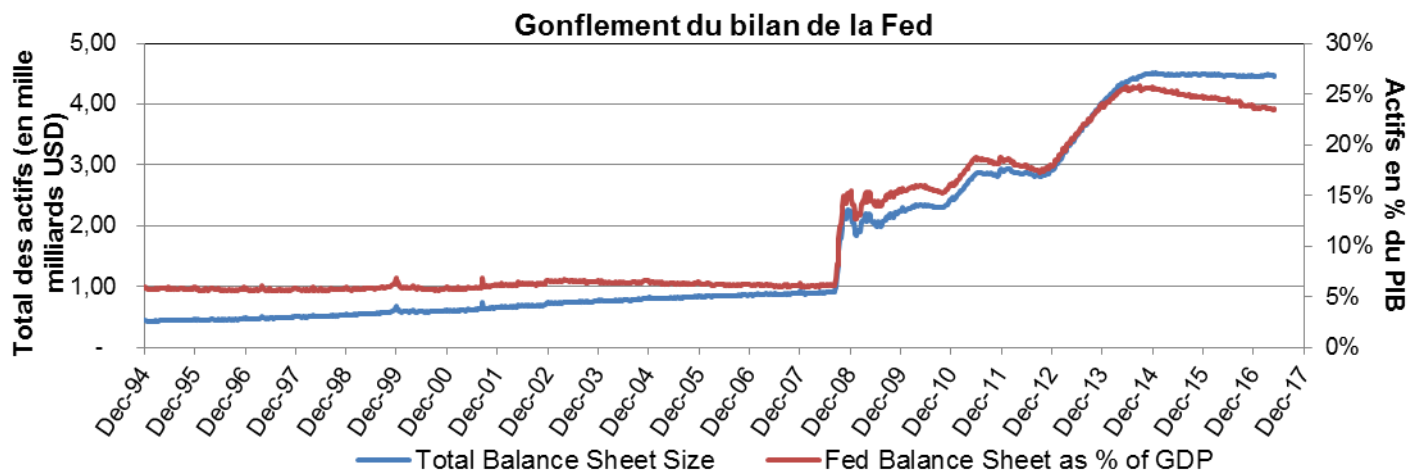


DE LA NORMALISATION DES BILANS DE BANQUES CENTRALES...

Depuis la crise financière mondiale, les banques centrales des marchés développés du monde entier font gonfler leur bilan. Aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon, la taille des bilans a en effet plus que triplé et représente aujourd'hui en moyenne 28 % du PIB nominal (contre 12 % en 2007). La BCE et la BoJ devraient poursuivre sur cette lancée au moins jusqu'à l'été 2018. La Réserve fédérale américaine (Fed), quant à elle, prépare les marchés à une réduction, ou tout du moins à une « normalisation », de son bilan, qui devrait débuter fin 2017. **Les marchés sont confrontés à une question essentielle : dans quelle mesure la réduction des bilans des banques centrales impactera-t-elle la reprise actuellement engagée ?**



Source: US Federal Reserve. As of Mar 31, 2017.

Afin de répondre à cette question, nous devons nous pencher sur divers éléments : a) le plan de la Fed et la communication qu'elle adopte dans le cadre de sa stratégie de réduction, notamment via des informations plus vastes à l'intention des marchés financiers, b) le rythme de réduction, c) le déroulement et la hiérarchisation des réductions par rapport aux hausses de taux d'intérêt et d), la nouvelle « taille idéale » du bilan de la Fed.

Jusqu'ici, les informations divulguées par la Fed quant à son programme de réduction se sont avérées satisfaisantes et n'ont pas pénalisé les marchés outre mesure. Deux éléments ressortent du dernier compte-rendu de la réunion du FOMC. 1) Tous les responsables se sont prononcés en faveur d'une réduction du bilan de la banque, et ce dernier devrait être entamé cette année. 2) Le processus de réduction sera progressif et suffisamment anticipé de sorte à permettre tout ajustement si nécessaire. Comme indiqué dans le compte-rendu du mois de mai 2017, « tant que les perspectives économiques ne se détériorent pas de manière significative, le processus consistant à réduire les positions de la Réserve fédérale, une fois entamé, devrait se poursuivre sans que le Comité n'ait à effectuer de quelconques ajustements. »

En outre, la Fed a jusqu'à présent indiqué que la réduction de son bilan serait tributaire de la normalisation des taux d'intérêt. Bien qu'une réduction du bilan et une hausse simultanée des taux soient possibles (ce

qu'on appelle le « double effet » du resserrement des conditions financières), il est plus probable que la Fed accorde aux marchés et à l'économie un peu de répit pour intégrer l'annonce de ce revirement de politique.

Si la taille du bilan idéale est une notion subjective, beaucoup estiment qu'elle n'est pas radicalement inférieure à son niveau actuel dans la mesure où la mise en œuvre de la politique monétaire doit s'effectuer selon les méthodes actuelles et compte tenu de la demande en monnaie (un passif qui nécessite des actifs au bilan).

