

## édito

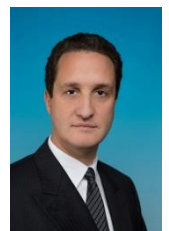
### L'incertitude est aussi source d'opportunités

**Le début de cette année se sera caractérisé par un paradoxe.** Le premier trimestre s'achève sur une forte performance des actifs risqués et notamment des actifs émergents libellés en devises locales. Les actions de cette partie du monde présentent un rendement de 12% en dollar, et la dette émergente gouvernementale de 9%. Rien que pour les actions ceci représente presque deux fois la performance du marché américain depuis le début de l'année. Un résultat plutôt paradoxal : ce sont, au final, les actifs qui étaient les plus susceptibles d'être fragilisés par la rhétorique, voire les intentions protectionnistes de la nouvelle administration américaine qui auront le mieux performé.

**La prudence excessive des analystes sur les économies émergentes est une des explications.** A en juger par les indices de surprises économiques, qui mesurent les écarts entre les chiffres publiés et les anticipations d'un consensus analyste, le solde net de surprises pour les économies émergentes a été aussi positif que celui des économies du G10. Le même constat peut être dressé pour l'inflation. En d'autres termes, les économies émergentes ont tout autant profité des tendances « reflationnistes<sup>1</sup> » que les économies avancées.

**Le calendrier politique européen en est une autre.** Une autre explication réside dans le calendrier politique chargé en Europe dans un contexte de montée des formations politiques eurosceptiques. Pour autant, les actions européennes n'ont guère été pénalisées : l'indice MSCI EMU progresse de 8.5% en dollar soit 2 points de plus que celui des actions américaines. Cependant, une source d'incertitude supplémentaire s'est matérialisée avec l'officialisation par le Royaume-Uni de sa demande de sortie de l'Union Européenne.

**La reflation a-t-elle été surachetée ?** L'Europe n'est plus le seul continent à faire face à des vents contraires. Le recul de dernière minute sur le projet de réforme de l'assurance-maladie (Obamacare) alimente les interrogations sur un autre dossier : la réforme fiscale. Sans réforme sur ce front au cours de cette année, peu d'entraves seront susceptibles de freiner le ralentissement de l'économie américaine qui se trouve déjà sous l'emprise d'une normalisation des taux de la Fed. C'est, en substance, le message actuel de la baisse des taux longs américains et du dollar. Ceci étant, on ne peut exclure qu'une perspective de dollar faible et de modération des dynamiques d'inflation, sans sévère retournement, prolonge cet été indien. Nous sommes plutôt partisans de cette thèse. Ceci étant, comme nous le rappelions dans notre premier édito de l'année : les investisseurs devront savoir adapter leurs stratégies. Ce contexte est propice à la détention d'actifs de couverture liquides et adaptés aux risques portés en portefeuille. La volatilité actions ou obligataire, à titre d'exemple, proche de ses plus bas historiques reste une opportunité.



Marc-Ali Ben Abdallah  
Analyste Senior, Solutions d'investissement

<sup>1</sup> *Un embellissement conjoncturel doublé d'un redressement sans excès des sous-jacents d'inflation*

# convictions

## Scénarios d'investissement

- **Notre scénario central**, reposant sur une croissance limitée mais stable -aux alentours de 3,3% par an sur 2016-2017- demeure valide avec une **probabilité d'occurrence de 70% (stable)**. La croissance américaine devrait être légèrement supérieure aux attentes pour 2018 (2.2% contre 1.7%) et les marchés développés globalement soutenus par la demande domestique (Europe, US et Japon). La situation des marchés émergents devrait s'améliorer grâce à la stabilisation des prix du pétrole. Cet environnement devrait être favorable aux actifs risqués et aux actifs soutenus par la politique monétaire accommodante (crédit et actions de la zone Euro, dettes souveraines périphériques).
- **Notre scénario alternatif 1 (stable à 20% de probabilité)** prévoit une accélération de la croissance américaine et des anticipations d'inflation soutenue par une expansion fiscale qui pousserait les marchés à réévaluer les taux et le Dollar US à des niveaux plus élevés. La Fed pourrait également appliquer une politique plus agressive qu'anticipée. Cela pourrait créer un écart important entre les anticipations décevantes sur la croissance et maintenues sur l'inflation.
- **Notre scénario alternatif 2 avec 10 % de probabilité d'occurrence (stable)** suppose un ralentissement de la croissance mondiale. Le déclencheur pourrait être une détérioration de l'économie américaine (effet négatif de la politique de D. Trump), un durcissement de la politique monétaire chinoise ou les conséquences de la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne.

