

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

Élections américaines, le yuan dans le DTS, politiques monétaires et budgétaires... : qu'est-ce qui change réellement ?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Le mois dernier, nous avons développé les questions clefs que se posent les intervenants de marché : le référendum italien, la situation politique en Espagne, les post-Brexit, les élections américaines, le resserrement – éventuel – de la politique monétaire américaine, les options qui se présentent pour la BCE... ces questions sont importantes, mais cela ne veut pas dire pour autant que les réponses sont toutes de nature à renverser les grandes tendances de marché. Certes, si la Fed resserre brutalement, si la BCE stoppe son programme d'achats de titres, si le référendum italien a comme issue la démission de M. Renzi... il y a fort à parier que l'impact de marché sera conséquent (voir notre section sur les facteurs de risque, page 10 et suivantes). Mais ce n'est pas notre scénario central. Sans mésestimer les risques, les événements mentionnés ci-dessus ne devraient pas être à l'origine d'un renversement de tendances. Que faut-il regarder de près dans les mois à venir ?

Politiques monétaires : que faire de plus ?

Cela fait maintenant de nombreuses années que les politiques rivalisent d'ingéniosité pour relancer la machine économique et restaurer la solvabilité d'agents économiques et d'États trop endettés. De nombreuses nouvelles mesures sont apparues (LTRO, TLTRO en zone euro, *quantitative easing* en Europe, États-Unis et Japon entre autres, *quantitative* et *qualitative easing* au Japon, achats massifs d'actifs en tous genres, y compris des actions dans certains cas...), mais rien n'y fait, même quand ces mesures vont de pair avec une forte dépréciation de la monnaie nationale : la croissance n'accélère pas, l'inflation ne repart pas, et le commerce mondial fléchit. Certes, on peut se réjouir de voir la croissance mondiale au-dessus de 3 % pour la 4^e année consécutive, mais on voit mal comment aller plus loin.

Si le **Japon** est l'élément de référence pour l'Europe, il y a de quoi s'inquiéter. La Banque du Japon a porté ses taux d'intérêt en territoire négatif, achète massivement les obligations d'États japonaises (elle est désormais la plus grande détentrice de JGB), elle a laissé la taille de son bilan s'envoler (plus de 80 % du PIB), et elle vient de franchir une nouvelle étape : le « *yield targeting* » (la cible de taux longs). Tout sera fait pour maintenir les taux longs à 0 %. L'ancrage des taux longs à un aussi bas niveau a certes des avantages, mais il entretient également, comme d'ailleurs les taux négatifs, un environnement déflationniste. Certes, la dette japonaise est détenue à plus de 95 % par des entités japonaises, BoJ en tête, mais sauf à croire que la banque centrale n'a pas de limite, il viendra bien un jour où la présence d'investisseurs internationaux sera nécessaire, et ce ne sont pas des taux négatifs ou nuls qui les inciteront à y investir (et à prendre en même temps un risque de change). La **BCE** n'en est pas là, mais les ressemblances sont parfois troublantes. Nous ne pensons pas que la BCE achètera des actions (pas assez d'impact sur la richesse des ménages) ou des dettes d'institutions financières (c'est contraire à sa logique actuelle, et cela pose des problèmes de « consanguinité », d'aléa moral), nous ne pensons pas non plus qu'elle abaissera de nouveau ses taux d'intérêt (c'est une mesure désormais contre-productive) ou modifiera la clef de répartition qui conditionne ses achats d'actifs (c'est certes facile à faire sur le plan technique, mais compliqué sur le plan politique), mais nous restons convaincus que le QE ne s'arrêtera pas en mars 2017. Ses vertus (et ses limites) sont connues, mais l'abandonner maintenant serait peu opportun. Cela enlèverait par ailleurs le filet de sécurité des obligations gouvernementales à la veille d'élections en Italie et autres pays. Il vaudrait mieux conserver un QE et sortir des taux négatifs... mais est-ce possible ?

