

Allocation d'actifs

Nos convictions

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Quoi de neuf ces dernières semaines ?

L'accalmie s'est poursuivie au cours de ces dernières semaines, du fait de la disparition de la quasi-totalité des risques politiques en Europe et des indicateurs économiques encourageants voire même rassurants dans l'ensemble des pays.

1. La croissance se poursuit

Les enquêtes de confiance et les indicateurs économiques continuent de montrer la poursuite de la croissance mondiale, une croissance qui reste tirée par la demande intérieure. Aux États-Unis, les estimations du PIB indiquent un net rebond au deuxième trimestre : après un premier trimestre assez faible (qui a cependant été révisé à la hausse à 1,2 % contre 0,9 % auparavant), il semble bien que cela progresse nettement, les estimations oscillant, en rythme annuel, entre 2,2 % (selon la Fed de New York) et 3,7 % (Fed d'Atlanta), pour le trimestre en cours. Dans le même temps, le taux de chômage a atteint un plus bas sur 10 ans (4,4 % contre un chômage de long terme estimé à 4,7 % par la Fed). Comme l'inflation baisse également (1,9 % pour l'inflation cœur), cela n'inquiète pas les marchés financiers. Même sentiment sur la croissance en Europe avec en plus de bons messages en provenance de l'investissement.

Même le Japon va mieux. L'économie a progressé de 2,1 % annuellement au premier trimestre 2017, soit le 5^e trimestre consécutif d'expansion (au-dessus de la prévision médiane de 1,7 %). Nous avons donc révisé de 1,0 % à 1,2 % notre prévision de croissance pour 2017, mais nous maintenons notre prévision pour 2018.

2. La Chine perd du crédit auprès de Moody's

Moody's a tout récemment dégradé la note de crédit de la Chine, de AA3 à A1. Cette décision est justifiée par le sentiment que « *la force financière de la Chine continue de décliner, la dette augmentant à mesure que la croissance potentielle ralentit* » (voir sur ce point notre article dans le dernier numéro mensuel du cross asset). Moody's note que « *les progrès en cours sur les réformes sont susceptibles de transformer l'économie et le système financier au fil du temps, mais ils n'empêchent pas une augmentation matérielle supplémentaire de la dette et l'augmentation conséquente des passifs éventuels pour le gouvernement* ». La dégradation de la note chinoise n'a pas eu d'impact sur les marchés financiers, et elle aura également peu d'impact sur l'économie chinoise :

- La dégradation de la note ne concerne que les obligations en devises, soit moins de 1,5 % du total des obligations en circulation. Les investisseurs étrangers ne détiennent que 4 % environ des obligations de l'État chinois.
- Alors que Moody's a dégradé la note de crédit de la Chine, l'agence de notation a en même temps révisé à la hausse les perspectives (elles passent de négatives à stables).
- Les quatre principales agences de notation chinoises ont conservé une note supérieure pour le souverain, ce qui a pour conséquence de rassurer les détenteurs domestiques de dette chinoise.

Au total, la décision de Moody's n'a entraîné aucun stress, même si leurs commentaires sur l'endettement et la croissance à long terme ne sont pas totalement rassurants, et nous partageons leurs points de vue depuis bien longtemps.



Les enquêtes de confiance et les indicateurs économiques continuent de montrer la poursuite de la croissance mondiale, une croissance qui reste tirée par la demande intérieure



Moody's dégrade la note de la Chine... une décision sans impact... à tort ou à raison ?



Juin 2017

3. L'inflation progresse, mais reste contenue

L'inflation globale a certes augmenté dans le monde entier (notamment du fait d'un effet de base lié au pétrole), mais l'inflation coeur reste sous contrôle et les anticipations d'inflation sont bien ancrées. La BCE envisage même de revoir à la baisse (une nouvelle fois) ses anticipations d'inflation pour la zone euro. Le pétrole s'est stabilisé dans une fourchette \$50-55, mais on sait bien que l'offre des États-Unis devient cruciale, pouvant entraîner le cours du brut vers une fourchette plus basse, de \$40-50. Sujet d'inquiétude pour les pays producteurs (le Venezuela est au bord de la rupture... i.e. du défaut), mais bonne nouvelle pour les pays consommateurs comme la Chine et l'Inde.

