

Gestion diversifiée

L'analyse top down de la recherche Amundi

MONICA DEFEND, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche
LORENZO PORTELLI, Stratégie Multi-Asset

Vers un régime de fin de cycle financier

La normalisation harmonieuse des bilans et des taux sous-tendra la **transition d'un régime haussier vers un régime de fin de cycle financier** sur fond de consolidation de la croissance (tant sur le plan macroéconomique que microéconomique) et de faible inflation. La reprise économique mondiale n'est pas finie et les mesures d'assouplissement monétaire sont encore nécessaires pour relancer l'activité et stimuler l'inflation. La conjoncture économique favorable s'est traduite par une hausse des bénéfices par action. En 2017, les entreprises ont publié d'excellents résultats, dans toutes les régions du monde. Conformément à nos prévisions, nous tablons sur une consolidation de la croissance des BPA à environ 10 % en moyenne. La réorientation du cycle des BPA est une bonne chose pour l'allocation en actions à moyen terme. Aux États-Unis, la hausse limitée des salaires soutient les marges tandis que la hausse du dollar en 2017 a soutenu les résultats des entreprises lors de la dernière saison. Nous tablons sur une croissance des BPA des entreprises américaines d'environ 10 % en rythme annualisé (en excluant l'impact de la réforme fiscale). La hausse des taux et la pentification de la courbe des taux permettront aux entreprises européennes de combler leur retard en matière de bénéfices, à commencer par les établissements financiers. Les bénéfices des entreprises des marchés émergents devraient rebondir, après avoir touché un point bas. Les entreprises nippones publient des résultats meilleurs que prévu à la faveur d'une amélioration tangible de leurs fondamentaux, indépendamment de l'évolution du yen (qui reste un facteur crucial).

Les valorisations absolues des obligations et des actions sont globalement tendues. Les marchés mondiaux ont en effet pris en compte en grande partie l'amélioration de la conjoncture économique. Il convient d'exploiter toutes les opportunités géographiques, stylistiques et sectorielles pour déceler des poches de valeur. Cela étant, nous pensons que les multiples de valorisation des actions résisteront si les hausses de taux sont progressives et modérées et si les entreprises consolident leurs bénéfices, comme c'est généralement le cas en fin de cycle financier.

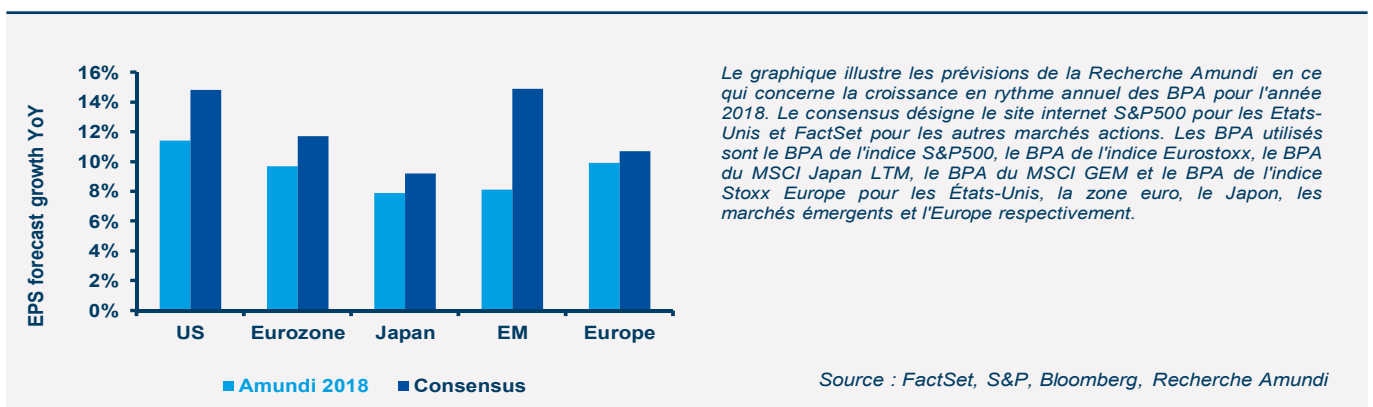
Les **primes de risque** des obligations d'entreprise « Investment Grade » et à haut rendement sont largement supérieures à la moyenne historique, du fait de la compression impressionnante des écarts de rendement et de la faiblesse des revenus de portage. Cela pourrait inciter les investisseurs à délaisser les obligations à haut rendement pour les actions. Les taux d'intérêt historiquement bas font que les actions sont plus intéressantes que les emprunts d'État en termes de valeur relative. Concernant les emprunts d'État, la faiblesse historique des taux d'intérêt rend les obligations vulnérables à une correction des marchés obligataires.

