ne pas sous-estimer l'impact économique long terme sur le RU. Au total, les **impacts négatifs que représente le processus Brexit nous semblent largement sous-estimés à ce stade.**

L'essentiel

Il est utile, en ce début d'année 2017, de rappeler les grands enjeux qui se dessinent. Les derniers mois ont été le théâtre de changements majeurs (Brexit, élection de Donald Trump), et certaines tendances lourdes (comme le maintien de taux longs ultra-bas ou la stabilité des anticipations d'inflation) sont considérées comme étant menacées.

L'objet de ce chapitre est de rappeler d'une part l'ensemble des éléments qui constituent notre scénario central, et d'autre part, l'état actuel de notre allocation d'actifs et les intentions d'évolution au cours des mois à venir. L'un des éléments clefs est la réévaluation de la croissance américaine, de la politique monétaire de la Fed, et l'impact des mesures à venir de la nouvelle administration Trump sur la croissance, mais aussi sur le commerce mondial et la diplomatie internationale.

Janvier 2017

Les grands thèmes macroéconomiques et financiers

Nous avons identifié 12 thèmes pour les trimestres à venir :

- Thème # 1 Croissance économique :** le cycle d'expansion se poursuit dans les grandes économies avancées, mais à un rythme lent
- Thème # 2 Le commerce mondial** n'est plus un facteur clé de croissance
- Thème # 3 Politiques économiques :** un rééquilibrage progressif des *policy-mix* vers davantage de politique budgétaire et fiscale est en cours
- Thème # 4 Inflation :** pas encore un risque, mais un facteur qu'il faut désormais prendre en compte
- Thème # 5 Marchés obligataires :** encore « dysfonctionnels » mais sensibles à la nouvelle situation américaine
- Thème # 6 Actifs risqués :** favorisés par le « repricing » de la croissance américaine, au moins dans un premier temps
- Thème # 7 Chine :** des risques et des enjeux importants, mais une situation encore maîtrisée
- Thème # 8 Marchés émergents :** vers un retour en fanfare au second semestre ?
- Thème # 9 Marchés des changes :** la « variable d'ajustement » de 2017 ?
- Thème # 10 Situation politique** en Europe et **Brexit**, des dossiers complexes et cruciaux pour les marchés financiers
- Thème # 11 Géopolitique et immigration :** des facteurs récurrents, durables et dé-structurants
- Thème # 12** Les stratégies de *macro-hedging* restent prioritaires

Thème # 1. La croissance économique : le cycle d'expansion se poursuit dans les grandes économies avancées, mais à un rythme lent

Seuls les États-Unis voient leur taux de croissance progresser. Quelques craintes sur la soutenabilité de la croissance du Royaume-Uni, pas de progression au Japon, maintien d'une croissance autour de 1,3 % – 1,5 % en zone euro. **La croissance du « bloc émergent » progresse grâce notamment à deux pays : le Brésil et la Russie**, qui sortent graduellement de récession (la Russie avant le Brésil, en fait). **Au total, la croissance mondiale progresse**, et elle passera dans les deux ans à venir de 3 % à 3,3 %. Autrement dit, la croissance mondiale resterait au-dessus de 3 % pour la septième année consécutive. Nous ne misons pas sur une cassure de la croissance mondiale. Certes, **la croissance potentielle mondiale est désormais plus faible** : elle a en fait fléchi à peu près partout, du fait de la combinaison de facteurs tels que le recul démographique, le poids des dettes qui agit comme une contrainte sur les politiques économiques, le recul des gains de productivité, le creusement des inégalités... la croissance potentielle est de l'ordre de 1,5 % aux États-Unis, de 5 % en Chine, 1 % en zone euro, de 0 %-0,5 % au Japon... **L'investissement ralentit**, tant dans les pays avancés que dans les pays émergents. C'est une des particularités de la reprise économique actuelle. Aux États-Unis, la reprise de l'investissement est sans commune mesure avec celle qui prévalait lors de la sortie de la grande récession et elle est très éloignée de la moyenne des reprises économiques d'après-guerre. **La demande intérieure, et plus précisément la consommation, reste la pierre angulaire des économies**. Cela est vrai aussi bien pour les économies avancées que pour les économies émergentes.

Thème # 2. Le commerce mondial n'est plus un facteur clé de croissance

Le commerce mondial n'est plus un facteur clé de croissance. Il progresse moins vite que le PIB depuis 2011, une rupture au regard des trente dernières années. Doit-on parler de dé-mondialisation ou de dé-globalisation ? Pas

“ Le cycle d'expansion se poursuit dans les grandes économies avancées, mais à un rythme lent ”

“ La croissance potentielle mondiale est désormais plus faible ”

“ Le commerce mondial n'est plus un facteur clé de croissance ”

Janvier 2017

exactement: si le commerce des biens est effectivement en repli, celui des services (et notamment des services financiers) continue de progresser. On peut mentionner plusieurs raisons à la baisse du commerce mondial et à la réduction de sa contribution dans la croissance mondiale:

- I. La baisse de la croissance potentielle, qui est générale et qui pèse sur les échanges commerciaux;
- II. La convergence des prix (pressions déflationnistes dans les pays avancés, progression des prix et salaires dans les pays initialement à fort avantage concurrentiel), qui limite les avantages l'échange;
- III. Le repli de l'investissement: il s'agit en effet d'un des grands facteurs initiateurs d'échanges commerciaux. Sa faiblesse dans la très grande majorité des pays, émergents ou avancés, est un frein aux échanges entre pays;
- IV. La montée des protectionnismes (et notamment du protectionnisme de comportement) représente également une tendance qui se généralise...

Thème # 3. Politiques économiques: un rééquilibrage progressif des *policy-mix* vers davantage de politique budgétaire et fiscale est en cours

Les politiques monétaires restent accommodantes. Sur les 10 pays du G10, 8 ont encore assoupli leur politique monétaire en 2016. La Fed, qui a jusqu'ici relevé timidement ses taux, continue de réinvestir dans les papiers venant à maturité et achetés lors de ses différents programmes de QE. Elle n'est donc pas encore totalement sortie du QE. BoJ et BCE poursuivent leur programme, et la BCE vient d'étendre son programme de mars 2017 à fin 2017. Elle a certes réduit son programme d'achats (de 80 Mds € par mois à 60 Mds €), mais elle achètera encore en 2017 bien plus que l'ensemble des émissions nettes de la zone euro (un facteur de maintien des taux longs à un bas niveau). Quant à la politique de taux d'intérêt, maintien des taux bas en Europe et au Japon pendant encore plusieurs années. **En termes d'efficacité, on peut dire que la politique monétaire de la BCE a atteint ses limites.** Les taux négatifs entretiennent la déflation, dégradent la profitabilité des banques, n'améliorent pas la fragmentation financière, n'assurent pas une augmentation du volume de crédits vers les PME, n'assurent plus une dépréciation de l'euro. Les QE n'apportent plus rien en termes d'effets de richesse, d'impact sur la confiance, sur les anticipations d'inflation en zone euro, ou encore de dépréciation de l'euro. Ils assurent en revanche l'ancrage des taux longs à un bas niveau, ce qui permet d'améliorer la solvabilité des agents endettés. Mais ils réduisent également la liquidité sur les marchés de taux, engendrent des taux et une volatilité anormalement bas, avec des risques asymétriques... Ils distordent enfin les valeurs d'équilibre des actifs risqués, avec risque de bulles ou de perception de bulles. Les politiques monétaires ne peuvent pas, seules, résoudre les problèmes de croissance, d'emploi, de change, de crédit, de confiance, d'endettement... **La BCE ne peut cependant pas interrompre son programme d'achat d'actifs, tant que certaines conditions de sortie ne sont pas remplies.** Les préalables sont les suivants:

- I. Une solvabilité budgétaire retrouvée pour pouvoir résister à la hausse des taux,
- II. Une croissance du PIB nominal supérieure au taux d'intérêt nominal,
- III. Un désendettement achevé,
- IV. Le retour de l'investissement.

Ces conditions ne sont remplies pour aucun des pays de la zone. L'Allemagne serait capable de résister à la fin du QE, mais ce serait sans doute le seul pays dans ce cas.

La Fed va continuer à resserrer sa politique monétaire. Pour la première fois depuis la crise financière, ses actions devraient être en ligne avec ses prévisions (*dots*). Cela ne veut pas dire pour autant qu'elle relèvera vigoureusement ses taux d'intérêt: probablement deux hausses des taux en 2017, ce qui portera le taux des Fed funds à 1,25 % fin 2017 (0,75 % actuellement). Nous ne sommes toujours pas en phase de normalisation. Pour mémoire, rappelons qu'entre



La montée des protectionnismes (et notamment du protectionnisme de comportement) représente également une tendance qui se généralise



En termes d'efficacité, on peut dire que la politique monétaire de la BCE a atteint ses limites



La BCE ne peut cependant pas interrompre son programme d'achat d'actifs, tant que certaines conditions de sortie ne sont pas remplies



Janvier 2017

février 1994 et février 1995, la Fed avait relevé ses taux de 300 pb (de 3 % à 6 %) et qu'entre juin 2004 et juin 2006, le resserrement avait été de 425 pb (de 1 % à 5,25 %), soit 17 hausses consécutives, et + 25 pb toutes les 6 semaines. Dans le cycle actuel, depuis la décision de stopper le QE (2013) la Fed n'a procédé qu'à deux hausses des taux. 2017 devrait offrir l'opportunité pour la Fed de recréer quelques marges de manœuvre. Elle les utilisera sans doute 2 fois (peut-être à 3 ?), et elle sera en ligne avec les *dots* pour la première fois depuis 10 ans. Attention cependant : le cycle est déjà en train de s'essouffler, l'inflation reste sous contrôle, le marché obligataire est vulnérable, le dollar fort, les entreprises vulnérables (ampleur du *releveraging*), ainsi que les marchés émergents. Tout ceci limite le potentiel de resserrement de la Fed.

Un rééquilibrage progressif des *policy-mix* vers davantage de politiques budgétaire et fiscale est donc en cours. On identifie une capacité plus grande des États-Unis à utiliser ces instruments depuis l'élection de D. Trump : même si le Congrès atténue les requêtes du nouveau président (le congrès est hostile aux dérives budgétaires et protectionnistes notamment), il y aura de la relance budgétaire (infrastructures notamment) et fiscales (baisse de fiscalité). La politique budgétaire expansionniste aux États-Unis prolongera le cycle (qui s'essouffle) mais n'aura pas d'impact avant la fin de 2017 (nous prévoyons une croissance de l'ordre de 2 % en 2017 et de 2,2 % en 2018, soit un niveau assez sensiblement supérieur à la croissance potentielle de l'ordre de 1,8 % actuellement). L'Europe est en retard sur les États-Unis : sa capacité à utiliser l'instrument budgétaire et fiscal se heurtera aux dispositifs européens (pacte de stabilité et de croissance, semestre européen, *six-pack*...) et à une volonté insuffisante (en France, le candidat Fillon promet une lutte contre les déficits). Utiliser la politique budgétaire ou la politique fiscale n'est pas anodin pour peu que l'on s'intéresse aux impacts sur les marchés financiers.

L'un des changements fiscaux les plus importants de l'histoire des États-Unis est la proposition du président Trump concernant la *border tax proposal* (l'ajustement fiscal à la frontière). L'idée est d'imposer les importations américaines au taux de l'impôt sur le revenu des sociétés (20 %) et d'exempter les revenus tirés des exportations de toute imposition. *Ex ante*, cela équivaldrait à une dévaluation du dollar de 20 % avec un effet très positif sur le déficit commercial des États-Unis (du moins, si le dollar ne s'apprécie pas). Cette mesure, inflationniste et favorable au dollar, représenterait par ailleurs une transformation majeure des relations commerciales des États-Unis avec le reste du monde. Suivre de près les négociations avec le Congrès américain, les conclusions de l'OMC et les risques de représailles des partenaires américains. Il s'agit sans le moindre doute d'un *game changer* potentiel (cf. article n° 1 de cette édition).

La politique fiscale et la politique commerciale sont donc en passe d'être modifiées (radicalement ?) aux États-Unis. C'est sans aucun doute l'enjeu majeur du prochain trimestre. De nombreuses propositions/suggestions apparaissent, elles visent souvent à relancer la machine de production américaine au détriment des importations (droits de douane, fiscalité spécifique...). Il s'agit de décisions difficiles à obtenir auprès du Congrès mais les débats porteront inévitablement sur ces thèmes. C'est porteur pour le dollar et pour les actions US (avec contagion favorable au reste du monde, EMG et Europe notamment), c'est porteur pour les thèmes domestiques américains (*small cap*, *mid cap*, infrastructures... même si la valorisation est déjà élevée), et c'est négatif pour les obligations US Treasuries (on ne peut exclure que le taux 10 ans atteigne 3 %). **Au total, les perspectives pour 2018 dépendront de la capacité des gouvernements à rééquilibrer leurs politiques en recourant davantage à la politique budgétaire :** avantage pour les États-Unis. L'écart de croissance entre États-Unis et Europe va se creuser au cours des deux années à venir. À ce stade, nous ne prévoyons pas de réelle accélération du cycle aux États-Unis, « simplement » une extension.