4. Élimination du risque politique en zone euro et apparition des risques aux États-Unis ?

Les risques politiques ont presque disparu des écrans radar en **Europe**, suite à l'élection du pro-européen Emmanuel Macron en France, et à son programme liant réformes, « flexi-sécurité » et élimination progressive des déficits publics.

- Les élections législatives auront lieu en **France** les 11 et 18 juin. Le parti du nouveau président est en tête dans les sondages, avec 31 % des intentions de vote, contre le Front National à 19 %, les partis de droite à 18 %, La France insoumise à 14 %, et le Parti socialiste à 7 %. Avoir la majorité absolue à l'assemblée nationale n'est pas un pari irréaliste pour le nouveau Président français.
- En **Allemagne**, Angela Merkel accroît son avance dans les sondages pour l'élection du 24 septembre : le CDU-CSU est à 34 %, le SPD à 31 %, l'AfD (extrême droite) à 9 %, les verts à 7 %, Die Linke (extrême gauche) à 7 % et le FDP (parti libéral) à 6 %.
- En **Italie**, la situation reste complexe, mais pas forcément inquiétante. Elle est complexe, parce que les clivages sont importants, et que selon les sondages, le parti démocratique et le mouvement 5 étoiles seraient très proches, entre 25 et 30 % chacun. Comme on le sait, le leader du mouvement 5 étoiles veut quitter l'euro mais il n'aura pas les moyens de forcer l'organisation d'un référendum. Une coalition entre le parti démocratique (Renzi) et Forza Italia est toujours le scénario le plus probable. Autrement dit, pas de risque systémique, sachant en outre que l'Italie est sans doute le pays au monde avec la plus grande habitude et capacité à gérer efficacement des coalitions. À noter que La Commission européenne a également adopté une attitude plus conciliante sur le déficit italien.
- En **Grèce**, le Parlement a approuvé la plupart des mesures requises par les créanciers, ce qui devrait ouvrir la voie au décaissement nécessaire pour couvrir les besoins de cet été, ce qui n'est déjà pas si mal.
- De son côté, le **Portugal** est sorti de la procédure européenne pour le déficit excessif.

Aux **États-Unis**, l'augmentation de la pression sur l'administration Trump (sur les allégations d'influence russe) est palpable, et le thème de « *impeachment* » gagne du terrain. À ce stade, les républicains, qui ont une majorité confortable à la Chambre des représentants (55 % des sièges) s'opposeraient probablement à une procédure d'*impeachment* à la Chambre. Ils sont sans doute susceptibles de changer d'avis uniquement si la popularité de D. Trump s'effondre. Rappelons qu'un « impeachment » ne signifie pas la fin de la présidence. En vertu de la constitution, la mise en accusation se produit à la Chambre des représentants si une majorité simple approuve les actes d'accusation précédemment approuvés en comité. Ensuite, la mise en accusation va au Sénat, où un vote à la majorité des deux tiers est nécessaire pour provoquer le départ du président.

