

Portefeuilles actions

L'analyse top down de la recherche Amundi

DEBORA DELBÒ, Stratégie Actions

ERIC MIJOT, Stratégie Actions

IBRA WANE, Stratégie Actions

Les marchés n'anticipent la fin de cycle que quelques mois à l'avance. Comme une récession américaine, donc globale, est peu probable en 2018, les marchés d'actions devraient encore pouvoir tirer leur épingle du jeu. Mais la hausse des marchés rime aussi avec une hausse du risque.

La cherté du marché américain peut-elle empêcher sa progression ?

Non, mais elle démontre la détérioration du couple rendement-risque

En relatif aux taux, la valorisation du marché américain n'est pas extrême. Toutefois l'assèchement de l'offre en matière de rendement a poussé les taux à des niveaux anormalement bas. Il est donc judicieux de comparer la valorisation des actions directement au niveau de l'inflation. C'est ce que permet de faire la « règle des 20 ». Chaque fois que le PER calculé sur les profits des 12 derniers mois passe au-dessus du ratio « 20-inflation », il est surévalué, ce qui est le cas aujourd'hui, comme en 1987 ou en 1996. Cette mesure est un bon indicateur de l'exubérance du marché, sachant que si 1987 avait débouché sur une chute brutale, 1996 a autorisé une poursuite de la hausse pendant encore plus de 3 ans.

La volatilité a-t-elle disparu ? Non, elle finira par remonter courant 2018.

La volatilité est une fonction retardée de la politique monétaire. Elle remonte généralement environ 2 ans après le retournement des taux directeurs à la hausse. Or la Fed a initié ce mouvement en décembre 2015. Cela s'explique via la liquidité. L'ajout de liquidité réduit la volatilité et inversement. Ainsi, même si les banques centrales procèdent avec prudence, l'argument de la liquidité, qui a porté les marchés depuis 2009, inverse désormais sa dynamique. Ce mouvement va s'intensifier courant 2018.

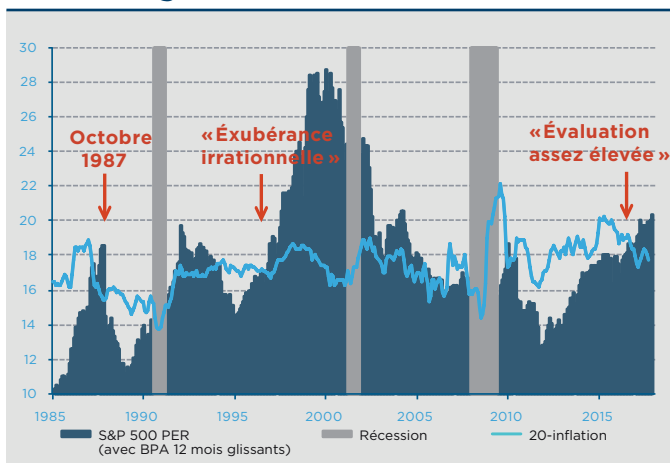
Les profits peuvent-ils continuer à soutenir les marchés ? Nous pensons que oui

La synchronisation de la croissance mondiale est incontestablement un facteur favorable. Aux États-Unis, à marges stables (hypothèse conservatrice), la croissance des profits serait proche de la croissance nominale du PIB, soit +4 %, à laquelle s'ajoutera la baisse des impôts, l'effet relatif des rachats d'actions et l'effet retardé de la faiblesse du dollar ; le consensus IBES d'une hausse de 11 % des profits est donc crédible. Ailleurs, une progression des marges est probable. En zone euro, le décalage avec les États-Unis est cette fois-ci de 22 mois. La hausse des taux longs, favorable aux banques, est un facteur clé de cette reprise. Au Japon, les marges, au plus haut depuis les années 1980, ne montrent pas non plus de signes d'affaiblissement. Enfin, la reprise des profits des pays émergents devrait se prolonger en 2018.

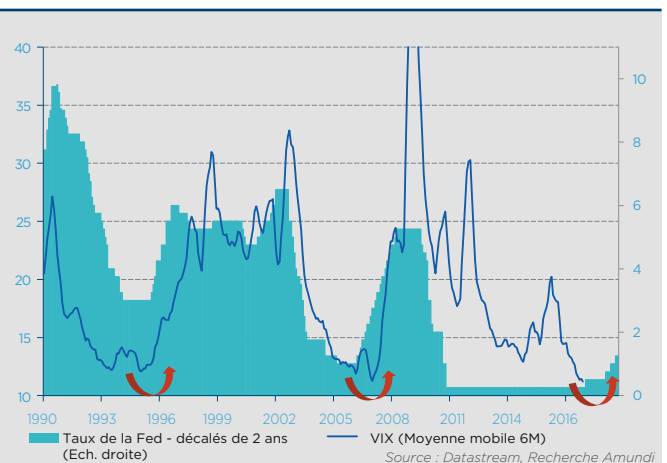
Dans ce contexte, que faire au niveau régional ?

Alors que le marché américain est cher et que le cycle est censé pouvoir durer au-delà de 2018, les autres marchés, moins chers, en retard et désormais synchronisés avec les États-Unis, sont plus attractifs. Compte tenu du beta élevé de ces marchés et de la maturité du cycle, il conviendra néanmoins de modérer ses paris ou d'envisager des couvertures.

1/ PER du S&P500 et la "Règle des 20"



2/ Taux de la Fed et volatilité



- **La zone euro** : amélioration des marges, repentification de la courbe des taux (ce qui favorise les banques), retour des flux (qui plaident en revanche pour une appréciation de l'euro) sont des éléments porteurs. Le risque politique (Catalogne) est moins systémique. Le Brexit reste bien sûr un événement destructeur, mais qui pèsera davantage sur les actifs britanniques qu'europeens.
- **Le Japon** : poursuite de la hausse des marges, amélioration de la gouvernance, flux (BoJ et fonds de pension) sont structurellement positifs. L'évolution du yen, très corrélée aux actions, restera cependant déterminante. Le succès électoral de M. Abe suggère une continuité de politique économique et monétaire, ce qui affaiblit le Yen. Mais un choc important de marché, s'il devait se produire, viendrait au contraire renforcer la devise nippone et peser sur les actions.
- **Les marchés émergents** profitent actuellement à plein de la synchronisation de la croissance mondiale, également favorable aux matières premières. Ce scénario, modérément positif pourrait être écorné par un dollar trop fort, une hausse des taux de la Fed trop marquée, la normalisation de son bilan ou une décélération de la croissance mondiale (et chinoise).

Quels thèmes pour 2018 ?