Thème # 4. L'inflation, pas encore un risque, mais un facteur qu'il faut désormais prendre en compte

La hausse de l'inflation reste très modérée et bien localisée. Plus de 85 % des 120 plus grands pays ont un taux d'inflation inférieur à la cible de leur banque centrale et près de 20 % d'entre eux ont encore une inflation

“

Un rééquilibrage progressif des *policy-mix* vers une politique budgétaire et fiscale est donc en cours

”

“

La politique fiscale et la politique commerciale sont donc en passe d'être modifiée (radicalement ?) aux États-Unis

”

“

Au total, les perspectives pour 2018 dépendront de la capacité des gouvernements à rééquilibrer leurs politiques en recourant davantage à la politique budgétaire

”

Janvier 2017

négative, un pourcentage qui n'a jamais été aussi fort depuis que les craintes déflationnistes ont fait surface (en 2008). Autrement dit, la hausse de l'inflation est davantage crainte ou souhaitée que réelle. En revanche, ce que l'on sait, c'est que l'inflation passera au-dessus de la cible de la Fed au cours du premier trimestre 2017, et même si ceci est essentiellement lié à un effet de base en provenance des matières premières, c'est suffisant pour modifier l'environnement de taux notamment. **Rappelons qu'il ne faut pas confondre anticipations d'inflation liées à des pressions reflationnistes avec des anticipations d'inflation liées à des perspectives de (plus) forte inflation.** Nous sommes clairement dans le premier cas de figure. La raison pour laquelle les anticipations d'inflation (et les taux longs) progressent est clairement identifiée : il s'agit du *repricing* de la croissance, lié essentiellement au recours aux politiques budgétaires (relance de certaines dépenses publiques) et fiscales (hausse du revenu réel disponible). Même si le cycle de croissance américain s'essouffle depuis quelques mois, un recours prononcé à ces politiques peut permettre une extension du cycle actuel et une hausse du taux d'intérêt naturel (taux d'intérêt qui équilibre épargne et investissement quand la croissance est à son potentiel).

Thème # 5. Marchés obligataires, encore « dysfonctionnels » mais sensibles à la nouvelle situation américaine

Nous assistons à une hausse dans un premier temps des taux longs américains. Plusieurs raisons à cela : réévaluation du *policy-mix* (plus favorable à la croissance), *repricing* de la croissance, *repricing* des anticipations d'inflation, *repricing* de la politique monétaire... tout cela plaide en faveur d'une appréciation du dollar, mais aussi d'une remontée des taux longs américains, au moins dans un premier temps. Nous misons pour une extension du cycle économique actuel (en bout de course), et non sur un nouveau cycle d'expansion. Autrement dit, **mi-2017, le marché obligataire américain devrait redevenir attractif pour les investisseurs basés en euro.**

L'impact de la hausse des taux américains sur les taux longs européens ne doit pas être négligé. Miser sur un élargissement des *spreads* entre États-Unis et Europe, sur l'ensemble de la courbe des taux semble toutefois raisonnable à ce stade. **Les rendements obligataires européens (souverains et corporates) sont entrés en territoire négatif en 2016.** La remontée des taux longs aux États-Unis a toutefois changé la donne : si, en septembre, plus de 50 % de l'univers de crédit européen (souverains, quasi-souverains, corporates et financières) livraient des taux négatifs, ce pourcentage est tombé, fin d'année, à moins de 25 %. L'augmentation des taux européens à long terme peut provenir de 8 sources principales :

- I. Une reprise significative des perspectives de croissance,
- II. Un renversement des politiques de taux d'intérêt,
- III. La fin des QE,
- IV. Une reprise de l'inflation,
- V. Un renversement des politiques budgétaires et fiscales,
- VI. Une hausse des *spreads* (santé des banques, solvabilité sur dettes publiques, hausse des primes de risque...),
- VII. Un renversement de positions excessives (à, la baisse des taux),
- VIII. Une hausse des rendements des obligations américaines et une corrélation élevée avec les taux américains.

Où en sommes-nous maintenant ? Dans le cas de l'Europe, les trois premières ne se concrétisent pas (encore) et la quatrième n'est pas encore une préoccupation. Le cinquième prend forme, mais pas en Europe, aux États-Unis seulement... et il aura un impact sur les quatre premiers. Le débat actuel sur les politiques fiscales et fiscales est crucial pour les taux d'intérêt. Le sixième (situation politique notamment) et le septième (portefeuilles positionnés pour des niveaux de taux bas pendant longtemps) doivent être étroitement surveillés. Seul le huitième est actuellement hautement crédible, et avec les facteurs évoqués ci-dessus, il pousse les taux à la hausse.

“

Ne pas confondre anticipations d'inflation liées à des pressions reflationnistes avec des anticipations d'inflation liées à des perspectives de (plus) forte inflation

”

“

Mi-2017, le marché obligataire américain devrait redevenir attractif pour les investisseurs basés en euro

”

“

L'impact de la hausse des taux américains sur les taux longs européens ne doit pas être négligé

”

“

Les marchés obligataires européens sont devenus dysfonctionnels, comme un baromètre qui fournit des mesures inexactes

”

Janvier 2017

Les marchés obligataires européens sont devenus dysfonctionnels, comme un baromètre qui fournit des mesures inexactes : une liquidité plus faible qu'auparavant, une volatilité artificiellement basse, des niveaux de taux artificiellement bas. Autrement dit, des risques (hausse vs. baisse) totalement asymétriques. Les marchés obligataires européens sont également à la merci de la politique de QE de la BCE. L'abandon du QE se traduirait par une hausse des taux des bunds de l'ordre de 150pb (l'écart actuel entre les taux courants et le taux d'équilibre hors QE) et une remontée des taux de 250 à 350pb dans les pays périphériques, où les taux feraient plus que doubler ! Une véritable situation de crise financière...

Mentionnons pour finir le regain d'intérêt pour les obligations indexées sur inflation. La configuration actuelle plaide pour cette classe d'actifs, et ce depuis quelques mois déjà. Voilà une classe d'actifs longtemps négligée, très fortement sous-pondérée dans les portefeuilles internationaux, et à valorisation par conséquent attractive. À cela vient s'ajouter la remontée des prix des matières premières, pétrole en tête, qui a un impact particulièrement prononcé pour les obligations réelles à durée courte. Un instrument de *macro-hedging* contre la remontée des indices de prix, et un instrument également attractif en termes de valorisation.

Thème # 6. Les actifs risqués favorisés par le *repricing* de la croissance américaine, au moins dans un premier temps

Durant la période de *repricing* de la croissance US, de son taux d'inflation, de son *policy-mix*, de sa politique monétaire, avantage aux actifs risqués américains (actions et obligations corporate) et au dollar US. Attention toutefois : les entreprises américaines ont fortement eu recours au *releveraging* depuis deux ans (endettement au plus haut) et sont désormais sensibles aux hausses des taux. La santé financière des entreprises européennes est meilleure de ce point de vue là. Nous restons prudents sur les segments les moins bien notés du segment HY US. Sur le marché euro, la poursuite du CSPP est un facteur de soutien important du marché crédit euro. Nos modèles montrent que les *spreads* moyens des obligations non financières IG éligibles au CSPP sont devenus peu attractifs au regard des valeurs d'équilibre. Les titres financiers continuent d'offrir une valorisation attractive.

En 2016 et encore en ce début d'année, les investisseurs achètent des obligations pour l'appréciation du capital et les actions pour le revenu... ce n'est pas une tendance habituelle et généralement pas durable. Nous identifions quatre scénarios possibles pour les actions américaines.