## Positionnement selon notre scénario central

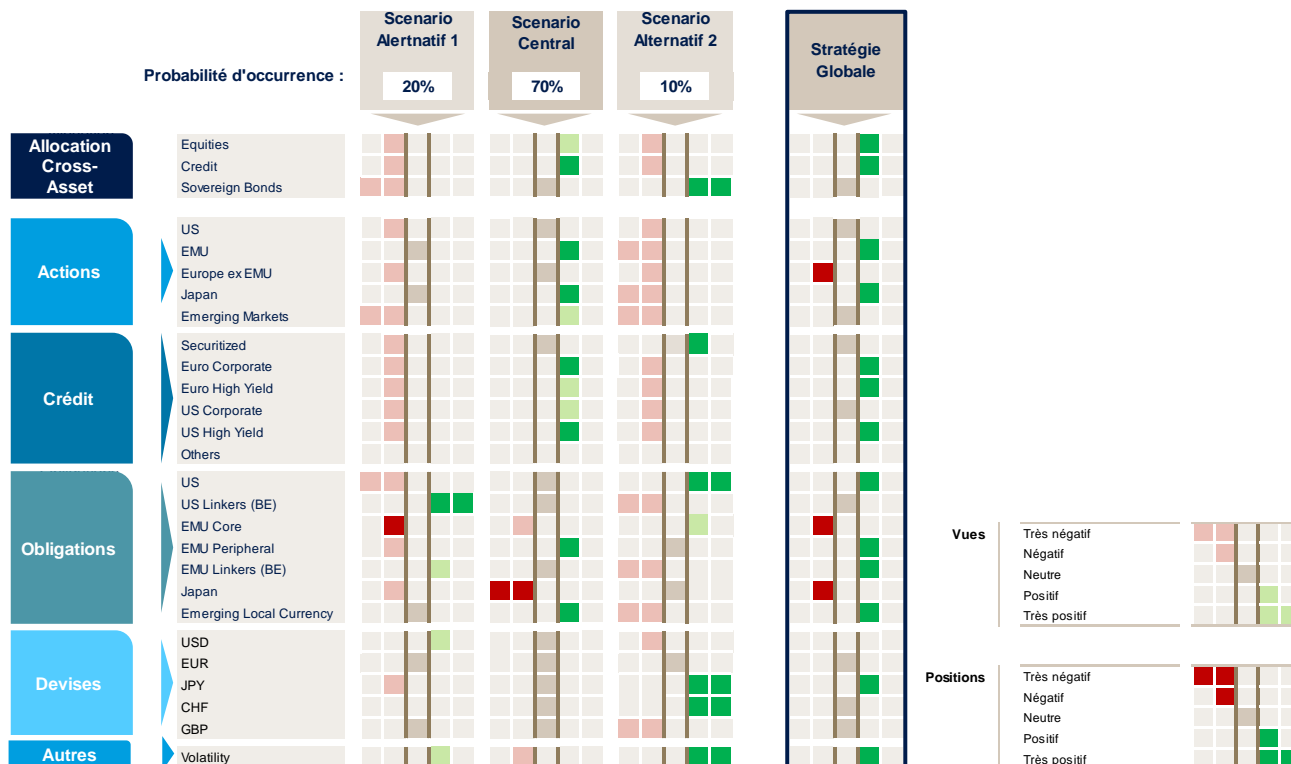
### Le budget de risque augmente de 5 à 6 sur 10