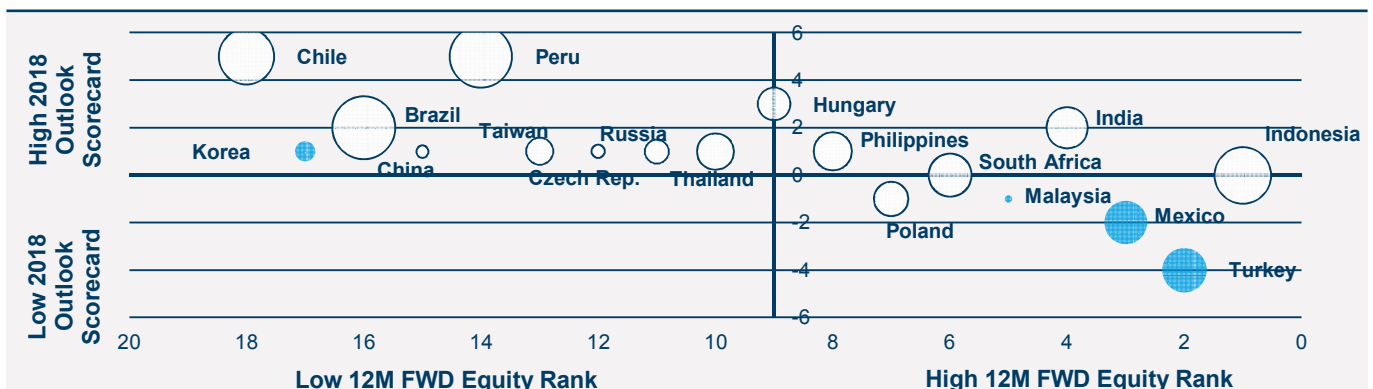
La maturité de la reprise économique invite à s'intéresser à 4 thèmes clés :

- **Reprise de l'inflation** : privilégier les entreprises avec du *pricing power* (par exemple les valeurs du luxe). Les financières pourraient aussi profiter de la hausse des taux longs qui arrive tardivement dans ce cycle.
- **Reprise de l'investissement ?** Resynchronisation de la croissance globale et reprise des profits plaident pour cette thématique. Mais la baisse de la croissance potentielle vient tempérer l'enthousiasme. Si on élargit la proposition, on peut considérer au minimum qu'il est trop tôt pour basculer sur une stratégie purement défensive.
- **S'intéresser à la qualité** : les valeurs de croissance sont très chères au niveau global, ce qui alimente la théorie de la bulle. Les valeurs de qualité, moins endettées et moins chères, sont certainement un bon compromis.
- **Attention à la liquidité** : sur les actions, cette thématique concerne essentiellement les petites valeurs. Certes leurs profits continuent d'être très bien orientés, jusqu'ici en Europe et au Japon. Dans le cas américain, la réforme fiscale à venir plaide vraiment pour ces valeurs plus domestiques. Mais la dimension pro-cyclique devrait finir par se heurter à la dimension liquidité.

Qu'en est-il des marchés émergents ?

- **L'Asie est la zone la plus attrayante pour 2018**, principalement l'Inde, l'Indonésie et les Philippines. Trois raisons à cela : 1) recherche de qualité, 2) convergence macroéconomique positive (croissance, inflation et liquidité), 3) faible vulnérabilité au sein des émergents et bons fondamentaux. Après une forte reprise en 2017, la valorisation du marché chinois s'est tendue, mais le processus de réformes en cours pourrait en améliorer la lecture. Les devises semblent surévaluées dans de nombreux pays asiatiques, ce qui justifie une stratégie de couverture.
- **Nous restons également positifs sur la zone EMEA** (surtout Turquie et Afrique du Sud), grâce à de bons fondamentaux et une croissance favorable. L'Afrique du Sud est attrayante (bénéfices solides et valorisation décente). La croissance y reste faible mais s'améliore, malgré une faiblesse sur le plan budgétaire. La Turquie est bon marché avec une rentabilité élevée et une croissance solide des bénéfices. Cependant, un ralentissement conjoncturel en 2018 nécessitera davantage de soutien budgétaire et monétaire et compliquera la tâche pour que l'inflation atteigne sa cible. La devise est attrayante à 12 mois.
- **Nous sommes plus prudents sur l'Amérique Latine**. La situation macroéconomique s'est améliorée au cours de cette année, mais la reprise du marché d'actions a rendu la région chère, à la seule exception du Mexique. On attendra une correction pour se positionner.

3/ Tableau de bord des marchés émergents



Le graphique présente le croisement entre le classement actions interne sur les 12 prochains mois et le tableau de bord interne des perspectives 2018. Les pays figurant dans la section en haut à droite sont les plus prometteurs. La variable économique « réformes en Chine » n'est pas incluse dans cette analyse. Les cercles représentent l'attractivité des taux de change : en blanc = baisse à 12 mois ; en bleu = hausse à 12 mois. Source : Recherche Amundi, tableau de bord des perspectives 2018 fondé sur différents indicateurs macroéconomiques (croissance du PIB, demande extérieure, secteur public, inflation, liquidité). Classement d'actions sur les 12 prochains mois fondé sur la hausse attendue à 12 mois (à partir de la juste valeur macroéconomique), les valorisations à moyen terme, les anticipations de croissance du ratio cours/bénéfices, la rentabilité, le positionnement et l'attrait à moyen terme des taux de change.

Stratégies d'investissement des CIO : Q&R

Marchés d'actions globaux

ROMAIN BOSCHER, Co-Directeur du Métier Actions

Q1 / Selon vous, quelle stratégie les investisseurs devraient-ils adopter en termes de positionnement et de budgétisation des risques en 2018 ?

Les niveaux de valorisation et la durée du marché haussier indiquent que les risques liés aux actions auront toutes les chances d'être plus élevés que les années précédentes. Toutefois, la croissance des bénéfiques continue d'accélérer, le resserrement monétaire des banques centrales est modeste et les afflux de capitaux plaident en faveur des actions. En conséquence, les bénéfiques mènent la danse et les flux pourraient continuer à faire gonfler les valorisations. En revanche, l'attitude des banques centrales pourrait déclencher un scénario plus défavorable si les taux d'intérêt enregistrent une hausse marquée. En d'autres termes, les perspectives susceptibles d'émerger sont à double tranchant : soit un scénario « conte de fées », soit la fin de celui-ci, selon la rapidité et l'intensité de la normalisation des politiques monétaires. Concernant l'importance des bénéfiques à ce stade, nous prêtons non seulement attention à leur croissance, mais également à la pérennité de cette croissance. Côté émetteurs, nous privilégions l'Europe et les marchés émergents qui combinent des perspectives de hausse du bénéfice par action (BPA) plus élevées et de meilleure qualité, qui sont davantage alimentées par l'augmentation des marges que par les rachats d'actions, comme le graphique ci-dessous l'indique. Mais s'agissant de la qualité et de la durabilité des bénéfiques, le Japon présente des arguments convaincants. Du point de vue sectoriel, nous prêtons attention à ces actions qui ont particulièrement bénéficié d'un environnement de taux toujours plus bas. Ces valeurs *bond proxy* (dont l'évolution en bourse est fortement corrélée à celle des taux d'intérêt) pourraient souffrir, au moins en termes relatifs, ce qui explique pourquoi notamment, nous recommandons aux investisseurs de privilégier la consommation discrétionnaire aux biens de consommation de base. Il pourrait également être judicieux de sous-pondérer les valeurs industrielles britanniques et américaines.