- **Scénario 1.** Un scénario plutôt positif (reflation) : les taux à long terme remontent, mais les bénéfices des sociétés se redressent également. Les actions « value » surperforment dans de telles conditions, en particulier les banques. La zone euro et le Japon devraient en profiter.
- **Scénario 2.** Un autre scénario assez positif (fluctuation) : les bénéfices ne se redressent pas réellement, mais les taux d'intérêt à long terme restent bas. Les actions *quality* surperforment. Les marchés émergents et américains seront plus performants que les autres.
- **Scénario 3.** Le scénario le plus « positif » (pré-bulle) : les taux d'intérêt à long terme restent bas tandis que les bénéfices commencent à remonter. Cette situation serait propice à la formation de bulles, poussant les stocks de croissance à la surperformance. Les marchés émergents seraient les plus avantagés dans un tel scénario. Prochaine étape (post-bulle) un problème.
- **Scénario 4.** Un scénario négatif (rechute) : les taux à long terme se redressent mais pas les profits. Adopter une attitude défensive dans un tel cas de figure. Le marché américain fera mieux que les autres marchés développés et émergents, et le dollar (devise contra-cyclique) apportera une surperformance supplémentaire.

Ces quatre scénarios favorisent un positionnement radicalement différent. Les probabilités pour chaque scénario sont assez semblables selon l'horizon en question, mais il est possible que la situation se déplace temporairement à travers le scénario 1 (reflation) avant de reprendre le chemin vers les scénarios 2 (fluctuation) ou 3 (bulle) voire même 4 (rechute), un peu plus tard.



Obligations indexées sur inflation : un instrument de *macro-hedging* contre la remontée des indices de prix, et un instrument également attractif en termes de valorisation



Durant la période *repricing* de la croissance US, de son taux d'inflation, de son *policy-mix*, de sa politique monétaire, avantage aux actifs risqués américains (actions et obligations corporate) et au dollar US



Janvier 2017

Thème # 7. Chine: des risques et des enjeux importants, mais une situation encore maîtrisée

Pas de hard landing en Chine. Certains économistes attendent un atterrissage en catastrophe de la Chine... depuis 15 ans! Il n'y a pas eu d'atterrissage forcé, mais le modèle d'affaires de la Chine a changé au cours de la dernière décennie. Rappelons que la croissance n'est pas aussi axée sur les exportations qu'auparavant, et que la demande intérieure est devenue le moteur principal de la croissance. Cela donne à la croissance un caractère plus équilibré, et plus favorable pour la stabilité financière mondiale, mais cette transition (encore en cours) ne se traduit pas un recours excessif au crédit (plus de la moitié de la hausse de la dette d'entreprises du monde émergent a eu lieu en Chine), la dette privée a fortement progressé, la compétitivité industrielle s'est érodée et les gains de productivité sont en baisse. Autrement dit, la croissance potentielle a fortement baissé (10 % il y a 15 ans, autour de 5 % actuellement). La question n'est pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible. C'est déjà une donnée... Il s'agit plutôt de savoir si la croissance peut aller bien en deçà de son potentiel actuel. En d'autres termes, la Chine va-t-elle subir une crise économique à grande échelle? Les indicateurs les plus récents ont permis de réduire ce risque, la croissance annualisée du PIB se stabilisant autour de 6,7 % au cours des trois derniers trimestres. L'introduction de droits de douane de 45 % (une mesure qui fait partie du programme de D. Trump candidat) serait propice à l'initiation d'une spirale fortement négative pour la Chine... et pour la stabilité financière (ce n'est pas notre scénario). Un atterrissage forcé/des craintes d'atterrissage forcé auraient un impact très négatif et ses effets en cascade seraient particulièrement désastreux :

- I. Vulnérabilité des systèmes bancaires,
- II. Vulnérabilité du système financier international,
- III. Vulnérabilité de la dette privée de la Chine,
- IV. Impact sur les matières premières et les pays émergents,
- V. Impact sur les devises des pays exportateurs de matières premières (pays avancés et pays EMG)...
- VI. La Fed cesserait de « resserrer », tandis que la BCE poursuivrait/accélérerait son QE.

L'ouverture du compte en capital représente indubitablement l'enjeu majeur de la Chine pour les années à venir. La Chine ouvre son compte de capital étape par étape. Pas de « big bang » comme avaient pu le faire certains pays scandinaves au milieu des années 80, et c'est une sage décision au regard des différentes expériences passées. Encore un long chemin à parcourir... en raison des conséquences majeures sur la politique monétaire, sur les flux de capitaux... Une libéralisation du compte en capital fait peser des contraintes sur les politiques économiques menées. Elle se traduit invariablement par :

- I. Une politique monétaire moins indépendante,
- II. Un régime de change plus flexible, flottant (ou quasi flottant),
- III. Un rôle plus important des acteurs internationaux dans la fixation des prix des actifs,
- IV. Une transparence nécessaire des indicateurs économiques, des entreprises détenues par l'État, des politiques monétaires, budgétaire et de change,
- V. L'indépendance des instituts de statistiques...

La Chine ouvre également la voie à une internationalisation du RMB. Encore un long chemin à parcourir en raison de la position ultra – dominante du dollar américain. Il faut rappeler que le Japon n'a jamais réussi à élever sa devise au rang international. De cette expérience, la Chine peut tirer quelques enseignements clairs :

- I. La libéralisation des marchés financiers constitue un prérequis pour internationaliser une devise ;



Un atterrissage forcé/des craintes d'atterrissage forcé auraient un impact très négatif et ses effets en cascade seraient particulièrement désastreux



L'ouverture du compte en capital est inévitable, et elle représente indubitablement l'enjeu majeur de la Chine pour les années à venir



La stabilité relative du renminbi en Asie est également un prérequis pour que la devise soit utilisée et acceptée sur le plan international et puisse servir de substitut au dollar américain



Janvier 2017

- II. L'économie doit absolument inspirer confiance ;
- III. Les marchés domestiques doivent attirer à la fois les investisseurs et les établissements financiers étrangers pour que le besoin d'utiliser la devise s'accroisse ;
- IV. Le pouvoir de négociation dans la devise de facturation des échanges commerciaux aide à imposer une devise au rang international ;
- V. Les centres financiers domestiques doivent rayonner au niveau régional ;
- VI. La stabilité relative du renminbi en Asie est également un prérequis pour que la devise soit utilisée et acceptée sur le plan international et puisse servir de substitut au dollar américain.