L'essentiel

Les thèmes BREXIT, volatilité/stabilité financière, taux négatifs/coût du capital des banques, déglobalisation, élections américaines sont essentiels dans l'environnement de marché actuel et dans les considérations d'allocation d'actifs. Ils sont là pour nous rappeler si besoin est que la présence « musclée » des banques centrales sur les marchés financiers ne suffit pas à faire baisser la garde.

Sans sombrer dans le pessimisme le plus noir et renverser nos positions d'allocation d'actifs (qui ont remis du risque sur les classes d'actifs émergents, qui conservent une préférence pour les pays périphériques de la zone euro vs noyau dur, et la surpondération du crédit dans les portefeuilles obligataires), la prudence reste de mise. Pas de complaisance envers le risque, qui est en réalité bien supérieur à ce que les métriques habituelles semblent indiquer, notamment parce que les banques centrales tassent la volatilité : les élections américaines, le référendum italien, la situation politique espagnole, les débats en cours et à venir sur la poursuite (ou non) du QE de la BCE, l'attente du prochain FOMC de la Fed notamment... sont autant de facteurs qui rappellent à quel point la faiblesse de la volatilité est trompeuse, et à quel point il serait dangereux de sous-estimer le risque.

Avoir conscience du risque n'incite pas forcément à renverser des positions, notamment sur des marchés où la liquidité s'est réduite. Il serait alors bien difficile de réentrer sur ces marchés le moment venu. Nous ne voulons pas nous retrouver dans cette dernière situation, sauf à considérer que les événements à venir sont de nature à provoquer un complet renversement de tendance. Protéger et hedger nous semble plus avisé dans le contexte actuel.



La BCE au pied du mur ?



Quant à la **Fed**, elle annonce depuis deux ans des hausses de taux qu'elle ne parvient pas à livrer. Elle regarde sans aucun doute avec envie la situation de 2004-2006 qui lui avait permis, à 17 reprises, de relever ses taux d'intérêt et de créer des marges de manœuvre qu'elle avait utilisées de façon énergique en 2008, après la crise financière. Difficile cette fois de faire de même : le comportement de la Chine (été 2015 et janvier 2016), les reproches de certains grands pays émergents (Inde notamment) ou le fléchissement de l'activité économique américaine (qui atterrit graduellement vers son potentiel de croissance, lui-même revu à la baisse autour de 1,8 %) l'en ont empêchée. En cas de besoin, la Fed pourrait bien être amenée à utiliser une quatrième fois des mesures non conventionnelles (un QE4).

Autrement dit, au mieux les banques centrales sont en retard et « derrière la courbe » (c'est le cas de la Fed et de la BCE), au pire elles ont perdu la main et sont en situation de non-retour (BoJ). Mis à part les banques, les compagnies d'assurance-vie et les fonds de pension (ce qui est loin d'être négligeable), les marchés et les acteurs économiques apprécient l'environnement de taux bas alors qu'ils reflètent davantage l'impuissance des banques centrales que leur capacité à relancer la machine. Quand on sait que les marchés ont eu tendance à croire en la toute-puissance des banques centrales, il y a de quoi s'inquiéter.

Pour conclure, les politiques monétaires vont rester accommodantes, particulièrement en Europe (y compris Royaume-Uni), au Japon, et en Chine. Le Fed n'est toujours pas en mesure d'entamer un véritable cycle de resserrement monétaire, et une hausse des taux avant la fin de l'année n'est même plus certaine.

Le retour des politiques budgétaires... les États-Unis tireront-ils les premiers ?

Les politiques monétaires ont atteint leurs limites, c'est un fait. Sans politiques budgétaires (politiques de relance), politiques fiscales (baisse de la fiscalité) et politiques de revenus (hausse du salaire réel disponible), il est bien difficile de croire en une nette amélioration des conditions économiques et financières.