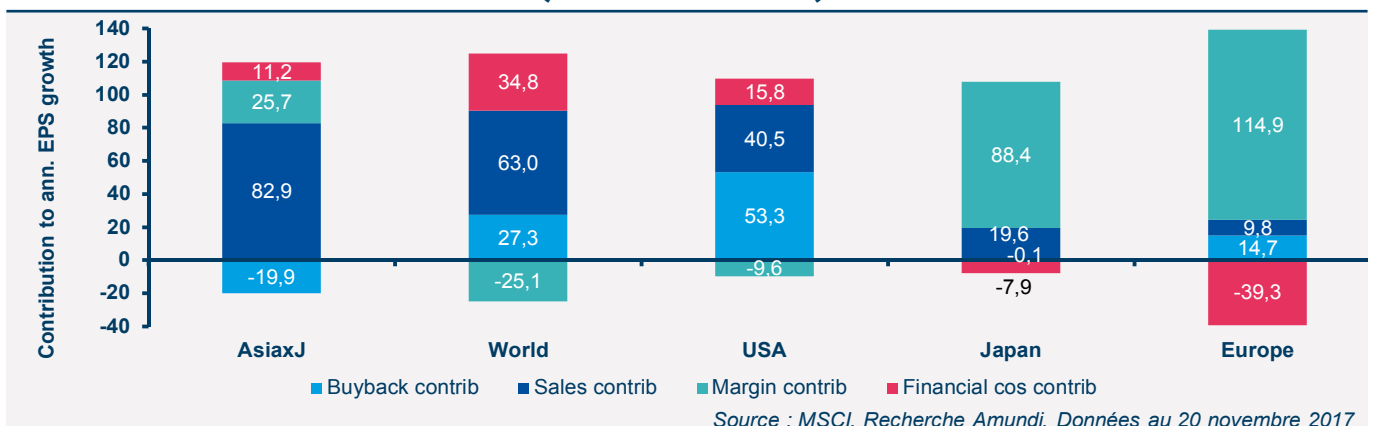
Q2 / Quels sont les principaux changements dans vos perspectives d'investissement 2018 en comparaison avec 2017 et pourquoi ?

Nous estimons qu'il est trop tard pour prendre le train en marche. En d'autres termes, les investisseurs devraient éviter les stratégies de momentum au profit des investissements axés sur la qualité et la valeur. Après avoir enregistré une sous-performance significative, mais pas massive, certaines actions à dividendes élevés pourraient tirer leur épingle du jeu dans un environnement plus chaotique.

Q3 / Quels sont les principaux sujets/événements à surveiller pendant l'année et pourquoi ?

Selon nous, les taux d'inflation américains, la politique des banques centrales (aux États-Unis, au Japon et en Europe) et les rendements obligataires américains à 10 ans seront de loin les facteurs les plus importants à surveiller en 2018. L'augmentation des taux courts et longs, associée à une légère pentification de la courbe, pourrait annoncer la normalisation du cycle 11 ans après la grande crise financière et déclencher une rotation importante sur les marchés actions. Une normalisation accélérée de l'inflation, notamment aux États-Unis, augmenterait la possibilité d'erreurs de la part des banques centrales, ce qui signifierait sans doute la fin de ce cycle de marché. Ce n'est pas le scénario que nous privilégions, mais c'est un risque à ne pas négliger.

1/ Régions MSCI : ventilation de la croissance du BPA (5 dernières années)



Q4 / Selon vous, quelles sont les principales opportunités et les principaux risques que les marchés n'ont pas anticipés pour l'année prochaine ?

En 2018, nous pourrions encore bénéficier de la croissance mondiale synchrone associée à une inflation faible. La hausse de la croissance nominale pourrait avoir un impact important sur les bénéfices, notamment si elle s'accompagne d'une expansion budgétaire modeste. Ce contexte serait favorable aux financières, aux titres sensibles à l'économie et aux plus petites capitalisations au détriment des actions de croissance à méga-capitalisation. Cela permettrait de combler les dernières anomalies de valorisation restant sur le marché.

Q5 / Quelle pourrait être la stratégie la plus appropriée pour atténuer les risques ?

Selon nous, le moyen le plus judicieux d'atténuer les risques du scénario décrit plus haut consisterait à miser sur les opportunités géographiques, à prêter une attention rigoureuse aux valorisations, à éviter les leviers financiers excessifs ainsi que les cadres de mauvaise gouvernance et à conserver quelques titres de bonne qualité, y compris après un rebond marqué.

Marchés d'actions européens

DIEGO FRANZIN, Co-Directeur du Métier Actions

Q1 / Selon vous, quelle stratégie les investisseurs devraient-ils adopter en termes de positionnement et de budgétisation des risques en 2018 ?

Selon nous, nous assisterons probablement en 2018 à l'ultime phase d'un des cycles les plus longs de ces 100 dernières années. En règle générale, ces périodes de consolidation s'accompagnent d'un ralentissement économique dans la mesure où les pressions inflationnistes et la hausse des taux d'intérêt impactent la croissance des salaires, l'investissement et au final, la rentabilité. Nous estimons que cette phase de fin de cycle, atypique, se caractérisera par : (i) un faible niveau d'inflation, en hausse en Europe, mais pas au point de contraindre la Banque centrale européenne à prendre des mesures énergiques ; (ii) une reprise des investissements afin de satisfaire la demande en hausse des consommateurs à l'intérieur et à l'extérieur de l'Europe et, plus important encore, (iii) la poursuite de la reprise des bénéfices qui a tant marqué l'année 2017. Les entreprises européennes devraient continuer de bénéficier du soutien du levier opérationnel qui s'est amélioré dans le sillage de la grande crise financière et de la crise de la dette souveraine et leur permettra de récolter les fruits d'une augmentation de la croissance des chiffres d'affaires.

Enfin, même si elles semblent avoir atteint leur point culminant en termes absolus, les valorisations sur le marché européen sont assez intéressantes du point de vue relatif, ce qui devrait fournir un élan supplémentaire à la classe d'actifs dans les mois à venir.

Q2 / Quels sont les principaux changements dans vos perspectives d'investissement 2018 en comparaison avec 2017 et pourquoi ?