À la lumière de ces éléments, **la réduction du bilan de la Fed ne devrait pas significativement peser sur l'économie**. Depuis la crise, la banque a tenu à appliquer le principe de la dépendance des données, et toute nuisance externe pourrait rapidement se traduire par un ajustement de sa politique. Notons par ailleurs que la réduction du bilan s'effectue dans un contexte marqué par une augmentation de la dette du secteur privé et, par conséquent, les bilans des banques commerciales devraient être gonflés sous l'effet de la création de crédit. Les politiques de relance sont retirées à juste titre dans le cadre d'un ajustement contracyclique. Certes, la réduction du bilan, un processus qui s'effectuera en terrain inconnu, comporte un certain nombre de risques. Plus directement, le retrait des plans de relance pourrait se traduire par un effet inverse, à savoir une accentuation de la volatilité et une hausse des primes de risque.

Pour l'heure, les rendements des bons du Trésor américains semblent élevés en raison de la perspective d'un nouveau déséquilibre entre l'offre et la demande imputable à la réduction du bilan. Le crédit d'entreprise et immobilier américain reste correctement valorisé et son spread dispose d'une marge de resserrement durant cette nouvelle phase de durcissement de la politique monétaire.

Dan Dektar

*CIO Amundi
Smith Breeden*



	Allocation Globale					Sans Opinion
	--	-	=	+	++	
Obligations d'Etats						
Duration						
Courbe						
Inflation						
INVESTMENT GRADE						
Haut Rendement CORPORATE						
Dette Emergente						
Devises fortes						
Devises locales						
Corporate						
SECURITIZED US						
MBS Gouvernemental						
Non Gouvernemental						
Change						
EUR						
USD						
GBP						
JPY						
Emergents						
	Flattening			Steepening		
Courbe	--	-	=	+	++	Sans Opinion
Euro						
US						

--	Forte sous pondération
-	Sous pondération
=	Neutre
+	Sur pondération
++	Forte sur pondération
x	Sans opinion
	Révision à la baisse
	Révision à la hausse
	Aucun changement

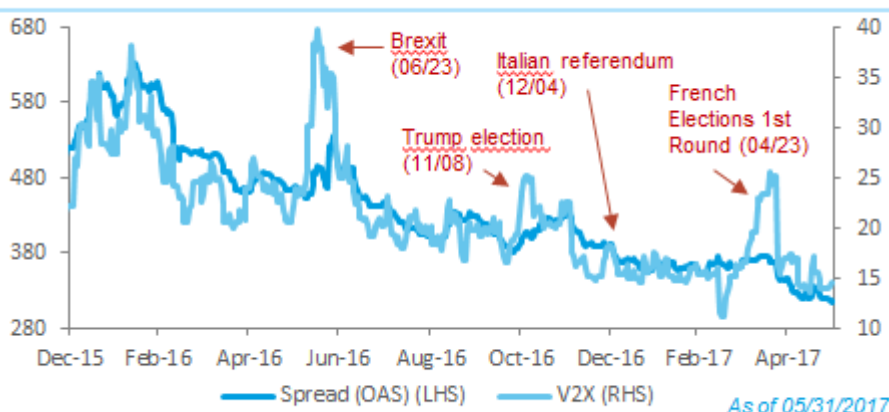
convictions

Principaux thèmes d'allocation dans nos portefeuilles

Toujours en quête de rendements

Les spreads des obligations européennes à haut rendement (HY) se sont régulièrement resserrés ces derniers mois, en baisse de 80 pb depuis le début de l'année, dont près de 60 pb depuis le premier tour des élections présidentielles françaises fin avril. Comme le révèle le graphique ci-dessous, la tendance positive que connaît le haut rendement européen n'a été entravée par aucun événement politique et les pics de volatilité (indice V2X) sont restés limités et de courte durée.

Spread versus Volatility



Sources: Merrill Lynch, Bloomberg

Si les valorisations semblent tendues en termes absolus, avec un rendement actuariel le plus défavorable de 2,9 % et un spread d'environ 310 pb (proche de son plus bas de 2014), plusieurs facteurs devraient continuer de soutenir la classe d'actifs dans les mois à venir. En effet, l'environnement macroéconomique actuel, marqué par une croissance relativement atone et une inflation sous-jacente faible, est favorable.

La BCE devrait donc conserver son approche accommodante et maintenir des taux d'intérêt bas. Ce contexte devrait en outre décourager les émetteurs HY de poursuivre des politiques financières plus agressives que nécessaire. Ces derniers ayant par ailleurs bénéficié de conditions de financement particulièrement avantageuses au cours des dernières années, les taux de défaut ne devraient pas augmenter à court terme et se maintenir en-deçà de la moyenne (environ 2 %).

