

## Allocation d'actifs

### Le thème du mois

Trump, Brexit, élections européennes...  
tout ne se passe pas vraiment comme prévu...  
État des lieux, scénarios et stratégies

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Nous entrons dans le vif du sujet, avec notamment la décision du Premier Ministre britannique Teresa May d'activer l'article 50 déclenchant les négociations sur les modalités de sortie de l'Union européenne, mais aussi avec les élections françaises, puisque nous connaissons désormais le nombre et le nom des candidats.

Nous avons évoqué en fin d'année dernière le risque que des événements clés, comme l'effet Trump, le Brexit, et les élections en Europe soient très mal « *pricés* » par les marchés financiers. Cela nous semble devenir un fait avéré. Explications.

- Le Président Trump fait désormais face à de sérieuses difficultés, avec son Congrès, avec la Fed, avec ses propres services secrets, avec les partenaires étrangers (Chine et Mexique en tête)... Il est même question d'une possibilité de procédure de destitution, de rumeurs de démission... Bref, autant de situations particulières et inédites au bout de 6 mois de gestion. Les mesures annoncées, dont certaines sont véritablement importantes et nécessaires, et parfois souhaitées ardemment par les marchés (infrastructures et réforme fiscale notamment) tardent à venir. Les défaites comme le rejet de sa réforme de l'Obamacare deviennent concrètes. Les projets, comme l'instauration de droits de douane, tombent aux oubliettes. En clair, ceux qui semblaient dans l'optimisme suite à l'élection de D. Trump auront sans doute été « *douchés* » par tous ces récents événements, mais aussi par la décision de la Fed qui, si elle a bien relevé ses taux d'intérêt, n'a décidé de ne tenir compte de rien dans ses propres prévisions de croissance, d'inflation et de taux d'intérêt... un peu comme si la venue de D. Trump ne changeait rien aux perspectives économiques. Cela conforte l'idée que l'effet Trump est surestimé et que l'impact sur la croissance sera modéré. C'est notre point de vue depuis le début.
- Le Brexit est sorti des préoccupations depuis quelques mois, cela paraissant incertain ou abstrait pour certains, ou connu d'avance pour les autres. Nombreux sont en effet ceux qui considéraient (considèrent ?) cela comme étant sans grande importance, les Britanniques obtenant sans doute finalement ce qu'ils désirent, face à la faiblesse d'une Europe incapable de vision unique, ou tout simplement incapable de fermeté ou de capacité à décider. Rien n'est moins sûr. Pour ces personnes également, le risque de déception nous semble réel. Il suffit de regarder le positionnement de la Suisse, de la Norvège ou du Canada à l'égard de l'Union Européenne pour se rendre compte qu'aucun pays n'a pu obtenir à la fois l'indépendance de la politique commerciale, l'indépendance de la politique d'immigration, l'accès total au marché unique (bien et services), et tout cela gratuitement, c'est-à-dire, en clair, sans contribution au budget européen. Notons au passage que la réaction des pays européens à l'annonce du Brexit aura été bien moins chaotique et conflictuelle que certains observateurs pouvaient le craindre, ce qui est sans doute un gage d'assister à des négociations ordonnées.
- Enfin, les élections européennes ont de quoi étonner. Au total, les partis populistes n'ont jusqu'ici pas été en mesure de remporter les élections, pas plus en Espagne, qu'aux Pays-Bas, qu'en Autriche... Et en France, cela sera

## L'essentiel

**Effet Trump, effet Brexit, impact des élections européennes voici sans doute trois des grands facteurs de risque/opportunité pour 2017. Nous avons évoqué les risques de voir ces événements mal « *pricés* » par les marchés financiers, avec une tendance à être indifférent au Brexit, optimiste sur l'effet Trump, et pessimiste sur les élections européennes.**

Ces trois attitudes ne nous semblent pas raisonnables. Ces événements restent majeurs, bien sûr, mais il faut être plus vigilant sur les retombées de l'activation de l'Article 50 du traité européen qui donne le « *go* » aux négociations de sortie du RU ; il faut être plus constructif face aux élections européennes qui, une à une, montrent que le populisme n'est pas suffisamment puissant pour être déterminant (contrairement aux États-Unis et au Royaume Uni). Il faut enfin être plus réservé quant à « l'effet Trump » : ne pas miser sur une accélération de la croissance et rester mesuré sur le « *repricing* » qui découle de la politique économique en cours. Les conséquences sont claires : des hausses de taux moindres, des actions américaines à risque, et des actifs européens moins risqués, un GBP potentiellement en danger, et des classes d'actifs émergents en bonne position.