En 2018, nous estimons que l'environnement de marché restera favorable aux actions européennes. La croissance bénéficiaire devrait être la première source fondamentale de performance aux côtés de facteurs extérieurs (événements macroéconomiques, élections politiques, changements de politique monétaire) susceptibles d'accroître la volatilité et donc, la rotation éventuelle du marché. Plus que jamais, il nous semble essentiel de maintenir une approche équilibrée de la construction de portefeuille qui évite les grands biais de style et se concentre autant que possible sur les opportunités d'investissement idiosyncratiques susceptibles de dégager une croissance bénéficiaire régulière et fiable à moyen terme, indépendamment de la phase du marché.

Les investisseurs devraient à tout le moins commencer de penser à construire leur portefeuille avec une « couverture » pouvant prendre différentes formes en fonction de la stratégie d'investissement choisie. La qualité et la pérennité des modèles d'activités feront, selon nous, office de protection naturelle pour les approches de sélection de titres et devraient être favorisées à ce stade du cycle. Pour d'autres stratégies, une dose de libre choix pourrait être appropriée. Ainsi, nos maîtres-mots pour 2018 sont « équilibre et protection » avec priorité aux opportunités offertes par chaque entreprise.

Q3 / Quels sont les principaux sujets/événements à surveiller pendant l'année et pourquoi ?

Comme nous l'avons dit précédemment, la croissance continue des bénéfices devrait rester le principal catalyseur de hausse du marché, et nous suivrons donc de très près les publications de résultats à venir. D'un point de vue plus macroéconomique, nous considérons que toute initiative des banques centrales concernant leur intention de mettre fin à la relance monétaire est susceptible d'influencer le sentiment du marché. Sur le front politique, la moindre avancée de l'administration américaine sur la réforme fiscale (qui pourrait avoir un impact sur les perspectives bénéficiaires des entreprises américaines) pourrait avoir des répercussions non seulement sur les marchés actions européens, mais également dans le reste du monde. Par ailleurs, 2017 aura été une année charnière dans le paysage politique européen, dans la mesure où le résultat positif aux présidentielles française et, plus récemment, aux

élections allemandes a repoussé le spectre du populisme. Ceci étant dit, l'Italie se rendra aux urnes en 2018, ce qui pourrait être source de volatilité à court terme, tandis que la situation actuelle en Espagne concernant l'indépendance de la Catalogne pourrait déclencher des accès de fébrilité. Enfin, le raffermissement de l'euro pourrait également soutenir les actions européennes, mais nous estimons qu'il pèsera davantage sur le sentiment que sur la capacité bénéficiaire effective.

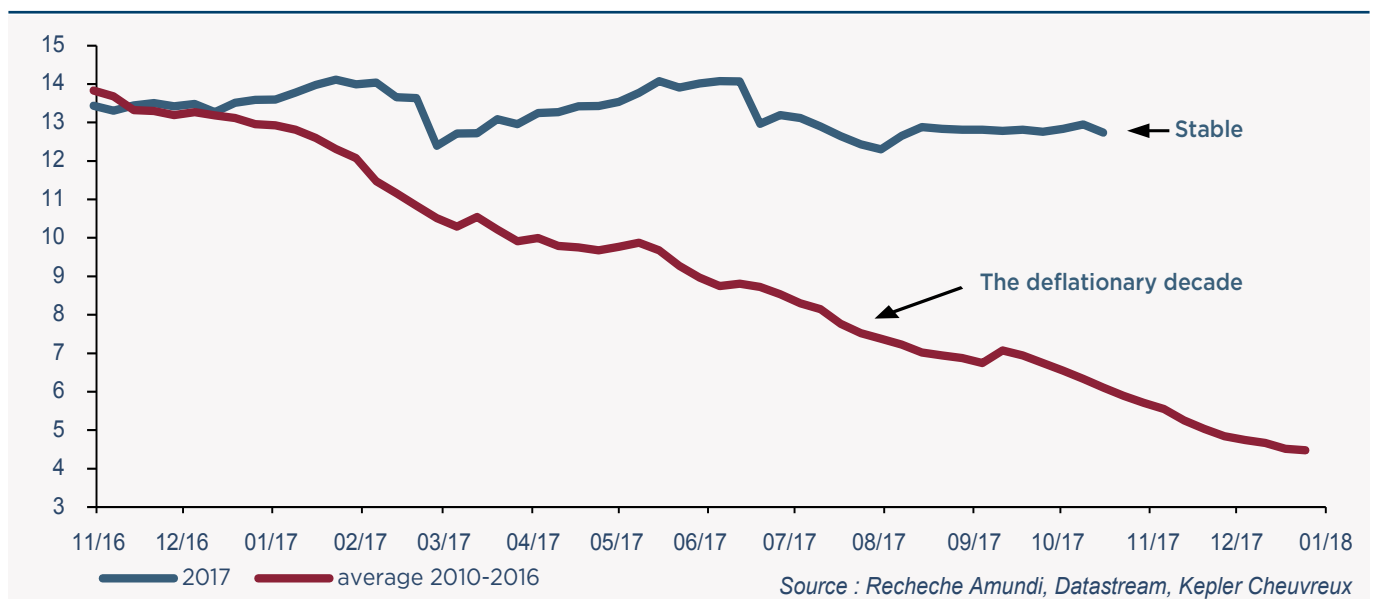
Q4 / Selon vous, quelles sont les principales opportunités et les principaux risques que le marché n'a pas anticipés pour l'année prochaine ?

Selon nous, des événements politiques et macroéconomiques imprévus au niveau mondial pourraient faire dérailler un marché autrement favorable aux actions européennes. La vigueur et l'étendue géographique de la reprise mondiale pourraient bien réserver quelques surprises aux investisseurs en actions, notamment ceux suffisamment rigoureux pour concentrer leurs allocations dans des secteurs qui bénéficieront d'un environnement de marché expansionniste. À ce niveau, les actions sous-évaluées pourraient offrir quelques opportunités intéressantes.

Q5 / Et quelle pourrait être la stratégie visant à atténuer les risques ?

Les principaux risques à garder à l'esprit sont associés à une hausse de la volatilité et à une diminution des corrélations, aussi bien entre les secteurs que sur le marché en général. Notre scénario central mise sur une performance positive de fin de cycle pour les marchés actions, toutefois, compte tenu du risque de rotations brutales, nous recommandons aux investisseurs de se concentrer sur des opportunités idiosyncratiques ou d'envisager de se couvrir contre le risque systémique.

1/ Croissance du BPA par an en glissement annuel (en %)



Marché d'actions japonais

ROMAIN BOSCHER, Co-Directeur du Métier Actions

Q1 / Selon vous, quelle stratégie les investisseurs devraient-ils adopter en termes de positionnement et de budgétisation des risques en 2018 ?