Le positionnement et les flux de capitaux sont des facteurs techniques clés qui auront une incidence sur la correction des marchés et l'amplifieront. À l'heure actuelle, les investisseurs ont délaissé les actions mondiales et se sont positionnés massivement sur les marchés obligataires, en particulier sur le segment du haut rendement.

Des rendements ajustés en fonction des risques plus faibles pour toutes les classes d'actifs

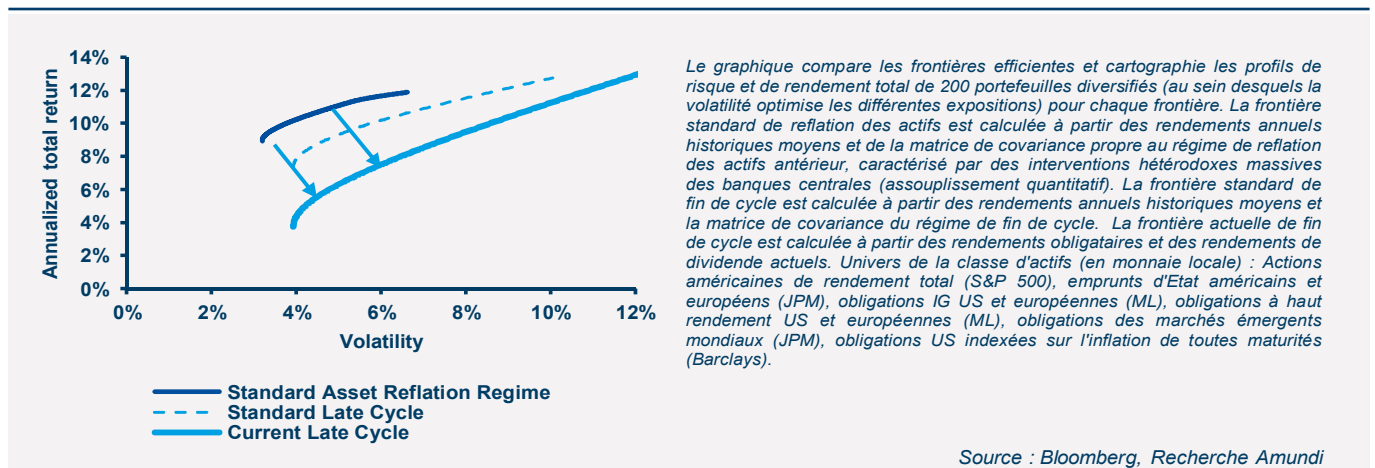
Comme évoqué précédemment, nous devrions passer sans encombre d'un régime de rebond des cours des actifs à un stade avancé du cycle économique. L'année 2018 se caractérisera principalement par l'abandon progressif des mesures

1/ Prévisions de croissance des BPA 2018



d'assouplissement excessives des banques centrales : il est fort à parier qu'elles réduiront le volume de leurs injections de liquidité, tout en maintenant des conditions de financement accommodantes, ce qui devrait entraîner une baisse des rendements escomptés ajustés en fonction des risques. Le régime vers lequel nous nous apprêtons à transiter pourrait se caractériser par des conditions macroéconomiques et financières sans précédent, comme nous l'avons évoqué dans les pages précédentes. Par conséquent, les rendements ajustés en fonction des risques devraient être plus faibles que ceux observés lors des cycles antérieurs similaires (voir la comparaison avec la frontière « normale » de fin de cycle et la frontière actuelle dans le graphique). Globalement, nous anticipons que la volatilité, faible à l'heure actuelle, devrait augmenter mais qu'elle restera assez faible en moyenne si les injections de liquidité demeurent adéquates.