- **Sur les marchés actions**, nous sommes légèrement surpondérés en absolu et en relatif.
  - **Au niveau géographique**, nous maintenons notre exposition longue sur la zone Euro puisque la région bénéficie à la fois de révisions des profits à la hausse et de niveaux de valorisations attractives, tout comme le Japon dont la dynamique des profits est également très forte. En revanche, nous réduisons notre exposition sur les US dont les valorisations sont au plus haut couplées à un essoufflement de l'impulsion en termes de profits. Nous conservons une position neutre sur les marchés émergents toujours tributaires de l'impact potentiel du Dollar US, d'une remontée des taux et de la politique tarifaire mise en œuvre aux Etats-Unis. Nous estimons cependant que les actions émergentes sont peu chères et qu'un redressement des profits s'amorce. Enfin, nous demeurons sous-pondérés sur l'Europe ex-Eurozone pour des raisons de valorisations extrêmement élevées notamment en Suisse et au Royaume-Uni.
  - **Approche sectorielle / factorielle** : nous favorisons toujours le biais « Value » en zone Euro, et rééquilibrions notre exposition sur les US entre le biais « Quality » et « Value » en réduisant nos positions sur les titres dits « Quality ».
- **Concernant les marchés de taux**, nous conservons une sous-pondération en sensibilité aux taux nominaux et une exposition longue sur les actifs obligataires bénéficiant des niveaux de rendement les plus élevés.
  - **Taux** : nous maintenons une position vendeuse en sensibilité aux taux de la zone Core Euro et une exposition longue modérée aux pays périphériques. Nous réduisons notre exposition en sensibilité aux taux US en vendant partiellement notre position sur le taux 2 ans US (bien valorisé selon nous). Nous continuons de réduire notre exposition sur les obligations indexées Euro et US (saisonnalité peu favorable).
  - **Marché du crédit** : nous demeurons globalement positifs sur la classe d'actifs. Nous conservons une surexposition équilibrée entre le secteur industriel et financier et envisageons potentiellement d'arbitrer après les élections françaises notre position longue sur le crédit Investment Grade aux US (marché primaire abondant et détérioration de la qualité) en faveur des pays périphériques (espérance de rendements à venir plus élevée). Nous sommes toujours surexposés sur le crédit High Yield aux US et en zone Euro, et pourrions néanmoins arbitrer en faveur de la dette émergente en devise locale.
- **Devises** : nous conservons notre position longue sur le Yen mais n'avons pas initié d'autres stratégies significatives sur les devises.
- **Couverture macro** : nous conservons notre exposition sur la volatilité actions comme principale stratégie de macro-couverture dans un contexte où les options de couverture se raréfient. En effet, le récent rallye sur les taux US et le Yen a quelque peu diminué la propriété de protection de ces actifs.

**Le budget de risque global a évolué de 5 à 6 sur 10** puisque nous avons d'une part augmenté notre position sur les actions US « Value » caractérisées par un Beta élevé et d'autre part réduit notre exposition aux taux US, jugés trop onéreux, mais agissant comme actif protecteur en cas de remontée de la volatilité.

## Grille Cross-Asset et positionnement du portefeuille

Niveau de risque global : 6/10



## focus

## Comprendre les moteurs des stratégies de macro-couvertures

Un des points différenciants du processus d'investissement de l'équipe Multi-Asset d'Amundi est l'organisation de ses vues autour de scénarios d'investissements. En utilisant une approche « top down », nous partons d'hypothèses macro-économiques pour déterminer un scénario d'investissement central, qui nous paraît le plus probable à moyen terme, ainsi que des scénarios alternatifs, retenus car ils auraient le plus d'impact sur la performance absolue et relative de nos portefeuilles.

Nous attribuons à chaque scénario une probabilité d'occurrence et évaluons systématiquement leur impact sur chacune des classes d'actifs de notre univers d'investissement. Ainsi, l'équipe a-t-elle développé un processus systématique d'identification des facteurs de risque et de quantification de leur impact tant au niveau macro-économique qu'au niveau des actifs.

En investissant selon le scénario central, nous tenons également compte des rendements en cas de scénarios alternatifs. Ceci nous permet de compléter nos portefeuilles par des stratégies de macro-couverture dont nous considérons que le profil de rendement est particulièrement convexe : ces actifs pourraient profiter des scénarios alternatifs sans être trop chers à porter dans le scénario central. Ce sont ces stratégies de macro-couvertures, qui nous aident à construire les portefeuilles avec le plus de résilience possible, que nous détaillons ici.

