

Allocation d'actifs

Nos convictions

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Pas de changements majeurs sur le plan macroéconomique au cours du mois dernier, mais la confirmation de tendances déjà intégrées dans notre allocation d'actifs. Nous avons cependant retenu plusieurs éléments clés :

- **La croissance économique garde un rythme solide, dans la plupart des pays**, et elle reste tirée par la consommation domestique, mais avec cette fois-ci un léger mieux du côté de l'investissement (plutôt aux États-Unis, en zone euro et au Japon) et du commerce extérieur (essentiellement en Asie). Une attention particulière pour le Brésil et la Russie, deux pays que nous privilégions depuis quelque temps. Le mois dernier a conforté notre point de vue. Non seulement la sortie de récession se confirme au fil des mois pour ces deux pays, mais l'inflation cède du terrain, donnant des marges de manœuvre aux banques centrales pour soutenir encore davantage l'activité économique.
- **La Fed prépare de nouveau les marchés à une hausse des taux d'intérêt, très vraisemblablement en mars**. Elle resserrera sans doute sa politique monétaire deux fois en 2017, et pour la première fois depuis la crise financière, elle sera en ligne avec ses prévisions (les « dots »), non pas parce qu'elle accélère le rythme de hausses des taux, mais plus simplement parce qu'elle a fortement révisé ses ambitions (de hausses des taux). On est bien loin des phases de normalisation monétaire de février 1995 – février 1996 (300 pb en un an) ou de juin 2004 – juin 2006 (+425 pb en deux ans, soit +25 pb toutes les 6 semaines).
- **La situation politique aux États-Unis demeure le point d'attention majeur**, et on a pu constater ces dernières semaines un peu d'apaisement aux États-Unis, avec un Donald Trump, qui ne recherche plus la confrontation avec la Chine et le Japon notamment. On peut même penser que le président américain n'accusera plus la Chine de manipuler son cours de change, ce qui serait une avancée intéressante. Il faut dire que la forte appréciation du RMB, contre USD et en termes effectifs depuis un peu plus de 10 ans montre à quel point la critique de D. Trump a peu de sens. La faiblesse de la monnaie chinoise (la dépréciation accentuée par les craintes de droits de douane, les sorties de capital depuis deux ans, mois après mois, le renforcement des contrôles des capitaux en janvier dernier... tout cela va à l'encontre de ce que recherche l'administration américaine. **Trump va donc, avec une probabilité désormais extrêmement élevée, abandonner aussi bien les droits de douane que la proposition de taxe à l'importation** (« *border tax proposal* »). Cela ne nous surprend guère, car cela n'a jamais fait partie de notre scénario central. On sait par ailleurs qu'il sera difficile de mettre en place des mesures dégradant fortement les finances publiques, mais il est fort probable que les projets d'infrastructures et des mesures fiscales d'importance seront adoptés. La question réside dans leur ampleur. Seront annoncées d'ici deux à trois semaines des mesures fiscales qui pourraient bien s'avérer des « *game changer* ». Nous attendons en particulier une baisse de l'impôt sur les sociétés, qui devrait être ramené de 33 % à probablement 20 %. Une telle mesure serait plus que symbolique, et à plusieurs titres i) d'une part parce que les États-Unis ont un des taux d'imposition sur les profits des sociétés le plus élevé au monde, ii) d'autre part parce qu'une telle mesure aurait pour effet de faciliter et d'encourager le rapatriement des profits, et iii) parce que cela favorisera



La croissance économique garde un rythme solide, dans la plupart des pays, et elle reste tirée par la consommation domestique



La Fed prépare de nouveau les marchés à une hausse des taux d'intérêt, très vraisemblablement en mars



Seront annoncées d'ici deux à trois semaines des mesures fiscales qui pourraient bien s'avérer des « *game changer* »



Mars 2017

également le rapatriement de plans d'investissement sur le territoire américain. Compte tenu des tensions sur le marché de l'emploi, une telle mesure aurait sans doute des conséquences sur les anticipations de pressions – à la hausse – sur les salaires. Une baisse de la fiscalité sera bien évidemment bien mieux acceptée que des hausses de droits de douane: la première favorise la croissance domestique, tandis que les secondes briseraient encore davantage le commerce mondial (déjà en repli) et provoqueraient des risques de représailles de la part d'autres pays (un risque de dévaluation du RMB ?).