Le poids du yuan ne va cesser de progresser. Sur ce plan également, le chemin est encore bien long pour le renminbi, mais les progrès sont visibles néanmoins, à tel point que de nombreux fonds souverains et banques centrales ont diversifié leurs avoirs en faveur du renminbi (tant pour leurs réserves que leurs investissements) ou ont l'intention de le faire. C'est le cas des banques centrales d'Australie, d'Autriche, du Brésil, d'Indonésie, de Malaisie, de Corée, de Thaïlande, du Pakistan, d'Afrique du Sud, du Venezuela, du Nigeria, de Hong Kong et de Macao. La Reserve Bank of Australia (l'Australie est un partenaire commercial important de la Chine) investit environ 5 % de ses actifs en devises étrangères en titres chinois libellés en renminbi. Le ministère des Finances du Japon, le Kuwait Investment Authority et la Banque mondiale détiennent également des obligations libellées en renminbi. Les résultats de nos recherches montrent clairement que le RMB fait déjà office de devise d'ancrage pour les monnaies de certains pays émergents et que son influence va bien au-delà de sa région d'origine. À noter également que le RMB va nécessairement voir sa part augmenter dans les réserves de change détenues par les banques centrales étrangères du fait de son inclusion dans les droits de tirage spéciaux (DTS) en octobre 2016. Certaines projections concluent que d'ici 2020-2025, 30 % des échanges de la Chine devraient être libellés en RMB (20 % actuellement) et que la devise deviendrait par conséquent la quatrième plus grande devise de paiement au monde. Les échanges quotidiens en renminbi devraient dépasser les 500 milliards de dollars (trois fois leur niveau actuel). Le marché offshore des obligations libellées en RMB (dim sum) atteindrait lui aussi 500 milliards de dollars (contre 90 milliards de dollars en 2013). La Chine représenterait 30 % de la capitalisation boursière mondiale (plus que les États-Unis) et 20 % des marchés obligataires mondiaux (soit la part actuelle des marchés de la zone euro). Mais pour cela, des préalables sont nécessaires, sur le régime de change du RMB, sur le contrôle des capitaux... et cela n'est pas aussi simple qu'il y paraît.

Il n'y aura pas de dévaluation brutale du yuan, mais la mise en œuvre d'une politique protectionniste sévère aux États-Unis serait fatale, la Chine devenant incapable de poursuivre la politique de change actuelle (gestion d'une dépréciation graduelle et ordonnée du RMB). Un risque très faible, mais avec un préjudice potentiellement très important, car le principal défi de la Chine est maintenant d'ouvrir son compte de capital. Attirer les investisseurs internationaux signifie accepter une politique monétaire moins indépendante, un taux de change plus volatil, des règles différentes entre les marchés onshore et offshore, des flux de capitaux plus volatils, des marchés moins facilement administrés (plus dépendants des investisseurs internationaux), une plus grande transparence sur l'état des entreprises, et plus précisément, les entreprises publiques... Une dévaluation surprise serait le début d'une guerre des devises plus intense, surtout en Asie. Les politiques monétaires deviendraient extrêmement accommodantes pour empêcher l'appréciation des devises. Prévoir une appréciation de l'euro (les devises EMG représentent plus de 70 % de son taux effectif) et un impact négatif sur l'économie européenne.

Thème # 8. Marchés émergents : vers un retour en fanfare au second semestre ?

Les marchés émergents gardent leur attractivité, compte tenu de leurs atouts actuels :



D'ici 2020-2025, 30 % des échanges de la Chine devraient être libellés en RMB, la Chine représentera 30 % de la capitalisation boursière mondiale (plus que les États-Unis) et 20 % des marchés obligataires mondiaux (soit la part actuelle des marchés de la zone euro)



Il n'y aura pas de dévaluation brutale du yuan, mais la mise en œuvre d'une politique protectionniste sévère aux États-Unis serait fatale, la Chine devenant incapable (et non désireuse) de poursuivre la politique de change actuelle



Janvier 2017

- I. La dette EMG représente pour les investisseurs, et notamment européens, une oasis de *spreads* dans un désert de titres à taux faibles/négatifs ;
- II. Bon nombre de devises EMG sont bon marché, avec une sous-évaluation importante dans certains cas ;
- III. Les régimes de change sont flexibles, un atout pour les économies EMG. La dépréciation des monnaies a évité une forte dévaluation interne (récession/dépression) et favorise des recouvrements plus forts par rapport aux épisodes de crises passés ;
- IV. La dette en USD est beaucoup plus faible que dans le passé, et la sensibilité de la dette à une appréciation du billet vert est devenue bien moindre ;
- V. Les fondamentaux des marchés émergents sont nettement plus sains aujourd'hui qu'en 2013, lorsque la Fed avait annoncé la réduction puis l'abandon de son programme d'achats d'actifs (*Fed tapering*)... La forte dépendance des pays émergents à l'égard des flux entrants pour financer le déficit de la balance courante a diminué. Les marchés émergents, y compris les « 5 Fragiles », affichent des balances de paiement bien plus saines ;
- VI. En 2013, le marché n'était en rien préparé aux commentaires qui ont entouré la diminution de l'assouplissement quantitatif par la Fed. À l'aube de 2017, les futures hausses des taux de la Fed sont déjà très largement intégrées dans les prix et les discussions au sujet de la baisse des achats d'actifs de la BCE et de la BoJ sont déjà omniprésentes, de même que le débat général sur l'inefficacité des politiques monétaires à leur niveau actuel. Même si l'argument de la complaisance de marché peut prêter à discussion, nous pensons que le choc d'un resserrement des politiques monétaires des marchés développés ne serait pas aussi lourd qu'il l'a été en 2013 ;
- VII. Au cours des trois années qui ont précédé 2013, les afflux de capitaux vers les actifs émergents avaient atteint des niveaux sans précédent et des rendements très élevés. Les marchés étaient lourdement surpondérés émergents. À l'opposé, les flux entrants ont été quasiment inexistantes au cours des trois années qui ont précédé 2016, les rendements ont été très négatifs sur la dette locale et globalement inchangés sur la dette en devise dure. Ainsi, les facteurs techniques sous-jacents sont largement plus sains à la veille de 2017 qu'en 2013.

Au total, nous pensons que la dette émergente pourrait s'avérer étonnamment résistante. Pour les marchés émergents, on peut distinguer deux scénarios distincts : soit le nouveau gouvernement américain provoque déficits et récession, ce qui sera extrêmement dommageable pour l'aversion au risque, la volatilité et les actifs risqués comme les émergents. Soit le nouveau gouvernement est capable de « booster » les anticipations de croissance, ce qui ira de pair avec une résurgence de quelques anticipations d'inflation, une remontée des taux longs et des taux de la Fed.

Dans un premier temps mitigé pour les émergents, ce scénario de plus forte croissance devrait leur être favorable, et les facteurs techniques, fondamentaux et atouts de valorisation développés ci-dessus reviendront au premier plan.

En somme, ce n'est pas parce que les taux remontent que les marchés émergents souffrent. La raison pour laquelle ils montent est bien plus importante. Si cette hausse est motivée par une remontée des anticipations de croissance, les marchés émergents en profiteront. C'est le scénario auquel nous croyons, au moins pour 2017.

Thème # 9. Marchés des changes, la « variable d'ajustement » de 2017 ?