### 1. Le calibrage des stratégies de macro-couvertures

Le calibrage des couvertures résulte d'une approche à la fois qualitative et quantitative.

Notre confiance dans l'environnement macro-économique et dans les valorisations de marché nous aide à fixer un niveau de risque pris pour l'équipe, situé entre 1 et 10 : ce niveau est aujourd'hui à 6. Cela permet aux gérants de calibrer leur prise de risque au sein de l'enveloppe prévue pour chacun de leurs portefeuilles (définie en valeur absolue pour la gestion absolue et en tracking error pour la gestion relative à un benchmark).

Etant donné ce budget de risque, les gérants peuvent moduler leurs prises de positions en ajustant leurs stratégies de couverture de risque macroéconomique. Ainsi une stratégie de couverture particulièrement performante permettra-t-elle aux gérants d'investir plus sur leurs positions « risquées » pour lesquelles ils ont une forte conviction. Afin de quantifier la performance d'une couverture, les gérants utilisent les modèles internes qui nous permettent de mesurer l'impact de chaque scénario sur le potentiel d'appréciation (ou de perte) de chaque actif pris isolément mais aussi de l'ensemble d'un portefeuille.

Nous intégrons différents indicateurs de valorisation dans notre processus, dont toutes les mesures traditionnelles connues (ratios cours/bénéfice, cours/valeur comptable, cours/chiffre d'affaires, etc.). Les valorisations absolues et relatives sont calculées et revues en permanence afin de tenir compte des nouvelles informations et des fluctuations de cours.

Au-delà de ces indicateurs traditionnels, nous suivons également le ratio de Shiller (ratio cours/bénéfice corrigé des variations conjoncturelles, CAPE) qui fournit une indication de valorisation à plus long terme et à partir duquel nous formulons une hypothèse de rendement attendu à long terme qui serait compatible avec différents niveaux de CAPE. Nous calculons également la prime de risque actions pour la plupart des régions développées et émergentes. Ce modèle fournit une indication claire sur la cherté du marché actions par rapport aux emprunts d'État ou aux obligations d'entreprises.

### 2. Exemples de macro-couvertures

Sur les 12 derniers mois, nous avons eu essentiellement 2 scénarios alternatifs. Leurs caractéristiques précises ont bien sûr évolué sur l'année (comme par exemple leurs hypothèses de taux, de croissance du PIB ou du prix du pétrole) mais leur teneur est restée globalement la même :

- Le scénario alternatif 1 est enclenché par une accélération de la croissance américaine et/ou des salaires américains entraînant une hausse des taux de la Fed plus rapide qu'anticipée, ce qui résulte dans une hausse des taux, de l'inflation et un climat d'incertitude sur les actifs risqués ;
- Le scénario alternatif 2 est un scénario de récession globale qui pourrait être déclenché par un « hard landing » en Chine et par la fin du cycle économique des Etats-Unis.

C'est pour nous protéger de ces scénarios alternatifs que nous considérons différentes stratégies de macro-couvertures. Chacune doit par construction avoir un profil de rendement asymétrique (c'est-à-dire pas trop chère à porter dans le scénario central mais offrant des perspectives de rendement dans les scénarios alternatifs), un potentiel d'appréciation et une bonne liquidité. Nous en utilisons plusieurs en parallèle afin de diversifier notre exposition. Parmi elles, nous considérons par exemple les obligations du Trésor américaines, des stratégies d'option, des devises refuge comme le dollar ou le yen, des matières premières comme l'or, etc.