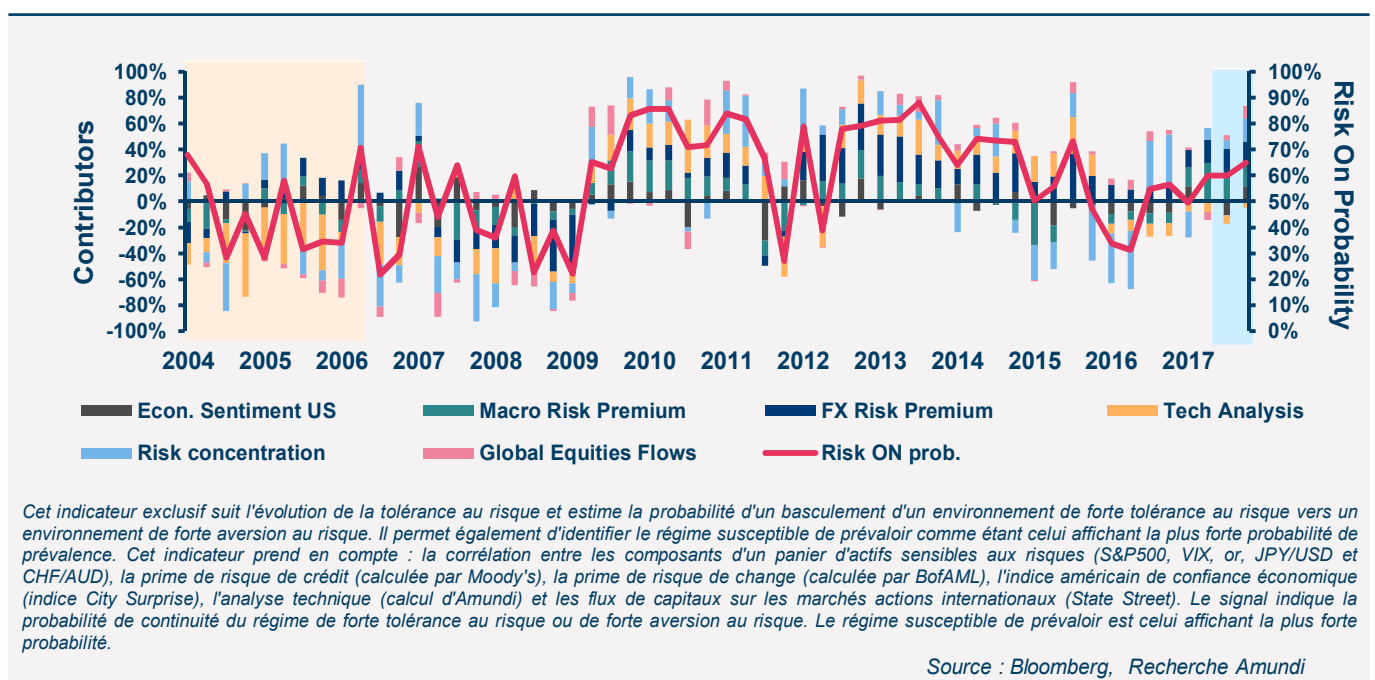
2/ Frontières efficaces dans les différents régimes



Par conséquent, nous recommandons aux investisseurs qui souhaitent optimiser leurs performances tout en continuant à contrôler les risques de se concentrer sur des opportunités bien ciblées et sur les titres sous-valorisés (en adoptant de préférence une stratégie directionnelle) au sein de chaque classe d'actifs.

Les **obligations** représentent la classe d'actifs la moins attractive. En effet, les risques liés à cette classe d'actifs apparaissent asymétriques lorsqu'on les analyse à l'aune de l'intégralité du spectre d'investissement : les coupons, globalement peu rémunérateurs, ne compenseront pas la hausse progressive attendue des taux d'intérêt. Pour ces raisons, il est important que les investisseurs diversifient géographiquement leur exposition obligataire et qu'ils gèrent la durée de leurs portefeuilles avec flexibilité. Les écarts d'IPC et les anomalies de valorisation représentent des opportunités rentables dans l'univers des obligations indexées sur l'inflation, notamment en Europe.