L'autre sujet d'inquiétude réside dans la capacité de D. Trump à faire passer son programme. Il a certes obtenu l'accord de la Chambre des Représentants pour l'abrogation de l'Obamacare, mais le Sénat doit encore se prononcer. La Maison Blanche a présenté sa proposition de budget le 23 mai, comprenant de fortes réductions des dépenses publiques, mais il semble bien que la probabilité de voir le projet fiscal adopté par le Congrès durant l'été soit faible. Autrement dit, il y a peu à attendre avant l'automne du côté fiscal. On peut

“ L'inflation progresse, mais n'est pas hors de contrôle ”

“ Les risques politiques ont presque disparu des écrans radar en zone euro ”

“ La probabilité de voir le projet fiscal adopté par le Congrès durant l'été est faible ”

Juin 2017

même ajouter que l'enquête en cours sur une éventuelle influence russe sur l'élection présidentielle) peut ralentir (voire geler) les négociations entre les membres du Congrès sur les questions fiscales. Au total, le risque politique et le risque sur la politique fiscale ont grossi, c'est une évidence.

5. Les politiques monétaires deviennent plus restrictives, mais elles restent accommodantes...

Aux États-Unis, ce sont deux hausses de taux qui sont attendues en 2017 (une en juin et une autre en septembre ou en décembre). Cela nous semble crédible et sans grand risque pour l'économie américaine et les marchés financiers... sauf si l'administration Trump est incapable de mettre en place la politique fiscale envisagée : en effet, la **Fed** peut adopter une politique plus restrictive si la politique fiscale devient plus accommodante. Les États-Unis ne peuvent pas avoir, en même temps, une politique monétaire restrictive, une politique budgétaire restrictive et une politique fiscale neutre, sans que cela soit sans dommages pour l'économie et les marchés financiers (marchés d'actions notamment). Voilà un enjeu particulièrement important pour les marchés obligataires et les marchés d'actions. Cela est d'autant plus vrai que la Fed projette également de revoir sa politique d'achat d'actifs et de procéder aux premières opérations de réduction de son bilan. Les derniers compte rendus de FOMC ont en effet révélé que la Fed envisageait d'introduire des « plafonds » sur les montants en dollars des titres du Trésor et de l'agence qui resteraient en circulation chaque mois (autrement dit, elle cesserait de réinvestir l'intégralité des papiers de son bilan venant à maturité). Ces « plafonds » seraient réévalués tous les trois mois. Cela veut dire que les investisseurs hors Fed devront absorber un surplus d'offre de papiers, et que le marché sera de moins en moins administré/protégé. Indiquons que 427 milliards de dollars des titres du Trésor américain détenus par la Fed viendront à échéance en 2018 et 357 en 2019, dont une partie (à définir par la Fed) ne sera pas réinvestie. Il existe actuellement un consensus large sur le fait que l'annonce d'une modification de la politique de réinvestissement pourrait avoir lieu au cours du quatrième trimestre 2017. S'attendre à une remontée des taux courts et longs aux États-Unis.

La **BCE** a tout récemment changé sa communication du fait de l'équilibre des risques. La BCE est confiante sur la reprise économique, et sur l'inflation. Selon ses différents commentaires, on dit miser sur le maintien de taux bas, « bien plus loin que l'échéance de la politique d'achat d'actifs nets ». Le débat sur l'atténuation du programme d'achats d'actifs est vif, et il n'est pas déraisonnable de penser que la BCE évoquera de nouveaux changements avant la fin de l'année.

Des stratégies d'investissement confortées

De ce qui précède, on peut en déduire quelques conclusions clés.

En premier lieu, **notre préférence pour les actifs risqués doit être conservée**. Les risques politiques en Europe se sont très fortement atténués, et les craintes en matière d'inflation sont amplement compensées par l'amélioration des conditions de croissance.

La vigilance ne doit cependant pas être relâchée. La faible volatilité, la chute de la corrélation entre les actions, le repli des spreads souverains, le repli du niveau des CDS souverains... tout semble indiquer que le risque global a diminué... mais ce n'est bien sûr pas aussi simple, notamment quand on met en relation risque et valorisation. On sait depuis bien longtemps déjà que l'environnement de taux bas a bouleversé les valorisations : les taux longs sont bien plus bas que leurs valeurs d'équilibre hors assouplissement quantitatif des banques centrales et que tout débat sur les QE remet en question le niveau des taux d'intérêt. Autrement dit, l'environnement actuel ne saurait masquer le **risque asymétrique** sur ces mêmes *spreads* : le potentiel d'élargissement est bien plus fort désormais que le potentiel de resserrement, dans des marchés en outre à liquidité limitée.