Le débat sur ces politiques évolue de façon significative depuis un peu plus d'un an. L'Europe a abandonné son dogme sur l'austérité budgétaire, et les États-Unis eux-mêmes, malgré une dette élevée, sont en passe de vivre une relance budgétaire de grande ampleur. C'est en tout cas un point commun (le seul ?) entre les programmes d'Hillary Clinton et de Donald Trump.

Il convient de rappeler que si les taux d'intérêt négatifs représentent une taxe sur l'épargne, les programmes de *quantitative easing* (et les taux négatifs) représentent une subvention à l'accumulation de dette. Si l'on veut rester optimiste, on notera qu'ils permettent aux États d'avoir des politiques budgétaires et fiscales plus proactives sans en avoir les inconvénients. En outre, comme les banques centrales ne peuvent pas tout assurer (des taux bas, une inflation sous contrôle, une reprise économique, des réformes...), il faut bien, dans cette période un peu particulière (baisse de la croissance potentielle, déclin de la globalisation et impact moindre des cours de change sur la croissance, baisse de la productivité, déclin démographique...) mettre en œuvre les instruments dont les États disposent, à savoir politique budgétaires, politiques fiscales et politiques de revenus. Sortir de la crise ne peut se faire que par la croissance, et la croissance ne peut être retrouvée sans aide additionnelle aux taux bas. Nous développerons tous ces thèmes (limites et dangers des politiques monétaires actuelles, perspectives de relances budgétaires...) dans notre prochaine édition, qui sera un numéro spécial « 2017... et au-delà ».

Pour conclure, il y a fort à parier que nous allons assister à des changements d'orientation de politiques budgétaires et fiscales, les États-Unis étant vraisemblablement les premiers à ouvrir véritablement la voie. Dans le cas de la zone euro, le maintien de taux bas et la poursuite du QE garantiraient sans doute que l'impact sur les taux longs (qui pourrait découler d'une politique budgétaire et fiscale plus agressive) serait limité. À suivre de près...

“
Les banques centrales
« derrière la courbe »
”

“
Sortir de la crise ne peut se
faire que par la croissance,
et la croissance ne peut
être retrouvée sans aide
additionnelle aux taux bas.
”

Le yuan dans le DTS: qu'est-ce que cela change réellement ?

Début octobre, le yuan est entré dans la composition du DTS. On sait que la Chine est en plein bouleversement, avec un changement de modèle économique (une croissance moins tirée par le commerce, et davantage équilibrée, tirée par la demande internet), un changement de régime de change, une ouverture du compte en capital en cours...

Ces changements sont tous très importants, mais nombreux sont ceux qui trouvent, notamment au sein des administrations américaines, que le rythme adopté par la Chine, est trop lent (ouverture du compte en capital, abolition du contrôle des capitaux) ou inapproprié (dépréciation du yuan). Donald Trump a mis en avant cela, menaçant même d'imposer des droits de douane de 40 % à la Chine!

Depuis le 1^{er} octobre, le yuan est donc une des composantes des Droits de Tirage Spéciaux (DTS). Créés en 1969 peu avant l'effondrement du système de l'étalon-or de Bretton Woods, les droits de tirage spéciaux (DTS) sont des réserves de change gérées par le Fonds monétaire international (FMI). Il s'agit d'un panier, dont la composition repose sur une série de règles, officiellement formulées comme suit :

- Le panier doit contenir des monnaies émises par les États membres du FMI,
- Leur pondération doit être conforme aux volumes d'exportations respectifs de chaque État membre,
- Les monnaies doivent être librement utilisables sur les marchés des changes.

Ces règles ont été revues en 2010 pour tenir compte, outre les volumes d'exportations,

- Des flux financiers internationaux,
- De la dénomination des titres de créance internationaux,
- De la composition des réserves financières des banques centrales.