**Principales stratégies de macro-couvertures initiées par l'équipe de gestion Multi-Asset Institutionnelle en 2016**



**Les exploitants de mine d'or :** En décembre 2016, les actions dans ce secteur ont affiché les 3 qualités requises pour une bonne macro-couverture :

■ **Un profil de rendement asymétrique :**

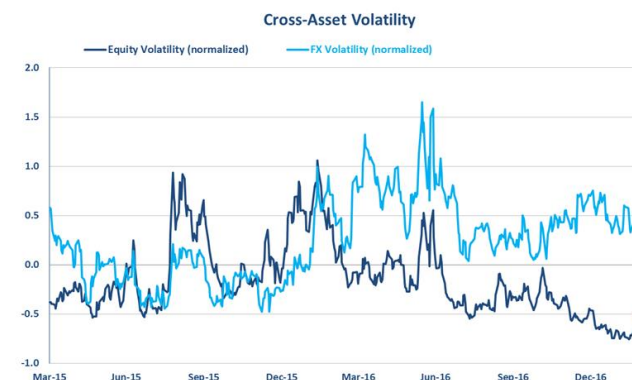
- dans le scénario alternatif 1 caractérisé par une augmentation des taux et de l'inflation, la corrélation quasi nulle des actions de ce secteur avec les actions américaines ainsi que leur bonne sensibilité aux chocs d'inflation devraient offrir un potentiel d'appréciation ;
- leur corrélation négative avec le Dollar US et les taux réels US devrait aussi offrir de la résilience en cas d'inquiétude sur la croissance.

■ **Une bonne liquidité** liée au support d'investissement en actions.

■ **Une bonne valorisation** en décembre.

Néanmoins, en mars 2017, les actions de ce secteur s'étant significativement appréciées depuis décembre et offrant dès lors un profil de rendement moins asymétrique, nous avons préféré réduire notre exposition en mars.

**Les stratégies de protection actions :** l'achat d'options (par exemple des puts donnant le droit de vendre des actions à un cours donné) permet d'offrir une couverture en cas de crises. Le défi est de rendre leur coût acceptable en absence de crise. Or, les niveaux de volatilité implicite actions sont aujourd'hui plus bas que leur moyenne historique (voir graphique ci-contre), ce qui tranche avec les niveaux de volatilité dans d'autres classes d'actif comme le change. Ceci suggère une bonne valorisation, absolue et relative, de ces outils de protection.



Source: Bloomberg

**Protection contre des risques spécifiques : le risque politique.** Les referendums ou élections ont été particulièrement délicats à manœuvrer cette année. A leur occasion, nous avons utilisé une approche similaire, en investissant pour le scénario central mais en prenant des positions permettant de nous protéger si nous avons tort. Ceci est particulièrement bien illustré par le referendum britannique du Brexit. Nous avons préféré nous positionner sur des positions en dehors de l'épicentre EUR/GBP. En effet, on pouvait s'attendre à ce que des investissements comme le franc suisse offrent un coût de portage faible en cas de Breain mais une bonne performance en cas de Brexit et de trouble sur l'Euro. Or les performances de l'EUR et du GBP auraient été trop symétriques.

Notre approche multi scénario est essentielle à notre processus d'investissement : bien appréhender le portefeuille central est crucial mais limiter les pertes des portefeuilles en cas de scénario alternatif nous permet de faire la différence.



**Karin Franceries, CFA**  
Senior Investment Manager, Solutions Multi-Asset



# performances

## Performances brutes de nos composites au 31 mars 2017

Données Amundi à fin mars 2017. Performances brutes des composites GIPS « Gestion Multi-Asset Institutionnelle à faible volatilité », « Multigestion Fonds de fonds Multi-Asset (obligataires) » couvert en euro. Indicateurs de référence respectifs sont, Eonia capitalisé et un benchmark composite : 50% JPM EMU Government Bond Index, 30% JPM Government Bond, 20% Exane ECI – Europe Convertible. Les performances passées ne sont ni une assurance, ni un indicateur fiable des rendements futurs.