En l'absence de mouvements de taux d'intérêt, miser sur des fluctuations de change. Ce sont les politiques budgétaires et fiscales qui vont être amendées, États-Unis en tête. Cela aura des conséquences sur les



Ce n'est pas parce que les taux remontent que les marchés émergents souffrent. La raison pour laquelle ils montent est bien plus importante



Si la hausse des taux est motivée par une remontée des anticipations de croissance, les marchés émergents en profiteront



En l'absence de mouvements de taux d'intérêt, miser sur des fluctuations de change

Janvier 2017

anticipations de croissance d'inflation, et sur les cours de change. Garder un biais haussier dollar US à court terme. Miser sur une reprise significative des devises émergentes à moyen terme. Miser sur une dépréciation de l'euro contre USD dans un premier temps, et du cours de l'euro effectif au cours du second semestre 2017.

2017 s'ouvre avec des *misalignments* de change encore conséquents. Beaucoup de fluctuations en 2016, mais les ajustements ne sont pas encore terminés... le RUB, le BRL, le MXN sont notoirement sous-évalués à l'heure actuelle au regard de nos modèles d'équilibre de change (BEER et FEER). Miser sur une appréciation de ces devises en 2017.

Le cas de l'euro est intéressant : des fondamentaux meilleurs qu'il y a deux ou trois ans, mais avec encore des fragilités bien identifiées, une situation politique parfois complexe, mais **des excédents courants conséquents qui font office de parachute à la devise européenne depuis plusieurs années déjà.** Une appréciation de l'euro semble difficile au regard de la situation actuelle, mais miser sur une forte dépréciation ne nous semble pas non plus crédible. La faiblesse de l'euro, si elle intervient, proviendra plutôt de l'appréciation des devises émergentes, ce qui serait par ailleurs un atout considérable pour l'économie européenne et son marché d'actions, tous deux sensibles au cours de change.

Thème # 10. Situation politique en Europe et Brexit, des dossiers complexes et cruciaux pour les marchés financiers

Nous assistons à la montée du populisme un peu partout en Europe... et ailleurs : des partis le plus souvent *anti-establishment*, favorables à une plus grande lutte contre la corruption, en colère contre la progression des inégalités sociales (« la grande divergence »), hostiles envers les réformes des systèmes de santé, de retraite et du marché de l'emploi, parfois favorables à la montée du protectionnisme, promouvant des thèmes anti-européens, des thèmes protectionnistes/sécuritaires...). **Les partis d'extrême droite progressent dans les pays du noyau dur de l'Europe tandis que ce sont les partis d'extrême gauche qui progressent dans les pays périphériques. Or 2017 est une année électorale cruciale en Europe :** France (avril – mai), Allemagne (automne), élections générales en Italie en février 2018 au plus tard... Pas de risque majeur en France (on peut même miser sur un couple franco-allemand solide en cas d'élections Fillon – Merkel), mais le risque est plus grand en Italie avec le risque de voir le parti « 5 étoiles » parvenir au pouvoir (parti *anti-establishment*, mais divisé sur l'Europe). Un gouvernement technique a été nommé, avec parmi ses objectifs, une refonte de la loi électorale... à quelques mois d'élections générales. L'autre sujet de préoccupation concerne le Royaume-Uni et sa décision de sortir de l'Union européenne.

Le dossier « **Brexit** » devrait **démarrer techniquement** au T1 2017. Les États européens s'engagent pour un long processus de négociations, de 2 ans ou moins si accord, 2 ans ou plus en l'absence d'accord... sauf si un seul pays souhaite stopper les négociations après 2 ans. En substance, le RU souhaite cinq choses : pas de droits de douane entre UE et RU, renouer avec une politique commerciale indépendante, avoir une politique d'immigration indépendante, bénéficier de l'accès total au marché unique (biens et services), et cesser de contribuer au budget de l'Union. Le RU n'obtiendra pas cela : aucun pays ne l'a obtenu jusqu'à présent, pas plus la Suisse (absence de droits de douane et politique commerciale indépendante, mais pas de politique d'immigration indépendante, pas d'accès au marché unique pour les services, et contribution au budget de l'Union) que la Norvège (absence de droits de douane et accès au marché unique (biens et services), mais pas de politique commerciale indépendante, pas de politique d'immigration indépendante et contribution au budget de l'Union). Le RU sera sans doute traité au regard de ce qui a déjà été négocié avec d'autres pays, seule façon en outre de négocier un accord rapidement.

Thème # 11. Géopolitique et immigration, des facteurs récurrents, durables et dé-structurants

Les risques géopolitiques sont devenus récurrents, et ils doivent être intégrés systématiquement dans les constructions de portefeuille et les



2017 s'ouvre avec des *misalignments* de change encore conséquents”



2017 est une année électorale cruciale en Europe”



Brexit : le RU n'obtiendra pas ce qu'il désire”



Les tensions internationales se traduisent par des flux migratoires (migrants + réfugiés) sans précédent, représentant l'un des grands enjeux des années à venir pour bon nombre de pays”

Janvier 2017

stratégies de *macro-hedging*. **Les tensions internationales se traduisent par des flux migratoires (migrants + réfugiés) sans précédent, représentant l'un des grands enjeux des années à venir pour bon nombre de pays.**

Des enjeux évidemment politiques, mais aussi économiques (impact sur le marché de l'emploi, impact sur la croissance potentielle (des pays d'accueil et des pays de départ), impact sur les grands équilibres budgétaires...) et sociaux (intégration rapide des migrants, cohésion de sociétés...). Hormis les réfugiés, **les mouvements de population vont par ailleurs s'amplifier**, et l'ONU estime que 80 % de la croissance démographique des pays d'accueil seront directement liés à ces flux de migrants. D'ici à 2050, les pays qui recevront plus de 100 000 migrants par an seront les États-Unis, le Canada, le Royaume Uni, l'Allemagne, l'Australie, la Russie et l'Italie. Ces migrants viendront d'Inde, du Bangladesh, de la Chine, du Pakistan et du Mexique.

Thème # 12. Les stratégies de *macro-hedging* restent prioritaires

Concevoir/préparer/mettre en place des stratégies de *macro-hedging* est nécessaire car les facteurs de risque extrêmes identifiés (Chine, taux longs, récession, crise politique en Europe...) sont tous générateurs de crise majeure. Il convient de rappeler que durant les deux années passées, nous avons eu des alertes sur chacun de ces thèmes : en 2016, la Chine a changé son régime de change et gère la dépréciation graduelle du yuan, le Brexit a montré les faiblesses du RU mais aussi de l'Europe (pas de plan B, pour le premier, pas de cohésion forte pour la seconde). En 2015, les premières alertes se sont déjà manifestées (crise européenne, Fed, Chine, yuan, marchés émergents, prix des matières premières, liquidité, volatilité), les prix des matières premières ont chuté, la faible liquidité de certains marchés (réputés liquides) a fait l'objet de nombreux commentaires... Bref, des risques déjà bien identifiés, et le fait que des probabilités faibles leur soient associées ne doit pas rassurer. Les probabilités d'occurrence sont toujours difficiles à quantifier, mais ce n'est pas le point le plus important : les conséquences de ces scénarios de risque sont tellement grandes que l'allocation d'actifs ou les activités de *macro-hedging* doivent en tenir compte. Parmi les instruments traditionnels de *macro-hedging* : long vol (l'habitat naturel des crises financières), long or (le seul actif à s'être apprécié lors des différentes phases de crise ou de récession... ou d'inflation, et le seul actif qui ne représente aucune dette envers qui que ce soit, État ou entreprises), long USD (car le dollar est une devise contracyclique : il s'apprécie quand les actions mondiales baissent).