En octobre 2015, au regard de ces critères, il a été décidé d'ajouter dans ce panier le yuan chinois, et le panier DTS comprend, depuis le 1^{er} octobre 2016, 42 % de \$ US, 31 % d'€ (-7 % par rapport au panier précédent), 8 % de £ sterling (-3 %), 8 % de ¥ japonais (-1 %), et 11 % de RMB. Il est significatif de constater que la place faite au renminbi l'a été au détriment des autres devises que le dollar. Trois choses à noter cependant :

- L'inclusion du yuan ne remplissait pas à ce moment-là, selon nous, tous les critères ni garanties de bon fonctionnement. La meilleure preuve est que cela n'apportait strictement rien, ni en termes d'information, ni en termes de diversification. Le yuan étant « collé » au dollar et s'appréciant (respectivement se dépréciant) en même temps que le dollar US, inclure le yuan ne faisait finalement qu'accroître le poids du dollar au détriment des devises apportant informations et diversification.
- Afin d'apporter de la diversification au panier DTS, il devenait nécessaire de déconnecter le RMB du dollar sur le marché des changes, ce que les officiels chinois ont fait. La modification du régime de change du RMB se traduit par une dépréciation du RMB, au grand désespoir des Américains, ce qui explique pourquoi la Chine et le yuan sont invités dans les débats électoraux.

Poursuivre l'ouverture du compte en capital chinois reste une nécessité : certains le regretteront, mais une telle opération ne peut s'effectuer que graduellement. Les pays qui ont opté pour un « Big Bang » (comme les pays scandinaves au milieu des années 80) le regrettent sans doute encore. Dans le cas de la Chine, compte tenu de sa taille et de son rôle, un « Big Bang » n'est même pas une option.

Pour conclure, l'inclusion du yuan dans le DTS est bien la preuve de la poursuite de l'ajustement de la Chine et de la montée du yuan en tant que monnaie internationale (lire à ce sujet notre tout dernier Discussion Paper : « *The emergence of the Renminbi as an international currency: where do we stand now?* »). Il n'y aura pas de retour en arrière : l'ouverture du compte en



La Chine est en plein bouleversement



DTS : le changement de régime de change du yuan était une nécessité



La montée du yuan en tant que monnaie internationale est inévitable



capital est une nécessité, et le yuan prendra sa place graduellement sur la scène internationale, avec un régime de change graduellement plus flexible. C'est sans doute l'une des conséquences les plus visibles depuis un an de l'internationalisation de la devise chinoise.

Élections américaines : quel impact ?

Dans un mois auront lieu les élections américaines. Les deux programmes électoraux ont été analysés en détail. Il en ressort des éléments favorables : volonté de relance de la croissance, baisses de fiscalité pour les entreprises et pour les ménages (plutôt pour les ménages aisés dans le programme de D. Trump, et plutôt pour les ménages à forte propension à consommer dans le cas d'H. Clinton), programmes d'infrastructures... Mais il en ressort aussi des raisons d'inquiétude : volonté de « renvoyer » plus de 11 millions de travailleurs/migrants sans papier, et volonté d'imposer des droits de douane prohibitifs notamment dans le cas de D. Trump. Même si le programme de H. Clinton inquiète moins, il faut rappeler que ni Trump, ni Clinton ne seront en mesure de faire passer leurs programmes initiaux au Congrès. Autrement dit, le seul résultat de l'élection ne fera pas disparaître les inquiétudes. On se doute bien que les mesures protectionnistes et les mesures qui provoqueraient une dégradation forte des déficits publics seront amendées (le Congrès y est hostile, y compris la Chambre républicaine), mais on imagine assez bien que nombre de mesures de relance de la croissance seront préservées. Au total, cela pourrait bien être plus favorable qu'on ne le pense (pour davantage de détail, voir notre article à venir sur les élections américaines).