	Devise	Performance totale				Performance relative			
		1 mois	YTD	1 an	3 ans*	1 mois	YTD	1 an	3 ans*
<b>Gestion Multi-Asset Institutionnelle à faible volatilité</b>	EUR	0,78%	1,82%	4,86%	3,98%	0,81%	1,91%	5,21%	4,13%
<b>Multigestion Fonds de fonds Multi-Asset (obligataires)</b>	EUR	-0,21%	0,06%	2,67%	5,89%	0,18%	0,55%	1,63%	0,65%
<b>Gestion Multi-Asset Institutionnelle défensive*</b>	EUR	-0,49%	-0,49%	4,15%	4,83%	-0,11%	-0,11%	1,39%	1,23%
<b>Gestion Multi-Asset Institutionnelle 50/50</b>	EUR	1,08%	0,51%	5,19%	4,72%	0,16%	0,03%	1,76%	1,08%

Sources : Amundi - GIPS Composite  
\* Données au 28 février 2017

(\*) chiffres annualisés



### Laurent Tignard

Directeur de la gestion Multi-Asset pour Institutionnels

### Frédéric Pascal

Directeur Adjoint de la gestion Multi-Asset pour Institutionnels

### Eric Tazé-Bernard

Chief Allocation Advisor

### Marc-Ali Ben Abdallah

Senior Analyst, Investment Solutions

### Florian Neto

Client Portfolio Manager

### Dan Lévy

Responsable Spécialistes produits

### Bénédicte Guillemot

Spécialiste produits

### Leslie Debout

Spécialiste produits

Chaque investisseur doit déterminer si les risques propres à un investissement sont compatibles avec son objectif d'investissement et doivent assurer qu'ils comprennent parfaitement le contenu de ce document. Un conseiller professionnel doit être consulté pour déterminer si un investissement est approprié. La valeur ainsi que les revenus d'un investissement peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Les performances passées ne sont pas une garantie ou un indicateur fiable de la performance actuelle ou future. Ce document ne constitue pas une offre de vente ni une sollicitation de vente dans tout pays où elle pourrait être considérée comme illégale, et ne constitue pas une publicité ou un conseil d'investissement.

Ce document n'a pas été rédigé en conformité avec les exigences réglementaires visant à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière ou de la recherche en investissement. Amundi n'est donc pas liée par l'interdiction de conclure des transactions sur les instruments financiers mentionnés dans le présent document. Les projections, évaluations et analyses statistiques présentes sont fournies pour aider le bénéficiaire à l'évaluation des problématiques décrites aux présentes. Ces projections, évaluations et analyses peuvent être fondées sur des évaluations et des hypothèses subjectives et peuvent utiliser une méthode parmi d'autres méthodes qui produisent des résultats différents. En conséquence, de telles projections, évaluations et analyses statistiques ne doivent pas être ni considérées comme des faits ni comme une prédiction précise d'événements futurs.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes au 31/03/2017. Les données, opinions et estimations peuvent être modifiées sans préavis.

Ce document est uniquement destiné à l'attention des investisseurs institutionnels et distributeurs, professionnels, qualifiés ou sophistiqués. Il ne doit pas être distribué au grand public, aux clients privés ou à des investisseurs non professionnels dans quelque juridiction que ce soit, ni aux "US Persons". En outre, tout investisseur doit, dans l'Union Européenne, être un investisseur "Professionnel" au sens de la directive 2004/39 / CE du 21 Avril 2004 relative aux marchés d'instruments financiers («MIF») ou, 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 du 23 Juin 2006 (LPCC) sur les placements collectif de capitaux, l'ordonnance du 22 Novembre 2006 ( CISO) et la circulaire FINMA 2013 sur la distribution de placements collectifs de capitaux. En aucun cas, ce document ne peut être distribué 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 sont pas conformes à la définition d'«investisseurs qualifiés» au sens de la loi et de la réglementation applicable.

Ces résultats sont préparés et présentés en conformité avec les standards de présentation de performance GIPS® (Global Investment Performance Standards).

Les performances sont préparées et présentées en conformité avec les standards de présentation de performance GIPS® (Global Investment Performance Standards). Amundi est en conformité avec les standards GIPS® du 01/01/1994 au 31/12/2015 et dispose d'une attestation par un auditeur. Le total des actifs de la firme au sens GIPS®, soit 605 milliards d'euro à la date du 31/12/2015, inclut l'ensemble des portefeuilles supportant des frais de gestion.

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).

Document émis par Amundi Asset Management, Société anonyme au capital de 746 262 615 € - 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)