Allocation d'actifs : comment elle va (vraisemblablement) évoluer en 2017 ?

Notre allocation d'actifs a assez nettement évolué en cours d'année 2016, compte tenu des événements majeurs – et non anticipés – comme le référendum britannique et les élections américaines.

En début d'année, notre allocation d'actifs était initialement la suivante : long obligations d'entreprises vs souverains, long périphérie vs cœur, long souverains euro vs US, short banques et financières, long graduellement en obligations indexées sur inflation, long actions Euro vs US, long « qualité » aux US, long « value » en Europe, long actions vs obligations d'entreprises, long actions EMG, long dette locale EMG, long devises EMG, mais aussi long immobilier et long dette privée (dans un souci de recherche de rendement dans l'univers de taux bas). En matière de change, nous avons passé l'essentiel de l'année globalement long USD et short GBP.

Suite aux élections américaines, nous avons procédé à la réduction du risque global et modifié certaines expositions. Le *repricing* de la croissance US, le « repricing » de la Fed, le *repricing* des anticipations d'inflation, le « repricing » du *policy mix* (moins de politique monétaire, plus de politique budgétaire, fiscale et commerciale), les débats à venir sur droits de douane, immigration... tout cela donnait un avantage aux États-Unis et incitait à une plus grande prudence envers les EMG... Notre allocation d'actifs est rapidement devenue la suivante :



Concevoir/préparer/mettre en place des stratégies de *macro-hedging* est nécessaire car les facteurs de risque extrêmes identifiés (Chine, taux longs, récession, crise politique en Europe...) sont tous potentiellement générateurs de crise majeure



Notre allocation d'actifs a assez nettement évolué en cours d'année 2016



Avantage aux États-Unis



Janvier 2017

TAUX

- Long obligations d'entreprises vs souverains en Europe mais allocation de risque réduite (situation politique tendue)
- Long périphérie vs cœur avec prudence sur l'Italie
- Short souverain US
- Long souverains euro vs US
- Long banques et financières avec prudence sur l'Italie
- Long obligations d'entreprises US vs Europe (avec toutefois une réserve: la sensibilité des entreprises US (releveragées) aux hausses de taux en cours)
- Conserver les positions longues en obligations indexées sur inflation

ACTIONS

- Long actions US vs Europe
- Long Cycliques, « Qualité », facteurs domestiques, Small et Mid cap aux États-Unis
- Long « value » (et dans une moindre mesure cycliques) en Europe
- Long actions vs souverains

ÉMERGENTS

- Neutre à short sur actions EMG (très forte sélectivité)
- Long dette EMG hard currencies vs local debt
- Short dette EMG (dette locale et dette hard currencies) dans un premier temps
- Short devises EMG
- Long Russie (sortie de récession, perspectives de levée des sanctions américaines, devise sous-évaluée...)
- Short Chine

Autres (certains segments favorisés par programme Trump)

- Long immobilier
- Long dette privée, plus particulièrement Long dette infrastructure (appelée à être boostée par programme Trump)

FX

- Long USD: quelle que soit l'issue des débats avec le Congrès, les débats préalables devenaient porteurs pour le dollar et les actions américaines, et favorables à la hausse des taux longs.

“
Les EMG ont encore
beaucoup d'atouts
”

Que va devenir notre allocation d'actifs en 2017 ?

Notre cible repose sur plusieurs hypothèses clef :

- **Les hausses de taux longs américains ne dureront pas : il nous semble que nous vivons un épisode de changement de bande de fluctuation et non un changement de régime.** L'écart de taux avec l'Europe ou le Japon notamment, ou encore les primes de terme devraient bientôt redonner de l'intérêt aux obligations gouvernementales américaines.
- **La Fed ne sera pas agressive dans ses hausses de taux** (nous ne serons toujours pas dans un cycle de normalisation monétaire, fort différent de ce que la Fed avait mené en 1995 ou en 2004). Elle va profiter de la situation actuelle (« repricing » de la croissance, de la politique économique et des anticipations d'inflation) pour reconstituer des marges de manœuvre, mais les conditions réelles (croissance potentielle, endettement des entreprises, niveau réel de l'inflation...) ne devraient pas lui permettre de procéder de nombreux resserrements monétaires.
- **La croissance américaine va certes progresser au bénéfice d'une politique budgétaire et fiscale plus généreuse, mais elle n'ira pas vers un nouveau cycle de hausse.** Miser sur une extension du cycle actuel est raisonnable à ce stade... croire en un nouveau cycle de croissance ou en une amélioration de la croissance potentielle est pour l'heure excessif.
- **Les EMG ont encore beaucoup d'atouts.** (valorisation, devises sous-évaluées, sous-pondération dans les portefeuilles, flux de capitaux...) et nous escomptons une belle performance de ces marchés en 2017.

Janvier 2017

En conséquence, notre allocation-cible pour la deuxième partie de 2017 (voire même avant) est la suivante :

TAUX
<ul style="list-style-type: none"> • Long obligations d'entreprises vs souverains en Europe • Long périphérie vs cœur • Long souverain US vs souverains cœur euro • Long obligations d'entreprise Europe vs US
ACTIONS
<ul style="list-style-type: none"> • Long actions Europe vs US • Long « Qualité » aux US • Long « value » en Europe • Long actions euro vs souverains
ÉMERGENTS
<ul style="list-style-type: none"> • Long actions EMG • Long dette locale EMG • Long devises EMG (particulièrement vs euro et USD)
Autres (recherche de rendement et développement du marché)
<ul style="list-style-type: none"> • Long immobilier • Long dette privée (accélération du processus de désintermédiation, expansion du marché et des opportunités...)
FX
<ul style="list-style-type: none"> • Short GBP (entame des négociations entre UE et RU) • Neutre USD

“ De nombreux facteurs de risque ? ”

La poursuite de la remontée des taux longs américains, une dégradation des relations diplomatiques entre la Chine et les États-Unis, une intensification des risques et des tensions géopolitiques (Syrie, Turquie...), une dégradation de la situation politique européenne ou encore des négociations autour du Brexit qui se passent mal, sont autant de facteurs susceptibles de nous inciter à réviser notre cible... et à protéger ponctuellement nos portefeuilles.