3/ Indicateur Amundi de tolérance au risque/d'aversion au risque



Concernant les **actifs risqués**, les primes de risque et les valorisations plus intéressantes des actions justifient que les investisseurs délaissent les **obligations à haut rendement au profit des actions**. Les **obligations d'entreprise offrent un rendement de portage plus intéressant que les emprunts d'État**, notamment parce qu'elles profitent du programme d'achat d'obligations d'entreprises des banques centrales. Les entreprises américaines et européennes se situent à des stades différents de leur cycle de crédit. Nous privilégions les obligations européennes Investment Grade car rien n'indique que les entreprises non financières européennes se sont réendettées alors que les entreprises américaines affichent des niveaux d'endettement très élevés.

À la lumière des fondamentaux et des valorisations, nous privilégions **les marchés d'actions de certains pays européens, du Japon et de certains marchés émergents (notamment en Asie)**. En particulier, l'Europe et le secteur financier devraient profiter de la hausse des taux d'intérêt et de la pentification de la courbe des taux. De leur côté, les entreprises japonaises devraient continuer à profiter de la faiblesse du yen et du programme d'achat d'actifs de la Banque du Japon. Les marchés d'actions d'Asie restent les plus attractifs du monde émergent, avec des thèmes à long terme intéressants dans un contexte d'amélioration des conditions intérieures et extérieures (Chine, Inde, Corée du Sud). Parallèlement, à un stade aussi avancé du cycle, les investisseurs auraient tout intérêt à miser sur **les actions de qualité en se concentrant sur les éventuels problèmes de liquidité dans un environnement de (légère) hausse des taux d'intérêt**. Pour les mêmes raisons, nous leur recommandons d'investir dans des valeurs de rendement pour diversifier leur exposition géographique aux actions. **Les devises** resteront probablement la classe d'actifs la plus réactive aux interventions des banques centrales et aux déclarations politiques et certaines tendances devraient se poursuivre (baisse de la livre sterling et du yen). Nous recommandons aux investisseurs de se positionner sur le dollar pour diversifier et protéger leurs portefeuilles.

En quête de protection contre les risques macroéconomiques

Le regain attendu de volatilité, la vulnérabilité sans précédent des marchés obligataires, l'accumulation excessive de positions sur les marchés obligataires et le tarissement potentiel de la liquidité font de la quête de protection un facteur crucial à l'heure où les surprises en matière d'inflation et/ou d'évolution des taux sont considérées comme des risques majeurs. 2017 s'impose comme l'une des plus longues périodes de tolérance au risque grâce aux interventions des banques centrales. En outre, il convient de noter le bel équilibre des contributions aux prises de risque à l'heure actuelle, tant en provenance de l'économie réelle que des marchés financiers (surprises économies et conjoncture macroéconomique, primes de risque des obligations d'entreprise et des devises, corrélations entre les classes d'actifs refuge). Cette situation devrait évoluer et nous devrions assister à une alternance d'épisodes de tolérance au risque et d'épisodes d'aversion au risque. En effet, durant les périodes de tension, les interactions entre les facteurs de risque ont tendance à augmenter et la corrélation entre les classes d'actifs devient plus étroite dès que la liquidité se tarit. La période 2004-2006 constitue un bon point de référence historique : à l'époque, la Fed avait commencé à durcir sa politique monétaire (voir le graphique ci-dessous sur l'évolution des indicateurs de tolérance au risque et d'aversion au risque).

Dans un tel contexte, il faut recalibrer le profil de risque/rendement en s'efforçant surtout de limiter les pertes maximales potentielles grâce à la mise en place d'options, sans se contenter des protections traditionnelles contre les risques macroéconomiques, car celles-ci peuvent se révéler inefficaces (comme ce fut le cas pour le dollar l'an dernier).

Le risque d'une correction simultanée des marchés d'actions et des marchés obligataires avec un effet multiplicateur et douloureux sur tous les marchés financiers et marchés de capitaux limite le nombre de stratégies de couverture traditionnelles susceptibles d'être mises en place tout en augmentant le coût de ces protections. Par conséquent, il est judicieux de gérer de manière dynamique les couvertures en l'absence de véritable diversificateur tel que les emprunts d'État. Selon nous, les couvertures liquides, telles que l'or, et les taux de change sensibles aux risques, à l'instar de la parité AUD/JPY, restent le moyen le plus rentable et le plus efficace de couvrir les risques macroéconomiques.

Stratégies d'investissement des CIO : Q&R

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions diversifiées

Q1 / Quels sont les principaux thèmes d'investissement pour l'année 2018 et quelle stratégie recommandez-vous aux investisseurs qui souhaitent en profiter ?