Les conditions macroéconomiques ne devraient pas changer significativement l'an prochain au Japon. Selon nous, la Banque du Japon n'a guère de marge de manœuvre pour renverser la vapeur. Les entreprises nippones devraient enregistrer une hausse de leurs bénéfices, mais les perspectives du consensus indiquent un ralentissement significatif, de 16 % en glissement annuel pour l'exercice fiscal 2017 à 7 % en glissement annuel pour l'exercice fiscal 2018 (nos prévisions sont conformes à celles du consensus), après avoir bénéficié de la reprise économique mondiale. Au niveau des secteurs, malgré des valorisations élevées, nos perspectives sont positives dans l'électronique, les semi-conducteurs et les machines industrielles à la faveur des progrès de l'Internet des objets et de l'impérieuse nécessité de remplacer la main-d'œuvre. Les systèmes avancés d'aide à la conduite (ADAS) offrent des opportunités croissantes dans ces secteurs, aux côtés des smartphones et des jeux. La tendance des véhicules électriques finira par entraîner une transition des

leaders du marché, de l'automobile vers l'électronique. De plus, de nombreuses entreprises ont naturellement commencé à investir dans l'automatisation pour accroître leur productivité (automatisation des chaînes d'assemblage et systèmes de caisses automatiques dans le commerce de détail), en réaction aux changements démographiques à l'œuvre au Japon.

Q2 / Quels sont les principaux changements dans vos perspectives d'investissement 2018 en comparaison avec 2017 et pourquoi ?

Le style de gestion pourrait progressivement s'orienter vers les actions sous-évaluées compte tenu de la décélération de la croissance bénéficiaire en 2018. Les investissements étrangers pourraient favoriser les grandes capitalisations dans la mesure où davantage d'allocataires d'actifs mondiaux reconstituent leur exposition au Japon après la confirmation de la stabilité politique de l'administration Abe.

Q3 / Quels sont les principaux sujets/événements à surveiller pendant l'année et pourquoi ?

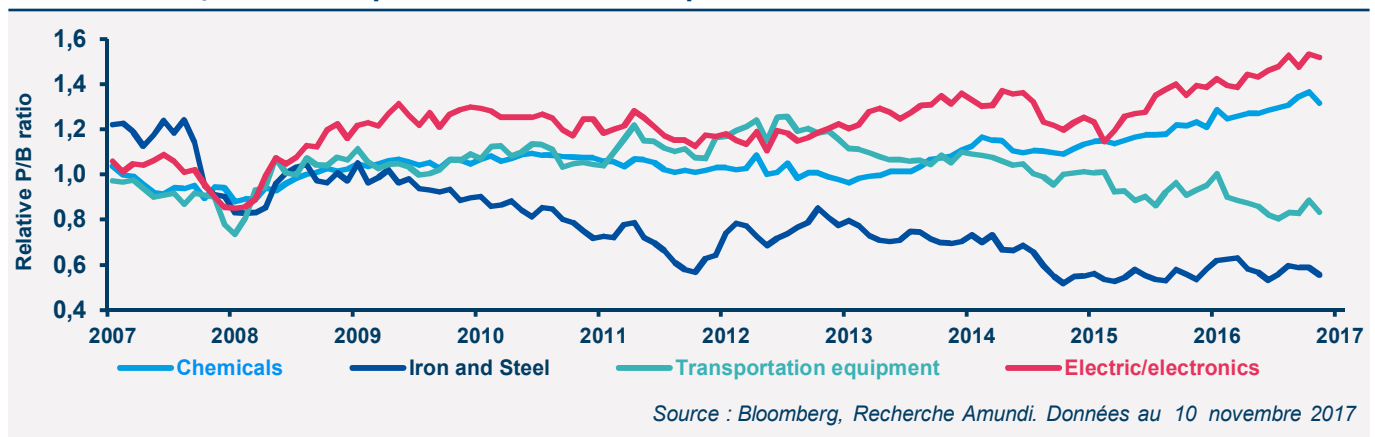
Nous voyons quatre grands thèmes à surveiller l'an prochain qui sont susceptibles d'influencer le marché :

1. La BOJ pourrait recalibrer la trajectoire de sa politique. Alors que la Fed et la BCE entament la réduction du bilan pour la première et le tapering pour la seconde, la BoJ pourrait subir des pressions politiques si le yen se dépréciait significativement dans la mesure où il maintient les politiques actuelles « QQE + YCC » (assouplissement quantitatif et qualitatif + contrôle de la courbe des taux). Selon nous, la BoJ a trois options : ancrer le rendement officiellement visé de la BoJ sur une échéance plus courte, réviser à la hausse l'objectif de la BoJ pour le rendement à 10 ans des obligations d'État japonaises ou réduire progressivement ses rachats d'actifs. Le recalibrage de politique mentionné ci-dessus aurait comme principale implication le soutien des banques.
2. La révision du code du travail pour répondre à la pénurie de main-d'œuvre dans le cadre de la réforme de la « manière de travailler ». Le passage aux emplois permanents pourrait entraîner la réduction de l'épargne de précaution, avec un possible impact positif sur les titres de consommation/en relation avec la demande intérieure.
3. Des arguments concernant une nouvelle hausse de la TVA (de 8 % à 10 %) pourraient être avancés. Malgré les déclarations du Premier Ministre Shinzo Abe avant les élections anticipées, une augmentation pourrait avoir un impact négatif prolongé sur la consommation et l'activité, et donc sur les titres de consommation.
4. La sensibilisation accrue à la thématique ESG (Environnement, Social, Gouvernance) pourrait influencer les décisions politiques. Il s'agit d'une tendance mondiale. Le marché commencerait à intégrer les éléments ESG dans les cours à mesure que les entreprises tentent d'intégrer des informations non financières dans leurs processus tout en répondant à la nécessité d'une transparence accrue. Cette situation offre le potentiel de créer des asymétries dans les revenus des entreprises, augmentant l'éventail de sélection et la gestion active.

Q4 / Selon vous, quelles sont les principales opportunités et les principaux risques que le marché n'a pas anticipés pour l'année prochaine ?

Un facteur positif pour le marché et qui n'est pas entièrement intégré dans les cours pourrait être le débat sur l'imposition des bénéfices non distribués, une question qui a été soulevée pendant la campagne électorale. Cela pourrait bien soutenir les dépenses d'investissement et la distribution des bénéfices aux actionnaires et/ou aux employés. En revanche, les marges pourraient fondre sous l'effet de l'explosion des coûts de l'énergie dans un contexte de risques géopolitiques croissants. Ce scénario pourrait se matérialiser si les cours du pétrole s'acheminaient vers le seuil de 70 dollars le baril. Pour atténuer le risque au cours de l'année, il sera essentiel d'appliquer une analyse fondamentale rigoureuse aux aspects financiers et non financiers, et de revoir en permanence la situation des entreprises cibles sur une base économique et bénéficiaire, et en relation avec la manière dont des scénarios alternatifs (positifs et négatifs) pourraient se dérouler.

1/ Migration du leadership : ratios cours/valeur comptable sectoriels et Topix



Marché d'actions américain

MARCO PIRONDINI, Directeur Actions, États-Unis

Q1 / Quelles sont les opportunités d'investissement les plus intéressantes en 2018 ?