“ La Fed n'a en rien modifié ses prévisions de croissance, d'inflation et de taux d'intérêt... un peu comme si la venue de D. Trump ne changeait rien aux perspectives économiques ”

“ Le Brexit était sorti des préoccupations... Lourde erreur ”



Avril 2017

très vraisemblablement le cas : le Front National, que tous les investisseurs redoutent, plafonne dans les sondages et est donné largement perdant contre le candidat Macron. Plus encore, jamais l'Allemagne n'aura eu comme candidats au poste de Chancelier deux personnes aussi fortement pro-européennes, et l'on ne parle plus du parti d'extrême droite et des partis populistes, marginaux à ce stade. Et cerise sur le gâteau, ou ironie de l'histoire, ce n'est finalement pas en Europe que les partis populistes ont gagné les élections, mais bien dans les pays anglo-saxons : les pro-Brexit au Royaume Uni (hors Écosse et Irlande du Nord), et D. Trump aux États-Unis. Cela fait penser aux périodes où les déficits budgétaires européens de 4 ou 5 % étaient ardemment commentés et critiqués par des ressortissants de pays à déficits proches de 10 % (États-Unis, Royaume Uni ou Japon en tête)!

En clair, un effet Trump surestimé (en termes de croissance), un effet Brexit sous-estimé (en termes de croissance et sur le plan politique), un effet élections européennes surestimé (ne pas y voir nécessairement un risque systémique sur l'UE et sur l'UEM)), voilà de quoi remettre en cause nombre d'allocations d'actifs dans le monde.

Que faut-il revoir, en réalité ? Cinq choses essentielles doivent être « revisitées » :

- 1. La politique monétaire de la Fed et le contexte de politique monétaire :** la Fed n'est pas en train de normaliser sa politique monétaire. Dans un contexte qui ne la pousse pas à revoir ses propres prévisions, elle tente de restaurer des marges de manœuvre ; tout simplement. D'ailleurs, elle n'a toujours pas terminé l'épisode de « *Quantitative easing* », puisqu'elle continue de réinvestir les papiers qui, dans son bilan viennent à maturité. Si deux hausses des taux sont encore possibles en 2017, faire davantage nous paraît bien peu probable.
- 2. Le niveau des taux longs américains** dépend essentiellement de la politique monétaire, de l'inflation et de la croissance économique. Difficile d'escompter une remontée graduelle et durable dans le contexte actuel.
- 3. Les marchés d'actions américaines** sont des marchés risqués : avant les élections, leur valorisation était élevée. Depuis, cela n'a fait qu'empirer. Sans amélioration en termes de croissance et de profits, il y a fort à parier que les annonces fiscales et budgétaires donnent le dernier coup de fouet sur cette classe d'actifs, avant que les problèmes de valorisation ne viennent refaire surface. La prudence reste de mise. Si les marchés de taux ont intégré la prudence de la Fed, ce n'est pas le cas des marchés d'actions qui n'ont pas pris en compte l'absence de révision à la hausse des perspectives économiques et financières. Un décalage sans doute peu durable. La question de l'ampleur de la correction est cruciale : si celle-ci se limite à 10 % (grâce à la réaction immédiate des banques centrales, des politiques économiques...) et elle sera gérable pour les autres marchés (actions européennes et actifs émergents notamment)... mais si elle est de grande ampleur, alors ce sera une tout autre histoire.
- 4. Les actions européennes** retrouvent de l'intérêt si les perspectives des élections s'éclaircissent, ce que nous croyons. De nombreux investisseurs, notamment étrangers, ont décidé de rester à l'écart compte tenu des incertitudes liées à l'élection. Quand ces incertitudes se seront dissipées, resteront des primes de risque qui seront jugées excessives... et qu'il faudra saisir. Ne pas tarder.
- 5. Les perspectives sur les marchés émergents** dépendent de la politique commerciale des États-Unis, mais aussi des perspectives de hausse des taux (longs) et de resserrement monétaire. Sur ces trois fronts, la situation nous semble plus claire également. L'attitude de la Fed et la quasi-certitude que ne seront pas mis en place les droits de douane américains laissent à penser que les conditions sont remplies pour que l'embellie des marchés émergents se poursuive.

“

Ironie de l'histoire, ce n'est pas en Europe que les partis populistes gagnent des élections, mais dans les pays anglo-saxons : les pro-Brexit au Royaume Uni, et D. Trump aux États-Unis

”

“

Si deux hausses des taux sont encore possibles en 2017, faire davantage nous paraît bien peu probable

”

“

Actions américaines : les problèmes de valorisation excessive referont surface un jour ou l'autre. Prudence obligatoire

”

“

Actions européennes : quand les incertitudes électorales se seront dissipées, resteront des primes de risque excessives... qu'il faudra saisir

”

Le tableau ci-dessous fournit un récapitulatif concernant les trois événements

Avril 2017

clef, chacun étant vu sous l'angle des espoirs (Trump et Brexit) et des craintes (Europe), puis sous l'angle de ce qui nous semble devoir représenter la réalité à venir. Attention : décalages importants...