- **Si l'on a pu noter un peu d'apaisement aux États-Unis, ce n'est pas vraiment le cas de la situation politique en Europe.** Des tensions supplémentaires sont en effet apparues, des tensions principalement liées aux élections françaises. C'est peu de dire que la France est sous l'œil des projecteurs, et ce même si d'autres élections importantes ont lieu en zone euro. On sait désormais que les **élections générales italiennes** n'auront pas lieu avant le second semestre et que, compte tenu des reports de voix habituels (pas de volonté commune de rejeter les partis dits « extrémistes », le risque de voir le parti « 5 Étoiles » de Beppe Grillo gagner ces élections (comme cela fut le cas pour les villes de Rome et de Turin) est assez élevé. Rappelons toutefois, et c'est important, que si B. Grillo est ouvertement anti-européen, il n'y a pas consensus sur le sujet au sein même de son parti. Matteo Renzi, le précédent premier ministre, ayant tout récemment démissionné de la tête du parti PD, celui-ci doit se reconstruire avant les élections, ce qui ajoute de l'incertitude à cette échéance. En **Allemagne**, où les élections sont prévues à l'automne prochain, le CDU d'Angela Merkel et le SPD de Martin Schulz (l'ancien président du Parlement européen) sont largement en tête, et désormais, au coude à coude, avec 30 % des intentions de vote chacun (il y a deux mois à peine, le CDU récoltait 30 % des intentions de vote, et le SPD 20 %). Aucun risque sur le dossier européen, tant ces deux candidats y sont favorables. En ce qui concerne la **France**, le dossier est bien plus complexe pour au moins trois raisons: 1) les alliances sont en cours de finalisation: les verts (Y. Jadot) ont rejoint les socialistes (B. Hamon) et le centre droit MODEM (F. Bayrou) a rejoint le mouvement « En marche » d'E. Macron 2) la candidature de F. Fillon est devenue compliquée. Ceci modifierait sans doute de façon significative les sondages à venir. Enfin, 3) même si l'élection de Marine Le Pen (Front National) est peu probable compte tenu des reports de voix au second tour, l'obtention d'une majorité présidentielle lors des élections législatives apparaît incertaine. C'est peut-être actuellement le risque le plus important, celui de voir la situation politique bloquée après les élections générales (voir « le thème du mois », page 8).

Au total, nous conservons le positionnement de portefeuilles que nous avons exposé en détail le mois dernier (pour de plus amples informations, s'y référer), avec quelques ajouts :

- **Légère préférence pour les actions européennes** à ce stade, mais perspective d'un rebond aux États-Unis lors de l'annonce des mesures fiscales évoquées ci-dessus. À noter qu'en cas de difficultés politiques en Europe, le dollar s'appréciera davantage (un argument de macro-hedging à ne pas négliger).
- **Les taux longs européens** dépendent bien sûr des indicateurs d'activité économique (plutôt bons en ce moment, y compris en Europe) et d'inflation (plutôt légèrement à la hausse), mais ils dépendent essentiellement des développements sur la politique de D. Trump et des élections européennes en général, et françaises en particulier. Ce dernier facteur est dominant, et il incite à la prudence.
- **Surpondération actions vs obligations souveraines.** Notre optimisme revient doucement car les profits sont plutôt de retour, et le couple croissance plus solide – inflation plus forte n'est pas pour déplaire. L'Europe pourrait enfin tirer son épingle du jeu (euro,

“

France : le risque le plus important est celui de voir la situation politique bloquée après les élections générales

”

“

Réduction du risque envers les dettes de la périphérie de la zone euro et du semi-cœur (France, Pays-Bas notamment)

”

Mars 2017

dividend yield, valorisation, profits à venir, politique de dividende, taux d'équilibre plus bas qu'ailleurs...).

- **Surpondération obligations d'entreprises (notamment Investment Grade) vs. obligations souveraines.** À noter toutefois que les obligations américaines, compte tenu du *releveraging* des entreprises américains, sont plus vulnérables que leurs homologues européennes à toute hausse des taux.

- **Réduction du risque envers les dettes de la périphérie de la zone euro et du semi-cœur (France, Pays-Bas notamment).**

- **Attendre de meilleurs niveaux pour revenir sur le marché des US Treasuries.** Bien avoir en tête que les obligations souveraines américaines revêtent un intérêt particulier pour le portage qu'elles offrent, mais aussi pour les qualités naturelles de *macro-hedging* en cas de difficultés dans le monde émergent, ou en Europe.

- **Ne pas miser sur de fortes remontées de taux longs en zone euro, mais ne pas s'attendre à de meilleurs niveaux durables avant notamment l'échéance électorale française.**

- Jugées intéressantes pour leur valorisation extrêmement faible et leur énorme sous-pondération dans les portefeuilles, nous avons décidé de revenir sur les **obligations indexées sur inflation** au 1^{er} trimestre 2016 du fait des qualités de *macro-hedging* de cette classe d'actifs. Nous sommes désormais investis pour des raisons davantage liées à leurs propres fondamentaux, dont le cycle d'inflation et la meilleure tenue du prix du pétrole (pour les échéances courtes des obligations réelles).