Les actions sous-évaluées (ou « Value ») des grandes capitalisations américaines offrent selon nous le meilleur ratio de risque-rendement pour trois raisons :

- Les actions « Value » des grandes sociétés américaines sont plus exposées à la croissance cyclique que les actions de croissance. Le rebond persistant de l'économie américaine et de l'économie mondiale devrait profiter aux actions sous-évaluées aux dépens des actions de croissance.
- La réforme fiscale, si elle est adoptée, sera probablement à l'origine d'une accélération de la croissance économique, profitant ainsi au thème « Value ».
- Le thème « Value » sous-performe le thème de la croissance de plus de 16 % en 2017, les investisseurs privilégiant les titres à forte croissance tels que Netflix et Tesla aux actions sous-évaluées. Cette nette surperformance du thème de la croissance par rapport au thème « Value » ne devrait, selon nous, pas se poursuivre, surtout compte tenu du contexte favorable pour la plupart des secteurs et des actions sous-évalués.

Au sein de l'univers « Value », les financières seront particulièrement performantes car elles devraient bénéficier d'un environnement de relèvement des taux d'intérêt et de la faiblesse du défaut de crédit. Nous pensons en outre que les valeurs technologiques correctement valorisées sont attrayantes étant donné leur exposition à la fois à une économie en expansion et à des tendances de croissance séculaires sous-jacentes, telles que la transition vers l'informatique mobile. À l'inverse, nous sommes moins optimistes vis-à-vis des secteurs sensibles aux taux d'intérêt comme les biens de consommation de première nécessité, les REITS et les services aux collectivités.

Même si l'entrée en vigueur de la réforme fiscale est loin d'être certaine, celle-ci devrait, si elle était adoptée, fournir un coup de pouce supplémentaire à la croissance du PIB. L'allègement des impôts pour les entreprises et les ménages se traduira sans doute par une hausse des investissements et des dépenses privées, ce qui devrait profiter aux actions liées au cycle économique.

Bien que l'environnement soit favorable à l'investissement en actions américaines en 2018, cette perspective comporte des risques. Dans un premier temps, le risque que la Fed procède à des hausses de taux d'intérêt plus offensives que prévu si l'inflation repart à la hausse. Dans un deuxième temps, le risque d'incertitude sur le front de la politique publique et de la géopolitique.

Nous pensons qu'il est aujourd'hui particulièrement judicieux d'investir sur les marchés actions en adoptant une approche de gestion active visant à équilibrer le risque et le rendement.

Q2 / Quels principaux changements avez-vous apporté à vos perspectives d'investissement 2018 par rapport à celles de 2017 et pourquoi ?

Notre approche d'investissement de 2018 diffère essentiellement de celle de 2017 par l'accent que nous portons aux actions qui devraient, selon nous, profiter de la relance économique américaine. Bien que la croissance économique ait été solide en 2017, elle n'a pas été aussi robuste que certains l'imaginaient après les élections présidentielles de 2016. L'économie s'est néanmoins raffermie tout au long de l'année : la confiance des ménages est élevée, l'investissement des entreprises progresse et la productivité augmente. Nous pensons par conséquent que la croissance du PIB pourrait surprendre à la hausse en 2018, et qu'elle pourrait atteindre son plus haut niveau depuis plusieurs années.

Q3 / Quels principaux risques menacent le marché des actions en 2018 et pourquoi ?

Le principal risque pour les marchés actions réside dans l'incapacité du Congrès américain à adopter la réforme fiscale. En cas d'échec de la réforme, nous modifierions nos perspectives pour les actions en 2018. Nous craignons également que les taux d'intérêt soient relevés plus fortement que prévu du fait d'une hausse de l'inflation supérieure aux attentes. Avec un taux de chômage de 4,1 % en octobre, l'économie américaine semble en situation de quasi-plein emploi, si bien que tout nouveau raffermissement de la croissance pourrait entraîner une accélération de l'inflation. Cette situation pourrait entraîner un repli des marchés actions dans l'expectative d'une éventuelle contraction de la croissance économique en 2019. Parmi les autres risques figurent les risques géopolitiques et l'impasse politique à Washington DC.

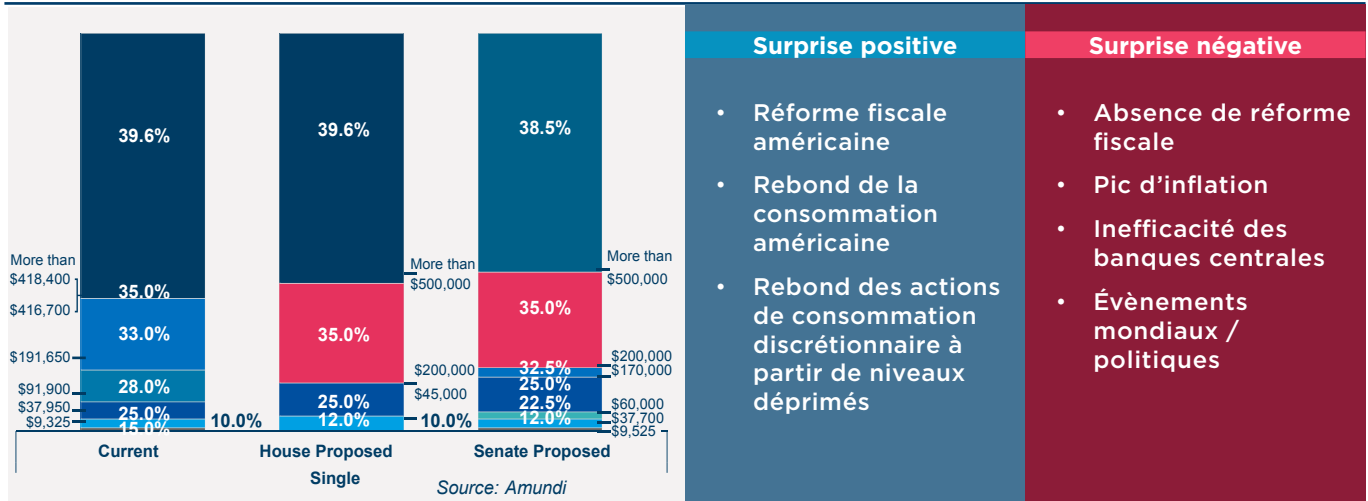
Q4 / Quelle est, à votre avis, la stratégie qui permettrait d'atténuer les risques ?

Il existe deux manières d'atténuer les risques. La première consiste à miser sur la qualité. Les investisseurs doivent se concentrer sur les entreprises affichant un rendement du capital élevé, des avantages concurrentiels durables et un faible niveau d'endettement par rapport à leurs homologues. La deuxième manière d'atténuer les risques passe par la construction du portefeuille, en définissant la taille des positions au niveau des titres, de l'industrie et du secteur afin de maximiser le rendement tout en limitant les risques. L'accélération des taux

d'intérêt étant le principal risque que nous anticipons, l'un des moyens de l'atténuer serait de surveiller de très près les secteurs sensibles aux taux d'intérêt.