Les principaux thèmes d'investissement devraient être globalement les mêmes en 2018 qu'en 2017, quoiqu'avec un biais différent et avec des répercussions différentes sur la composition des portefeuilles. L'asynchronisme des politiques des banques centrales restera d'actualité : la Fed et la Banque d'Angleterre poursuivront le resserrement de leurs politiques monétaires, tandis que la Banque du Japon et la BCE maintiendront globalement le cap de leurs politiques accommodantes, moyennant quelques ajustements. Par conséquent, nous recommandons aux investisseurs de réduire plus avant la durée des écarts de rendement tout en conservant une exposition aux obligations d'entreprise dans l'optique de percevoir un revenu de portage. Nous leur recommandons également de conserver un positionnement court en durée sur les emprunts d'État. Sur le segment des obligations d'entreprises, nous recommandons aux investisseurs de privilégier les titres « Investment Grade » vs. « High Yield », avec une préférence pour les obligations de la zone euro, qui bénéficient du programme d'achat de la BCE. Nous pensons que l'inflation sera un thème majeur en 2018, dans un marché qui peine à affirmer ses prévisions et dans un contexte de léger rebond des cours des matières premières. Nous recommandons donc aux investisseurs de privilégier les obligations à rendement réel par rapport aux obligations à rendement nominal, et plus particulièrement les obligations japonaises, américaines et européennes indexées sur l'inflation. Le **changement de paradigme** (passage de politiques d'assouplissement à des politiques d'expansion budgétaire) sera également un thème important. À cet égard, nous pensons que les investisseurs pourront s'appuyer sur des moteurs d'inflation supplémentaires pour renforcer leur exposition aux régions les moins performantes, et notamment à l'Europe, qui semble plus sensible à la pentification de la courbe de taux. En Europe, les valeurs financières pourraient encore offrir des opportunités en raison de la faible pentification des courbes de taux en Europe. Nous recommandons aux investisseurs de réduire leur exposition au Japon en se montrant progressivement plus sélectifs en réponse à la résorption partielle de l'écart de valorisation. Concernant les marchés émergents, nous continuons à croire que l'approche par pays permet d'identifier les titres porteurs des titres peu rémunérateurs et de profiter des différents rythmes de transition macroéconomique. S'exposer aux marchés émergents nous semble être un choix avisé dans un contexte de hausse du dollar et en prévision d'une hausse éventuelle des taux. Parmi les marchés émergents, nous émettons une opinion favorable à l'égard de la Corée du Sud et de la Russie, deux pays qui bénéficient d'une conjoncture macroéconomique porteuse. Nous conseillons aux investisseurs d'adopter une approche double à l'égard de la Chine : ce thème d'investissement peut être exploité sous l'angle de la valeur relative, en misant sur les progrès des réformes et sur le rééquilibrage économique (nouvelle économie vs ancienne économie), et par le biais d'une approche directionnelle, en prenant acte des valorisations de plus en plus tendues résultant de la hausse des marchés survenue en 2017 et des variables économiques qui semblent avoir atteint un point haut mais qui restent néanmoins porteuses. Nous recommandons aux investisseurs de miser sur des obligations émergentes liquides et de qualité et de privilégier, lorsque cela est possible, les opérations de portage sur les devises des marchés émergents, qui semblent être une alternative plus liquide que les obligations au comptant.

Q2 / Quels changements les investisseurs détenant des portefeuilles diversifiés doivent-ils apporter à leur stratégie 2018 par rapport à 2017 ? Pourquoi ?

Nous pensons que les investisseurs auraient tout intérêt à diversifier davantage leur exposition géographique/sectorielle/stylistique et à miser sur une éventuelle rotation des classes d'actifs en 2018. Concernant les styles et les secteurs, nous miserions sur un retour au style « Value » en cas d'accélération de l'inflation et d'évolution de la structure par terme des taux d'intérêt (pentification). Concernant les classes d'actifs, nous miserions sur une rotation des obligations à haut rendement vers les actions, à l'heure où les niveaux d'endettement sont en passe de se rétablir à leurs niveaux de 2008, rendant ainsi les entreprises vulnérables aux hausses de taux d'intérêt (notamment aux États-Unis). Concernant notre stratégie d'investissement, nous miserions sur une rotation vers une approche de valeur relative qui permettrait de tirer parti des différents rythmes d'ajustements économiques et politiques, en ciblant plus particulièrement les mesures visant à limiter les risques de volatilité, de liquidité et de crédit, en hausse. Concernant les actions, notre stratégie consisterait à remplacer progressivement nos actions au comptant par une stratégie d'options asymétriques, car nous sommes prêts à céder en partie nos participations en échange d'une meilleure protection.