- **Nous continuons de revenir graduellement vers les marchés émergents**, mais nous conservons encore une préférence pour la dette en devise dure vs la dette locale. À moyen terme, les marchés EMG conservent beaucoup d'atouts. Des valorisations attractives, des devises souvent sous-évaluées, des sous-pondérations importantes dans les portefeuilles, des flux de capitaux potentiellement élevés... tout cela justifie de rester positif.

- **Nous conservons notre position longue en USD.** La devise américaine devrait bénéficier à la fois de la décision de la Fed et des mesures fiscales annoncées prochainement.

- **Nous conservons une grande prudence envers le GBP.** Le Brexit représente un risque asymétrique et l'expression la plus naturelle et la plus simple du risque déclaré ou craint) se situe sur la devise. En revanche, le GBP représente un macro-hedge intéressant en cas de remous en zone euro. C'est cette qualité du GBP qui nous paraît la plus intéressante actuellement.

- **L'euro devrait conserver une volatilité plus élevée que d'habitude.** Les sondages et élections françaises faisant craindre l'élection d'un parti non européen sont de nature à affaiblir la devise européenne de façon conséquente et durable.

- **S'intéresser à des devises comme la SEK et la NOK redevient intéressant :** non seulement il s'agit de devises européennes hors UE ou UEM, mais en outre elles nous paraissent nettement sous-évaluées à ce stade, avec des politiques monétaires très (voire trop) accommodantes.

- **Les stratégies de macro-hedging sont également conservées.** Le contexte géopolitique mondial, les tensions diplomatiques entre les États-Unis et certains grands pays (Chine en tête) et le contexte politique en Europe justifient quelques mesures de protection. Les marchés des US Treasuries, la volatilité, le cash en USD et les obligations indexées sur inflation sont particulièrement intéressants de ce point de vue. Pour ceux qui miseraient sur des coups de semonce plus sérieux, avoir également des positions longues en or devient indispensable.

“

Ne pas miser sur de fortes remontées de taux longs en zone euro, mais ne pas s'attendre à de meilleurs niveaux durables avant notamment l'échéance électorale française

”

“

Retour graduel vers les marchés émergents

”

“

La position long USD est conservée

”

“

Euro : plutôt faible et volatil

”

“

SEK et NOK, actuellement de bonnes alternatives à l'euro

”

Mars 2017

Le tableau ci-dessous résume nos allocations d'actifs pour des portefeuilles-types obligataires, actions, et diversifiés.

Type de portefeuille		
> Portefeuilles d'actions	> Portefeuilles obligataires	> Portefeuilles diversifiés
<ul style="list-style-type: none"> • Préférence pour les actions zone euro vs US • Choix secteurs Europe <ul style="list-style-type: none"> - Surpondéré: Santé - Neutre: REITs - Sous-pondéré: Banques Grèce et Portugal • Choix secteurs US: <ul style="list-style-type: none"> - Surpondéré: cycliques, financières, Small et Mid cap (thème domestique) - Sous-pondéré: thème commerce mondial, utilities • Marchés émergents: prudence au niveau global. Au sein des pays émergents: <ul style="list-style-type: none"> - Surpondéré: Inde, Pérou, Philippines, Russie, Mexique - Sous-pondéré: Taïwan, Grèce, Turquie, Afrique du Sud, Corée - Neutre: Chine • Positions en devises EMG fortement réduites 	<ul style="list-style-type: none"> • Légère surpondération en actifs risqués • Sous-exposition en obligations gouvernementales US • Surpondération crédit Euro réduite • Surpondération en crédit US • Long financières en Europe (en restant sélectif) • Duration: globalement neutre/short, avec un biais <i>short</i> sur les segments a taux négatifs • Court duration en USD, GBP et JPY • Long en obligations réelles US et Euro • Dettes émergentes: <ul style="list-style-type: none"> - Préférer la dette en devises dures (long USD) - Poche dette en monnaie locale sous-pondérée • Long USD vs EUR et JPY • Peu de positions longues en devises matières premières 	<ul style="list-style-type: none"> • Positions longues « value » et financières en Europe • Globalement positif sur les actions japonaises (hedgées en change) • Peu de positions en devises EMG, en dette locale EMG (et en actions EMG) • Nette préférence pour dette EMG en devises dures • Garder la surpondération en obligations périphériques euro 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 <i>breakeven</i> 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*

Discussion Papers Series

- **Cycles et allocation d'actifs : les choix essentiels en matière de placement**
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique*
- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme ?**
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU — *Analyse ESG*
- **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*

Spécial Focus

- **Les banques : le maillon faible de la reprise européenne**
VALENTINE AINOZ — *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 - mfiatt / batdelfuego99 / aiblec