Il faut garder en tête la présence de risques asymétriques, mais **nous conservons néanmoins une préférence nette pour les obligations d'entreprises**

“ Sans doute pas de grands changements avant l'automne sur le plan de la politique fiscale américaine ”

“ La Fed pourrait modifier sa politique de réinvestissement au cours du quatrième trimestre 2017 ”

“ La BCE pourrait évoquer une atténuation de son programme d'achats d'actifs avant la fin de l'année ”

“ Tout semble indiquer que le risque global a diminué ”

Juin 2017

européennes (vs obligations gouvernementales). La recherche de *spreads* a permis un refinancement des entreprises extrêmement favorable: les entreprises ne sont plus très sensibles à une hausse des taux, et cela donne un répit de 18 à 24 mois, sans doute. Aussi bien aux États-Unis qu'en Europe, les taux de défaut implicites et réels sont faibles, et ils devraient le rester.

La recherche de *spreads* et la meilleure tenue de l'activité économique, ainsi que les réformes à venir sur le marché du travail (en France) sont autant de facteurs qui redonnent un peu plus d'intérêt aux obligations d'entreprises, dettes listées et dettes privées. La recherche de *spread* devient moins confortable au regard des discussions autour des politiques monétaires, mais bien plus confortables au regard de la santé et de la profitabilité des entreprises. Compte tenu de nos anticipations concernant la BCE (maintien des taux bas et poursuite d'un QE suffisant en termes de volume d'achats), poursuivre ces investissements nous semble très cohérent à ce stade.

La présence de risque asymétrique joue également sur les marchés d'actions. C'est pour cela que depuis quelque temps déjà, nous préférons la zone euro — ainsi que le Japon et les marchés émergents — aux États Unis (beaucoup trop chers). La faiblesse des prix des matières premières et du pétrole en particulier sont évidemment des signaux d'alerte pour de nombreux pays, mais il ne fait pas oublier que les zones de croissance dans les pays émergents (nous pensons plus spécialement à l'Asie) sont des zones consommatrices de matières premières.

Nous n'éluons pas non plus le fait que les politiques monétaires deviennent plus restrictives, dans les faits (les taux d'intérêt aux États-Unis), ou dans les anticipations (QE aux États-Unis, QE en Europe notamment), mais l'inflexion n'est pas encore suffisante pour devenir inquiétante. Elle reste limitée à certains pays, et souvent conditionnée à d'autres éléments. En particulier, le resserrement monétaire de la Fed nous semble lié fortement à l'avenir de la politique fiscale... et sur ce point, il n'y a pas lieu d'attendre grand-chose pour l'instant. De même, le débat sur le QE européen grandit, mais les taux vont rester bas et la BCE continuera d'acheter bien plus que le montant des émissions nettes de la zone (lui-même en baisse). Le risque politique, quant à lui, a cédé du terrain. En d'autres termes, on ne trouve pas beaucoup de raisons d'être structurellement court duration sur les pays périphériques de la zone euro.

Une fois n'est pas coutume, nous n'avons pas de vues très tranchées sur les cours de change. Les « *misalignments* » ne nous semblent pas majeurs, et les tendances actuelles ne plaident pas forcément pour des grands mouvements. Certes, certaines devises sont fragilisées par un environnement domestique (re) devenu plus difficile (le real brésilien, la livre turque notamment), d'autres sont aidées par une dynamique de croissance meilleure (le rouble russe), d'autres enfin nous semblent en sursis (le GBP face aux enjeux et aux négociations du Brexit, par exemple), mais les cours de change USD – JPY – EUR devraient peu bouger dans l'immédiat (un petit biais favorable à l'euro nous paraît raisonnable).