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

Les taux réels US à court terme représentent l'une des principales variables à surveiller (voir graphique). Cette variable est extrêmement importante en ce qu'elle s'apparente à un baromètre du bon fonctionnement du marché des obligations d'entreprise (haut rendement plus qu'Investment Grade aux États-Unis) et des marchés actions. Le marché d'actions américain a largement profité des rachats d'actions qui semblent se raréfier lorsque les marchés des obligations d'entreprise sont en proie à des difficultés.

En dehors des États-Unis, nous pensons qu'il sera important de suivre l'évolution des indices des prix à la production (IPP) dans les marchés émergents, en particulier en Chine, car ils permettent de comprendre les dynamiques de prix dans les marchés développés également. Nous surveillons la résilience des actions des marchés émergents, qui dépend largement du niveau du dollar et de l'abondance de liquidité.

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

Durant cette dernière partie de l'année 2017, les faibles chiffres de l'inflation et les déclarations prudemment conciliantes des banques centrales ont entraîné un aplatissement de la courbe des taux, empêchant les taux réels de connaître une véritable tendance haussière. Les cours du pétrole ont augmenté, mais sans effets notables sur les prévisions d'inflation telles que mesurées par les points morts d'inflation. Dans ce contexte, certains marchés actions fortement exposés aux valeurs financières et industrielles, en Europe notamment, ont ralenti plus fortement que le Japon et les États-Unis. Les actions européennes, en particulier les valeurs financières, peuvent offrir de bonnes surprises en cas de reflation durable, ce qui provoquerait une hausse de l'extrémité longue de la courbe des taux. Nous pensons que cela sera au centre de toutes les attentions en 2018, avec la probabilité de plus en plus forte d'assister à une transition vers une fin de cycle. Parmi les risques non anticipés par le marché figurent le risque de liquidité et le risque de crédit.

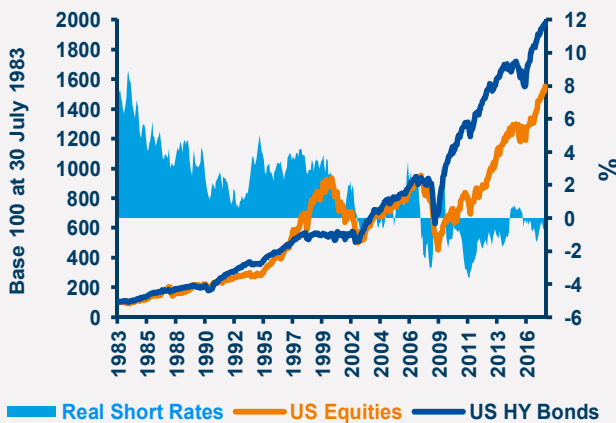
Peu volatils, ils sont clairement corrélés. Les conséquences des évolutions structurelles auxquelles sont confrontés les fournisseurs de liquidité à l'heure où les banques apurent leurs bilans sont largement inconnues et les investisseurs conservent des positions extrêmement longues dans l'espoir de percevoir des revenus. Une hausse plus rapide que prévu des taux réels pourrait provoquer une correction des marchés dans un environnement fragile au sein duquel les risques et les classes d'actifs devraient se révéler profondément interconnectés.

Q5 / Quelles stratégies les investisseurs doivent-ils mettre en œuvre pour atténuer les risques en 2018 ?

Un regain de volatilité, par rapport aux niveaux actuels extrêmement faibles, semble probable à l'heure où les banques centrales s'attèlent à réduire leurs bilans et à relever leurs taux (Fed). Nous prévoyons également une résurgence du risque de liquidité, aux États-Unis notamment, et du risque de crédit. Pour atténuer ce risque, les investisseurs peuvent utiliser diverses stratégies : augmenter la liquidité de leurs portefeuilles, améliorer la qualité de crédit moyenne des titres qu'ils détiennent en portefeuille, conserver une forte tolérance au risque tout en mettant progressivement en place une structure d'options plutôt que de détenir des actions au comptant et mettre en œuvre des stratégies de couverture.