1/ **Taux d'imposition effectif de l'indice MSCI USA par secteur: moyenne 2007-2016**

2/ **Éventuelles surprises à surveiller en 2018**



Marchés des actions des pays émergents

MAURO RATTO, Responsable des Marchés émergents

Q1 / **Comment, à votre avis, les investisseurs doivent-ils aborder l'environnement d'investissement en 2018, à la fois en termes de positionnement et de budgétisation des risques ?**

Bien que nous anticipions un ralentissement de la solide dynamique macroéconomique actuelle, nous maintenons des perspectives généralement positives sur les marchés émergents. Les conditions budgétaires et financières, à quelques exceptions près, sont relativement stables dans toutes les régions grâce aux réformes mises en œuvre ces trois ou quatre dernières années, et facilitées dans certains cas par l'embellie de la conjoncture mondiale. L'histoire de la reprise au Brésil en est un bon exemple, car ce pays continue d'offrir des opportunités attrayantes dans les secteurs exposés à la dynamique cyclique (les secteurs de l'énergie, de la consommation et de l'industrie). Sur une base sélective, la Russie constitue également une très belle opportunité. Nous avons salué l'amélioration des pratiques de gouvernance qui ont récemment permis à la plus grande banque du pays de relever ses ratios de distribution de dividendes. Cela pourrait profiter à l'ensemble du marché en termes de prime de risque sur les actions. D'éventuelles surprises pourraient surgir d'Afrique du Sud, en particulier concernant le nouveau leader qui viendra succéder au président Zuma. Ce nouveau leadership pourrait se traduire par une reprise économique portée par les réformes, similaire à celle observée au Brésil. On pourrait appliquer la même analyse au Mexique, où la situation politique est très floue.

La Chine semble à l'aise avec son nouveau modèle de croissance du PIB, qui repose sur une reprise de la croissance domestique alimentée par la consommation, et dans lequel le secteur de la nouvelle économie contribue fortement à la croissance globale. Un modèle amélioré d'entreprise détenue par l'État (SOE) a provisoirement été mis en place. Il a permis de gérer les déséquilibres entre l'offre et la demande dans des domaines clés tels que le secteur des matières premières. Ce nouveau modèle semble pouvoir s'accompagner d'un indice positif des prix à la production (IPP) en 2018, qui est un facteur clé de la transition. Un IPP en territoire positif est effectivement déterminant à la fois pour la rentabilité des entreprises chinoises et pour prévenir l'exportation de nouvelles pressions déflationnistes. Il est également très probable que des mesures restrictives visant à empêcher la formation de bulles seront mises en place dans le secteur de l'immobilier. Ces dernières devront faire l'objet d'une étroite surveillance, car ce secteur est vital pour l'économie et la confiance du marché. Le stock existant de propriétés invendues recule néanmoins sur des niveaux raisonnables: le repli des stocks dans les villes de 2^e et de 3^e catégorie atténuera les effets des mesures restrictives envisagées. Les valorisations foncières sont en effet tendues et l'euphorie des investisseurs est tout aussi préoccupante.

Pour la toute première fois depuis 2010, les marchés émergents affichent des hausses généralisées de leurs bénéfices, le BPA progressant à un rythme à deux chiffres plus proche de 15 % que des 10 % prévus en début

d'année. Cette performance est alimentée par plusieurs facteurs : une reprise dans les secteurs des matériaux et de l'énergie (la hausse des prix des matières premières étant tirée par l'offre et la demande), la pertinence croissante des valeurs technologiques grand public, qui continuent de croître rapidement (à hauteur de 40-50 %), et une nouvelle accélération du secteur industriel, portée par la reprise mondiale synchronisée. Ce scénario devrait se pérenniser en 2018, car nous n'anticipons aucun changement au niveau des perspectives macroéconomiques, ni au niveau politique. S'agissant des valorisations, les marchés émergents semblent toujours attrayants par rapport aux marchés développés, grâce à des valorisations supérieures à la moyenne représentant 12 à 14 fois les bénéfices, les secteurs « Value » de l'économie traditionnelle offrant les meilleures perspectives (valeurs financières, industrielles) dans des pays comme la Chine, le Brésil et le Nigeria. En excluant les valeurs technologiques/de consommation, la valorisation est encore plus attrayante un peu en deçà, ou, sur le niveau de 10x le BPA. Une croissance à un chiffre élevé ou à deux chiffres est attendue en 2018. Les flux se sont nettement améliorés depuis le milieu de l'année dernière, mais continuent d'être dominés par les ETF. La position dominante des ETF explique en partie la surperformance du style « croissance » et la portée limitée d'une réévaluation des stratégies « Value » (la tendance de la capitalisation boursière explique largement les rendements en 2017).

Nous entrevoyons des opportunités au Nigeria, où l'économie est repartie à la hausse grâce à la production de pétrole/la hausse des prix, aux réformes et à l'amélioration du régime de changes, ce qui a permis aux investisseurs de s'engager à nouveau dans le pays. Nous privilégions les banques de Tier 1, qui sont très bon marché par rapport à leur secteur (un ratio cours/valeur comptable de 0,6 pour une rentabilité des capitaux propres de 15-20 %). Nous apprécions les matériaux (le ciment/acier) en Chine grâce aux avantages induits par la réforme de l'offre et à une demande solide tirée par des projets d'infrastructures et un secteur immobilier solide.

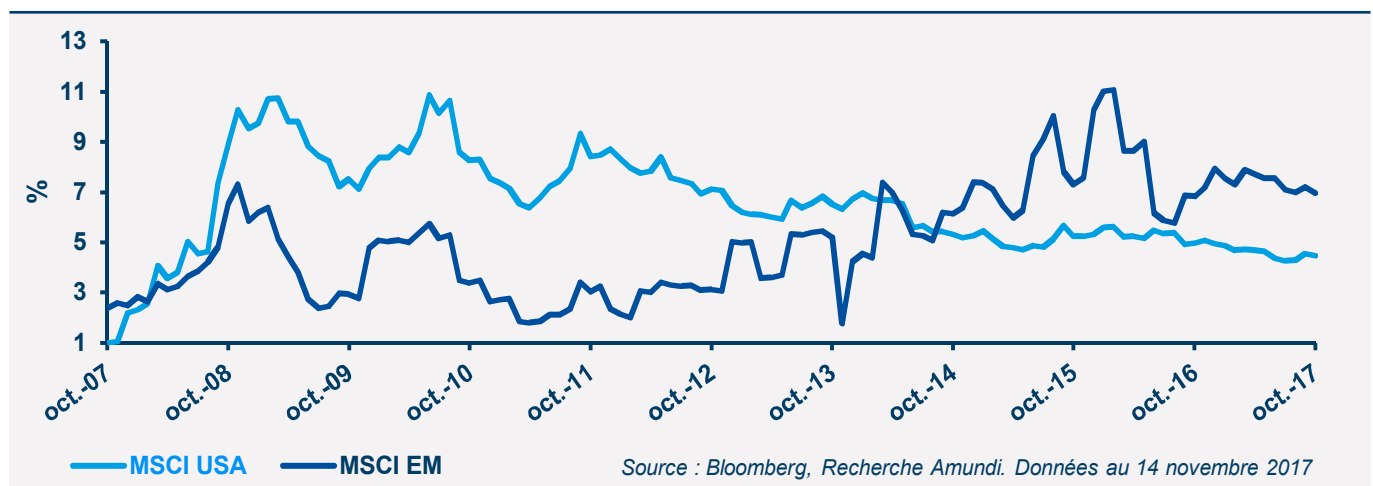
Q2 / Quels sont les principales problématiques/événements à surveiller au cours de l'année et pour quelles raisons ?