Pour conclure, les élections américaines pourraient être un facteur « disruptif » si le programme de D. Trump était appliqué à la lettre, un scénario qui a selon nous une probabilité proche de 0 %. Il n'en demeure pas moins vrai que l'approche de l'échéance (le 8 novembre prochain) va entretenir la volatilité ambiante, sans renversement néanmoins des tendances actuelles.

Précisément, quels sont notre scénario central et les facteurs d'inquiétude ?

Scénario macro et craintes de marchés : quoi de neuf ?

Aux États-Unis, la croissance perd de sa puissance à court terme, avec en ligne de fond l'incertitude électorale. Après une faible croissance du PIB au cours du deuxième trimestre, les données mensuelles pour juillet et août n'ont envoyé aucun signal clair en faveur d'un rebond pour le prochain trimestre. Le marché du travail reste néanmoins solide, et les pressions inflationnistes modérées (l'inflation core est à 2,3 % en glissement annuel). La communication de la Fed est néanmoins devenue plus « hawkish » lors du FOMC de septembre. Hillary Clinton a perdu une partie de son avance dans les sondages, mais après le premier débat télévisé, elle conservait 6 points d'avance.

En zone euro, il faut noter l'absence d'impact du référendum britannique sur les indices de confiance. Il n'y a par ailleurs aucun signe tangible de ralentissement économique au Royaume-Uni, bien au contraire. On sait désormais que T. May activera l'article 50 au cours du premier trimestre 2017, ce qui ne manquera pas d'aviver les craintes sur l'économie britannique que nous avons évoquées dans nos dernières éditions. L'inflation est restée en territoire légèrement positif en zone euro, mais elle reste très faible (+ 0,8 % en glissement annuel pour l'inflation « cœur »). Selon les sondages, le résultat du référendum italien reste très incertain. Il aura lieu fin novembre ou début décembre et quelle que soit l'issue, il semble bien que le premier ministre M. Renzi restera à son poste. Sur le plan politique, l'impasse politique espagnole est non résolue à ce jour, tandis que la cote de popularité d'Angela Merkel continue de chuter, avec notamment de mauvais résultats dans plusieurs élections locales. On s'attendait à ce que l'année politique 2017 soit compliquée en Europe (beaucoup d'échéances électorales), et les récents développements le confirment assurément.



Chine : pas de retour en arrière



Le seul résultat de l'élection ne fera pas disparaître les inquiétudes



Brexit : top chrono en mars 2017 ?



Conclusion

Ce qui précède, nous paraît suffisant pour légitimer notre approche, plutôt constructive sur les actifs émergents, la recherche de *spreads* et les marchés d'actions. Les titres longs et les titres d'entreprises (et autres papiers à *spreads* comme les pays périphériques) gardent nos faveurs. Le potentiel d'appréciation du dollar est limité (une baisse timide des taux de la Fed ne suffira pas à lui donner un élan significatif. Les actions européennes restent selon nous les plus attractives, même si certains moteurs de performance se sont éteints, comme par exemple la faiblesse de l'euro et son impact sur les profits.

Les thèmes BREXIT, volatilité/stabilité financière, taux négatifs/coût du capital des banques, déglobalisation, élections américaines sont essentiels dans l'environnement de marché actuel et dans les considérations d'allocation d'actifs. Ils sont là pour nous rappeler si besoin est que la présence « musclée » des banques centrales sur les marchés financiers ne suffit pas à faire baisser la garde. Sans sombrer dans le pessimisme le plus noir et renverser nos positions d'allocation d'actifs (qui ont remis du risque sur les classes d'actifs émergents, qui conservent une préférence pour les pays périphériques de la zone euro vs noyau dur, et la surpondération du crédit dans les portefeuilles obligataires), la prudence reste de mise. Pas de complaisance envers le risque, qui est en réalité bien supérieur à ce que les métriques habituelles semblent indiquer, notamment parce que les banques centrales tassent la volatilité: les élections américaines, le référendum italien, la situation politique espagnole, les débats en cours et à venir sur la poursuite (ou non) du QE de la BCE, l'attente du prochain FOMC de la Fed notamment... sont autant de facteurs qui rappellent à quel point la faiblesse de la volatilité est trompeuse, et à quel point il serait dangereux de sous-estimer le risque.