	Politiques monétaires	Taux longs	Spreads de taux en Europe	Actions	Marchés émergents	Dollar	Probabilité
<b>Trump et les doux espoirs sur la croissance</b>	La Fed est en mesure de « normaliser » sa politique monétaire	Hausse des taux... changement de tendance	Effet neutre	Orientées à la hausse, États-Unis et Europe	A priori favorable sauf si politiques commerciale US restrictive	Tendance plutôt haussière	20 %
<b>Trump et la dure réalité</b>	La Fed restaure prudemment des marges de manœuvre mais on ne peut pas parler de normalisation	Pas de changement de régime, taux longs US maintenus dans un « range »	Effet neutre	Avantage pour les actions européennes	Prudence de la Fed, pas de droits de douane, croissance modérée... des atouts clef pour les marchés émergents	Dollar plutôt affaibli	80 %
<b>Brexit et les doux espoirs politiques</b>	Peu d'impact	Peu d'impact	Peu d'impact	Peu d'impact	Peu d'impact	Peu d'impact	20 %
<b>Brexit et la réalité économique</b>	La BoE garde un mode ultra-accommodant	Une prime de risque contre le marché britannique	Impact neutre	Une prime de risque contre le marché britannique	Impact direct limité si Europe peu affectée	Dollar et euro forts contre GBP	80 %
<b>Élections européennes et les craintes de risque systémique</b>	La BCE reste dans un mode ultra-accommodant (QE, TLTRO, taux ultra-bas...)	Territoire inconnu, mais hausse des taux longs partout en Europe (sauf en Allemagne?)	Élargissement conséquent des spreads de taux	Prime de risque contre les actions européennes	Mauvaise nouvelle pour les nombreuses économies émergentes exportant vers les pays de l'UE	Dollar fort contre euro	10 %
<b>Élections européennes et le scénario de sortie par le haut</b>	Pas d'urgence pour renverser la politique monétaire, plus grande sérénité de la BCE	Peu d'impact sur le noyau dur de l'UEM	Rétrécissement conséquent des spreads de taux... tant que dure le QE de la BCE	Avantage pour les actions européennes jusqu'ici largement délaissées	Plutôt un motif de soulagement et un « feu vert » aux mouvements de capitaux	Plutôt favorable à l'euro et surtout aux devises émergentes	90 %

## Conclusion

2016 a été une année assez négative, avec la décision du Royaume Uni de sortir de l'Union Européenne (les partisans du Brexit et du Bremain étaient tous critiques envers l'Europe mais recommandaient deux issues différentes : la sortie ou la lutte de l'intérieur) et l'adoption par les électeurs américains d'un candidat ayant un programme protectionniste et auto-centré. 2017 pourrait bien être une année plus favorable, avec un scénario européen moins négatif que craint. Réponse dans les quelques semaines à venir avec les résultats des élections françaises... Non pas parce que nous négligeons les autres élections qui ont lieu en Europe, mais parce que jamais une élection nationale n'a autant pesé sur l'avenir de l'Europe que les élections françaises à venir.

“ Craintes, espoirs et réalité... des décalages édifiants ”

“ Jamais une élection nationale n'a autant pesé sur l'Europe que les élections françaises de 2017 ”



Avril 2017

## Allocation d'actifs

### Tableaux récapitulatifs

#### Allocation d'actifs : vues et convictions multi-classes

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

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

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

#### Stratégies de Macro Hedging

	Variation sur 1 mois	0	+	++	+++	
<b>Long US Treasuries</b>	→		□			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, des puts sur les marchés d'actions, le cash en USD et les obligations indexées sur inflation sont particulièrement intéressants de ce point de vue. Pour ceux qui miseraiient sur des coups de semonce plus sérieux, avoir également des positions longues en or devient indispensable. Pour ceux qui veulent exclusivement se protéger contre les risques européens, long volatilité, long USD, long JPY, long US Treasuries.
<b>Long Bunds</b>	→	□				
<b>Long USD</b>	→		□			
<b>Long JPY</b>	→	□				
<b>Long volatilité</b>	→		□			
<b>Long cash USD</b>	→		□			
<b>Long Or</b>	→		□			
<b>Long US TIPS</b>	→		□			
<b>Long puts actions</b>	→		□			

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.



# 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](http://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*

### Éditions spéciales\_ Élection présidentielle française 2017

- #5 Dette publique française : liquide et sûre**  
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #4 Les candidats et la politique budgétaire : une analyse des divergences**  
VALERIE LETORT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #3 Les problèmes structurels de l'économie française vus par les organisations internationales et les 4 principaux candidats**  
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #2 Économie française : un état des lieux**  
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #1 Élections françaises\_ État des lieux et décryptage**  
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](mailto: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](http://www.amundi.com)

Crédit photo : iStock by Getty Images - TomasSereda