S'agissant de l'investissement au sein des marchés émergents, les facteurs externes à surveiller seront l'éventuelle réforme fiscale aux États-Unis et la normalisation des politiques monétaires non conventionnelles aux États-Unis et en Europe. Il est essentiel que les anticipations de réforme fiscale américaine se concrétisent pour soutenir l'idée de rebond mondial synchronisé. Dans un environnement de croissance, la normalisation monétaire entraînera une hausse des taux et une pentification des courbes de rendement, mais nous ne prévoyons pas d'élargissement important des spreads de crédit. En effet, le rebond de la croissance implique une amélioration des bilans, qui prévient ou retarde la hausse des taux de défaut. Si cette prédiction s'avère incorrecte, nous assisterons probablement à une correction significative à la fois des marchés actions et des produits de taux.

L'essentiel de la performance des actions émergentes s'explique depuis vingt ans par une croissance plus rapide du PIB des économies émergentes que de celui des économies développées. Nous nous attendons à ce que les actions des marchés émergents bénéficient de plus en plus de l'amélioration des conditions micro-économiques.

Nous avons tout particulièrement noté l'amélioration visible de la qualité des bénéfices en Asie. Il convient de noter que la performance des marchés asiatiques est portée par la croissance des bénéfices et non par l'expansion des multiples. La croissance des bénéfices est soutenue par une forte génération de flux de trésorerie libre (FCF), et pour la première fois en dix ans, le rendement du FCF est plus élevé en Asie qu'aux États-Unis. Nous nous attendons à ce que la croissance du BPA et l'amélioration de sa qualité (rendement FCF) constituent les principaux facteurs de rendement à la fois en termes absolus et relatifs. L'amélioration observée en matière de gouvernance en Corée du Sud, une fois qu'elle se sera propagée d'autres pays/régions, pourrait devenir la marque distinctive et la pierre angulaire du prochain rebond durable des pays émergents.

1/ Rendement du FCF libre américain par rapport à celui des ME



Q3 / Selon vous, quelles sont les plus grandes opportunités et les risques qui ne sont pas intégrés sur le marché pour la nouvelle année ?

Au-delà des risques géopolitiques anticipés, les politiques de la Fed et leurs implications sur le dollar américain constituent à nos yeux les principaux risques. Sur le plan géopolitique, nous craignons que la Corée du Nord demeure un risque sous-estimé, alors que la situation au Moyen-Orient est certainement une préoccupation plus immédiate. Les événements les plus récents au Liban constituent une sérieuse menace à l'équilibre précaire de la région. Le risque d'une guerre dans la région et les conséquences économiques ainsi que les répercussions des cours du pétrole sur le dollar américain pourraient perturber les fondements du scénario positif présenté jusqu'ici. En ce qui concerne les événements déjà intégrés, nous suivons de près l'issue des prochaines élections au Brésil et au Mexique. Selon notre scénario central, nous continuons de penser qu'un candidat favorable au marché sera le résultat le plus probable dans les deux pays. Nous suivons également de près la situation politique en Afrique du Sud, car les évolutions y sont cruciales pour les perspectives du pays et de ses entreprises.

Q4 / Quelle est, à votre avis, la stratégie qui permettrait d'atténuer les risques ?

Le portefeuille idéal tenant compte des convictions et des risques mis en évidence ci-dessus doit, à notre avis, combiner des titres ad hoc et de qualité dans lesquels tout cas d'investissement apporte autant que possible un risque idiosyncrasique¹. Cet effort de construction de portefeuille doit refléter un cadre macro-économique qui tient compte de tous les sujets abordés jusqu'ici. Nous pensons en ce sens que les investisseurs devraient favoriser les pays dont les fondamentaux sont solides et qui sont moins exposés à un raffermissement du dollar américain ou à une flambée des prix du pétrole. Notre scénario central plaide toujours en faveur d'un cours du pétrole stable sur ou près des niveaux actuels (50-60 USD/baril).

Q5 / Quels principaux changements avez-vous apportés à vos perspectives d'investissement 2018 par rapport à celles de 2017 et pourquoi ?

Selon nous, en 2018, la construction du portefeuille doit être établie en se reposant sur la fin du cycle. Les thèmes à jouer doivent être moins sensibles au levier opérationnel et financier. Conformément à ce dont nous avons parlé, il est important de miser sur certains des thèmes qui renforcent l'aspect qualité, avec un bon potentiel de croissance. La composante « G » d'une approche ESG (Environnement, Social et Gouvernance) pourrait ajouter une valeur significative, surtout à ce stade du cycle. En d'autres termes, nous pensons que les investisseurs devraient moins compter sur un scénario de « croissance » pure, tel que ce fut le cas récemment, et se concentrer davantage sur la qualité et les opportunités dissimulées. À la marge, les scénarios de « restructuration » peuvent également s'avérer intéressants. Dans l'ensemble, nous pensons que dans l'environnement de marché envisagé pour 2018 (moins directionnel, et où les opportunités de valeur relative doivent être exploitées pour générer de la valeur), il sera particulièrement important d'adopter une approche d'investissement intégrée combinant des vues macro- et micro-économiques « bottom-up ». Comprendre cela devrait aider les investisseurs à naviguer sur les thèmes macroéconomiques (mondiaux, régionaux et spécifiques au pays) et les facteurs propres au secteur/action afin de capter le potentiel de hausse sur le marché et de limiter le risque de baisse.

¹ Le risque idiosyncrasique est le risque associé à un investissement particulier du fait des caractéristiques uniques de cet investissement. Le risque idiosyncrasique peut être géré par la diversification au sein d'un portefeuille d'investissement.

Avertissement

Directeur de la publication: Pascal Blanqué

Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéficiaires) et autres. (www.msibarra.com).

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.

Société anonyme au capital de 1086262605 € - 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 - Marilyn Nieves