“

Regain de croissance, politiques monétaires accommodantes et recherche de *spreads* = un intérêt grandissant pour les obligations d'entreprises, dettes listes et dettes privées

”

“

Depuis quelque temps déjà, nous préférons la zone euro — ainsi que le Japon et les marchés émergents — aux États Unis

”

“

On ne trouve pas beaucoup de raisons d'être structurellement court duration sur les pays périphériques de la zone euro

”

“

BRL et TRY fragilisés, RUB plus solide, GBP en sursis, biais positif pour EUR ?

”

Juin 2017

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

Type de portefeuille		
> Portefeuilles d'actions	> Portefeuilles obligataires	> Portefeuilles diversifiés
<ul style="list-style-type: none"> • Surpondération la plus forte : actions zone euro vs US • Surpondéré Japon et marchés émergents vs US • Surpondéré en facteur value • Choix secteurs Europe <ul style="list-style-type: none"> - Surpondéré : technologie, énergie - Neutre : REITs - Sous-pondéré : utilities, santé, financières • Au sein des pays émergents : <ul style="list-style-type: none"> - Surpondéré : Pérou, Russie, Mexique - Sous-pondéré : Taïwan, Grèce, Turquie, Afrique du Sud, Chili - Neutre : Chine, Inde, Philippines, Thaïlande 	<ul style="list-style-type: none"> • Légère surpondération en actifs risqués • Sous-exposition en obligations gouvernementales, sauf US (neutre) et pays périphériques (surpondéré) • Surpondération crédit Euro • Surpondération en crédit US • Long financières... en restant sélectif : à beta élevé en zone euro, à beta faible aux US • Duration : globalement neutre/short, avec un biais short sur les segments à taux négatifs, et biais long sur les pays périphériques • Court duration en GBP et JPY • Long en obligations réelles US et Euro • Dettes émergentes : <ul style="list-style-type: none"> - Surpondéré en dette en devises dures (long USD) - La poursuite de la reconstitution de la poche dette en monnaie locale s'est poursuivie (désormais également surpondéré) • Réduction du Long USD vs EUR et JPY • Peu de positions longues en devises matières premières 	<ul style="list-style-type: none"> • Surpondéré en actions zone euro • Positions longues en facteur « value » en Europe • Positions longues en facteur qualité aux US • Globalement positif sur les actions japonaises • Sous-pondéré en actions US • Globalement short duration sur la poche obligataire • Garder la surpondération (et long duration) en obligations périphériques euro par rapport au cœur • Légère surpondération en US Treasuries • Obligations d'entreprises : positif sur HY et IG, Europe et US, long financières et industrielles • Surpondéré en dette EMG hard currencies vs. dette locale • Devises : légèrement Long USD et JPY • Positions macro-hedging conservées : volatilité et US Treasuries • Vues positives sur les breakeven inflation toutes zones



Amundi Research Center

Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets **Equities**

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate **High Yield**

Publications récentes

Working Papers

- **Factor Investing: The Rocky Road from Long-Only to Long-Short**
MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*,
ARIANE SZAFARZ, *Université Libre de Bruxelles*
- **Longevity Risk: To Bear or to Insure?**
LING-NI BOON, *Investor Research Center – Amundi*, MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*, BAS J.M WERKER, *Professor of Finance and Econometrics at Tilburg University*
- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**
THIERRY RONCALLI – *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

- #10 – **Spread OAT/Bund : évolution récente, niveau d'équilibre et perspectives**
BASTIEN DRUT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #9 – **Macron Président : les risques disparaissent ... retour aux fondamentaux**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #8 – **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #7 – **Premier tour de l'élection présidentielle: Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #6 – **Les candidats et l'Europe: loyauté, protestation, défection?**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*, VALERIE LETORT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #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*

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 1 086 262 605 € - 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 - wissanu01