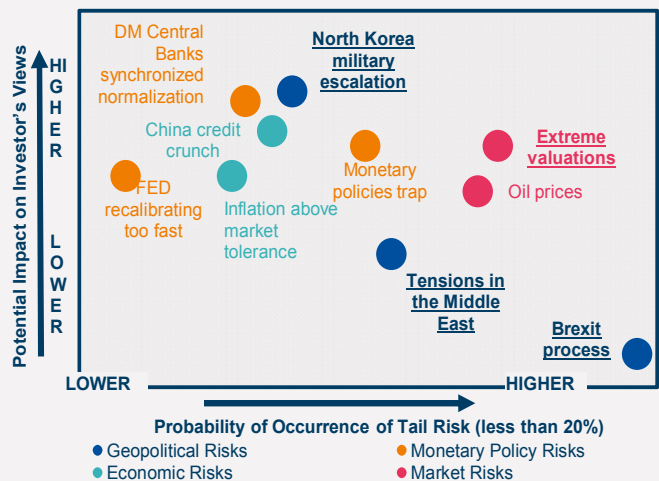
Concernant les stratégies de couverture, nous pensons que l'or pourrait faire son office si les dynamiques de taux réels renvoient des signaux contrastés en ce qui concerne la reflation des actifs par rapport à la fin de cycle. La paire de change AUD/YEN pourrait se révéler être une couverture efficace si la croissance chinoise commence à montrer des signes de ralentissement et que l'IPP se contracte. Nous continuerions à miser sur la paire USD/EUR comme actif refuge en cas de correction des marchés ou pour contrer les risques géopolitiques. Nous pensons que, compte tenu des niveaux actuels des écarts de taux et d'endettement, certaines stratégies de couverture sur les écarts de taux des obligations américaines à haut rendement pourraient se révéler utiles en cas de correction des marchés.

1/ Taux US réels à court terme, actions US et haut rendement US



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 10 Novembre 2017

2/ Matrice des risques top-down Amundi



Les risques soulignés sont les risques couverts par Multi-Asset. La diversification ne garantit pas la réalisation d'un bénéfice, pas plus qu'elle n'assure une protection contre les pertes.

Au regard des conclusions de notre enquête sur les risques internes qui compare la probabilité d'occurrence et l'impact des stratégies mises en œuvre, nous pensons que les investisseurs auraient tout intérêt à couvrir les risques suivants :

- Correction des marchés :
- Normalisation synchronisée des politiques des banques centrales entraînant un tarissement de la liquidité, un creusement des écarts de taux et une correction de toutes les classes d'actifs ;
- Tensions géopolitiques : Brexit, Moyen-Orient, Corée du Nord/Chine/États-Unis.

RISQUE	RÉPERCUSSIONS SUR LES MARCHÉS	COUVERTURES LIQUIDES DES RISQUES MACROÉCONOMIQUES
<ul style="list-style-type: none"> • Éclatement de la bulle (correction des marchés) 	<ul style="list-style-type: none"> • L'érosion de la confiance entraîne un découplage des fondamentaux et des cours des actifs, dont la dynamique est amplifiée par un repositionnement massif des investisseurs en dehors des marchés actions (ETF principalement) 	<ul style="list-style-type: none"> • Optionnalité actions et devises (AUD et JPY)
<ul style="list-style-type: none"> • Normalisation synchronisée et trop rapide 	<ul style="list-style-type: none"> • Diminution de la liquidité, creusement des écarts de taux, correction des marchés obligataires, dévaluations compétitives et correction des actifs des marchés émergents mondiaux. Décollecte sur les marchés (obligataires) émergents. 	<ul style="list-style-type: none"> • Optionnalité (CDS) (HY)
<ul style="list-style-type: none"> • Tensions géopolitiques 	<ul style="list-style-type: none"> • Régionales (Brexit, Moyen-Orient) et mondiales (Corée du Nord/États-Unis/Chine) 	<ul style="list-style-type: none"> • Positionnement long sur l'or

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 bénéfiques) 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