Avoir conscience du risque n'incite pas forcément à renverser des positions, notamment sur des marchés où la liquidité s'est réduite. Il serait alors bien difficile de réentrer sur ces marchés le moment venu. Sauf à considérer que les événements à venir sont de nature à provoquer un complet renversement de tendance, nous ne voulons pas nous retrouver en situation de ne pas pouvoir réentrer sur ces marchés. Protéger et *hedger* nous semble plus avisé dans le contexte actuel.



La faiblesse de la volatilité est trompeuse, et il serait dangereux de sous-estimer le risque



> Stratégies de Macro Hedging

	Variation sur 1 mois	0	+	++	+++
Long US Treasuries	→		▣		
Long Bunds	→	▣			
Long USD	→	▣			
Long JPY	→	▣			
Long volatilité	→		▣		
Long cash USD	→	▣			
Long Or	→		▣		
Long US TIPS	→		▣		

Les élections américaines approchent et les sondages alimentent les craintes et les espoirs. H. Clinton a accru son avance, mais il reste encore plus de deux semaines avant l'échéance. Le stress post-Brexit est retombé, mais on sait que le Royaume Uni activera l'article 50 avant la fin mars 2017. Les difficultés politiques (Italie, Espagne...) sont reléguées au second rang, mais la décision de la BCE de poursuivre, amender ou stopper son QE est d'une importance capitale.

Nous conservons quelques stratégies de macro-hedging (voir tableau ci-contre).

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.

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

- Bêta du portefeuille autour de 1
- Petite préférence pour les actions zone euro vs US
- Choix secteurs :
 - Surpondéré : Industrielles, retail, telecoms, Pharma
 - Souspondéré : chimie, Automobiles, Utilities
- Marchés émergents : choix pays clivant mais biais de nouveau positif globalement. Au sein des pays émergents :
 - Surpondéré : Inde, Thaïlande, Pérou, Philippines, Russie
 - Neutre : Indonésie, Brésil
 - Sous-pondéré : Taiwan, Grèce, Malaisie, Chine, Afrique du Sud, Corée, Turquie
- Positions longues en devises EMG

> Portefeuilles obligataires

- Surpondération crédit
- Duration : globalement neutre, avec un biais short sur les segments à taux négatifs et court duration en GBP et JPY
- Long duration en cœur zone euro
- Dettes émergentes :
 - Préférer la dette en devises dures (long USD)
 - Augmenter la poche dette en monnaie locale
 - Jouer des thématiques sur les EMG
- Légèrement long USD vs EUR
- Neutre sur GBP mais pas plus
- Augmentation des positions longues en devises matières premières (RUB, BRL, INR), plutôt short (CNH, KRW, TWD, CLP), neutre Europe EMG

> Portefeuilles diversifiés

- Légère réduction du risque global
- Portefeuilles globalement neutre en actions
- Positions longues réduites en actions zone euro et US
- Rester neutre actions japonaises
- Rester surpondéré actions émergentes
- Garder la surpondération en obligations périphériques euro par rapport au cœur... mais « fair value » proches ou atteintes
- Conserver les positions longues govies US (portage + macro-hedging)
- Obligations d'entreprise : positif sur HY et sur IG
- Positions longues en devises EMG via la dette en monnaie locale et les actions



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

- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHOU, *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*
- **Designing a corporate bond index on solvency criteria**
LAUREN STAGNOL — *Recherche Quantitative*

Discussion Papers Series

- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG – à paraître*
- **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

- **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*
- **Taux négatifs : une mesure en soi potentiellement contre-productive... et anxiogène**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

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 596262615 € - 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 — posteriori