> Stratégies de Macro Hedging

	Variation sur 1 mois	0	+	++	+++	
Long US Treasuries	→	□				<p>Les élections américaines ont livré leur verdict. L'élection de D. Trump représente un choc d'incertitude sur la politique économique, et notamment sur la politique budgétaire et fiscale. Le « repricing » de la croissance économique va de pair avec une hausse des taux (courts et longs), ainsi qu'une appréciation du dollar. Le stress post-Brexit est retombé, mais on sait que le Royaume Uni devrait activer l'article 50 avant la fin mars 2017. Les négociations à venir promettent d'être difficiles, et elles commenceront alors que le contexte politique européen devient délicat (élections dans de nombreux pays, dont la France et l'Allemagne). La décision de la BCE de poursuivre, amender ou stopper son QE sera d'une importance capitale.</p> <p>Nous conservons donc quelques stratégies de macro-hedging (voir tableau ci-contre).</p>
Long Bunds	→	□				
Long USD	→		□			
Long JPY	→	□				
Long volatilité	→		□			
Long cash USD	→		□			
Long Or	→		□			
Long US TIPS	→		□			

Le tableau ci-dessus prend en compte un horizon court, entre 1 et 3 mois. Les modifications (colonne 2) reflètent les vues exprimées lors de notre dernier comité d'investissement. Les lignes expriment notre aversion au risque et nos stratégies de macro hedging. Elles sont à mettre en relation avec les tableaux d'allocation d'actifs. Une vue négative en allocation d'actifs n'incitera pas à hedger, mais à ne pas investir. Une vue positive moyen terme mais négative court terme (transitoire) peut nous inciter à protéger le portefeuille sans remettre en question nos vues.

Janvier 2017

Allocation d'actifs: vues et convictions multi-classes

	Variation sur 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions/Govies	→						□	
Obligations corporates/Govies	→						□	
Actions/Obligations corporates	→					□		
Duration	→				□			
Corporate bonds	→					□		
Pétrole	→					□		
Or	→				□			
Cash EUR	→			□				
Cash USD	→					□		

Le tableau ci-dessus prend en compte un horizon entre 6 et 12 mois. Les modifications (colonne 2) reflètent les vues exprimées lors de notre dernier comité d'investissement. Les lignes expriment notre vue multi-classes d'actifs à horizon 6/12 mois. Les vues, variations de vues et les avis sur les classes d'actifs reflètent la direction attendue (+/-) et les forces de convictions (+/++/+++); elles sont indépendantes des contraintes et considérations relatives à la construction de portefeuille.

Allocation d'actifs: vues et convictions relatives par grande classe d'actifs

	Variation sur 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions	Actions US	→				□		
	Actions Japonaises	→				□		
	Actions Euro	→				□		
	Actions UK	→				□		
	Actions Pacifique excl. Japon	→				□		
	Actions Marchés émergents	→				□		
Obligations gouvernementales	US bonds, court	→		□				
	US bonds, long	→		□				
	Euro core, court	→			□			
	Euro core, long	→				□	□	
	Euro périphériques	→				□	□	
	UK bonds	→			□			
	Japanese bonds	→			□			
Obligations d'entreprises	IG US	→				□		
	HY US	→				□		
	IG EURO	→				□		
	Euro HY	→				□		
	Dette EMG devises « dures »	→				□		
	Dette locale EMG	→			□			
		→			□			
Change	USD	→				□		
	EUR	→				□		
	JPY	→				□		
	GBP	→				□		

Le tableau ci-dessus prend en compte un horizon entre 6 et 12 mois. Les modifications (colonne 2) reflètent les vues exprimées lors de notre dernier comité d'investissement. Les lignes expriment notre vue multi-classes d'actifs à horizon 6/12 mois. Les vues, variations de vues et les avis sur les classes d'actifs reflètent la direction attendue (+/-) et les forces de convictions (+/++/+++); elles sont indépendantes des contraintes et considérations relatives à la construction de portefeuille.

Type de portefeuille

> Portefeuilles d'actions

- Préférence pour les actions US vs zone euro
- Choix secteurs US :
 - Surpondéré : cycliques, financières, Small et Mid cap (thème domestique)
 - Sous-pondéré : thème commerce mondial
- Marchés émergents : prudence globalement. Au sein des pays émergents :
 - Surpondéré : Inde, Pérou, Philippines, Russie
 - Neutre : Indonésie, Brésil, Mexique
 - Sous-pondéré : Chine, Taïwan, Grèce, Turquie, Afrique du Sud
- Positions en devises EMG fortement réduites

> Portefeuilles obligataires

- Sous-exposition en obligations US
- Surpondération crédit Euro réduite. Augmentation de l'exposition en crédit US
- Long financières en Europe (en restant sélectif)
- Duration : globalement neutre/short, avec un biais short sur les segments à taux négatifs
- Court duration en USD, GBP et JPY
- Dettes émergentes :
 - Préférer la dette en devises dures (long USD)
 - Poche dette en monnaie locale fortement sous-pondérée
- Long USD vs EUR
- Long GBP vs EUR (tactique)
- Peu de positions longues en devises matières premières

> Portefeuilles diversifiés

- Réduction du risque global
- Positions longues « value » dans les pays développés
- Globalement positif sur les actions japonaises (hedgées en change)
- Peu de positions en devises EMG, en dette EMG et en actions EMG
- Garder la surpondération en obligations périphériques euro (hors Italie) par rapport au cœur
- Positions longues govies US (portage et macro-hedging) conservées
- Obligations d'entreprises : positif sur HY et IG, notamment aux US
- Vues positives sur les breakeven inflation toutes zones



Amundi Research Center
Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate
High Yield

Publications récentes

Working Papers

- **Portfolio optimisation in an uncertain world**
MARIELLE DE JONG — *Recherche Quantitative*
- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHO, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*
- **On the stationarity of dynamic conditional correlation models**
JEAN-DAVID FERMANIAN — *Professor of Finance & Statistics, CREST/ENSAE* — HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*
- **Asset Allocation under (one's own) Sovereign Default Risk**
DIDIER MAILLARD, *Professor – Cnam, Senior Advisor*

Discussion Papers Series

- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG*
- **The emergence of the Renminbi as an international currency: where do we stand now ?**
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique* — PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse* — MO JI — *Stratégie et Recherche Économique* — ÉRIC TAZÉ-BERNARD — *Conseil en allocation d'actifs*
- **Les perturbateurs endocriniens dans l'analyse ESG**
MARIE NAVARRE, AURÉLIE RENARD — *Analyse ESG*
- **IORP2: A New Regulatory Framework for Pensions**
MARIE BRIERE, LING-NI BOON — *Recherche, Stratégie et Analyse*

Spécial Focus

- **Les banques: le maillon faible de la reprise européenne**
VALENTINE AINOUCZ — *Stratégie et Recherche Économique* — YASMINE DE BRAY — *Analyse Actions*
- **Afrique du Sud: le contexte politique est-il responsable du ralentissement de la croissance ?**
KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique* — GWENDOLINE IBRE — *Stratégie et Recherche Économique*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*, MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 746262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images - ferrantraite