De plus, les facteurs techniques devraient rester solides. En dépit des faibles entrées de capitaux en direction des fonds ouverts européens à haut rendement depuis le début de l'année, le programme d'achat d'obligations d'entreprise de la BCE (CSPP) continue de bénéficier à cette classe d'actifs dans la mesure où les investisseurs Investment Grade (IG) en quête de rendements se tournent de plus en plus vers des émissions plus risquées. La décision de la BCE d'abaisser de 80 millions d'euros par mois à 60 millions d'euros par mois son programme d'assouplissement quantitatif à compter d'avril concerne davantage le PSPP (programme d'achat de titres de dette publique) que le CSPP. Enfin, le niveau modéré des émissions nettes enregistrées sur le marché du HY européen (de nombreux émetteurs se sont d'ores et déjà refinancés et la concurrence des prêts – particulièrement intéressants pour les émetteurs – est plutôt favorable aux cours du marché secondaire).

En tenant compte de cette dynamique positive observée depuis le premier tour des élections présidentielles françaises, le bêta de nos portefeuilles a été porté de 1 à 1,10. Nous avons prolongé la durée de certaines transactions chez des émetteurs dotés d'une large structure du capital car nous estimons que les courbes sont quelque peu pentues à l'heure actuelle. Nous privilégions toujours les notations BB/BB- du marché secondaire car elles offrent un potentiel de hausse plus important que certains de leurs homologues notés B pour lesquels la performance est plafonnée par des opérations à court terme. Les titres notés B sont plus intéressants sur le marché primaire, sur lequel nous nous montrons sélectifs afin d'éviter tout risque idiosyncrasique. Par ailleurs, nous avons conservé notre exposition aux titres d'entreprises hybrides et aux

Sources : Les performances passées ne sont ni une assurance, ni un indicateur fiable des rendements futurs.

obligations convertibles contingentes (CoCo) en particulier, qui offrent toujours des rendements attractifs par rapport aux obligations d'entreprise.

Marie-Anne Allier

*Responsable, Gestions
obligations Euro,
Paris*



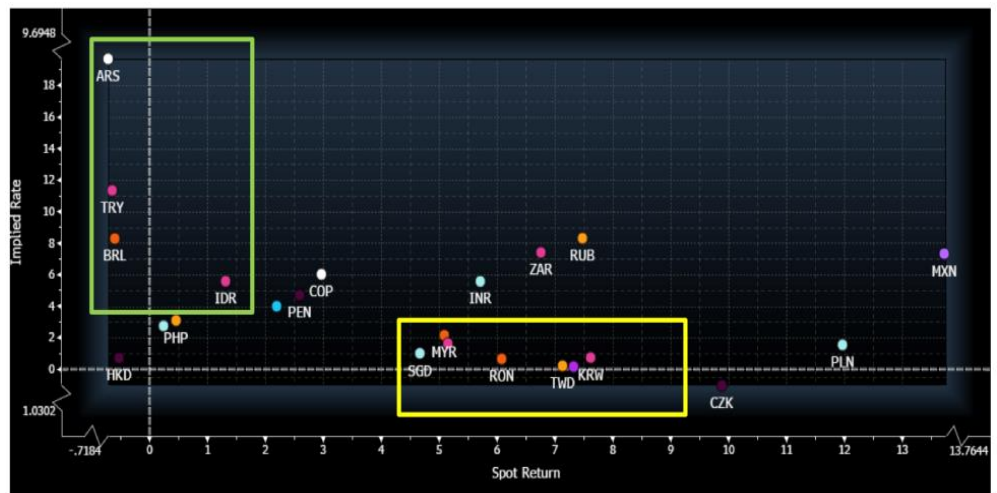
Émetteurs à faible rendement : une opportunité d'achat ?

Pour reprendre la célèbre remarque de James Carville, stratège pour la campagne de Bill Clinton en 1992 : « It's the economy, stupid! ». Cette année, l'expression sonne comme une évidence pour la performance des devises asiatiques génératrices de faibles rendements.

La performance habituelle des stratégies de « carry trade » s'est inversée cette année sur le marché des changes : les devises asiatiques à faible rendement ont fortement surperformé les devises émergentes à haut rendement. Le won coréen, le dollar taïwanais, le ringgit malais et le dollar singapourien, qui génèrent en moyenne moins de 1 % (taux à terme implicite sur 3 mois), sont parvenus à surperformer la lire turque, le réal brésilien et la roupie indonésienne (dont les rendements avoisinent les 11,5 %).

Comme l'indique le graphique ci-dessous, les devises à faible rendement (encadré jaune) ont généré des performances nettement supérieures aux devises à haut rendement (encadré vert). En effet, leurs performances s'inscrivent entre +4,6 % et +7,5 %, surpassant clairement la lire turque et le réal brésilien (+0,4 % et +0,6 %, respectivement). Cette performance est comparable à celle d'autres devises à plus haut rendement telles que la roupie indienne (+5,8 %) ou encore le rouble russe (+8,0 %).

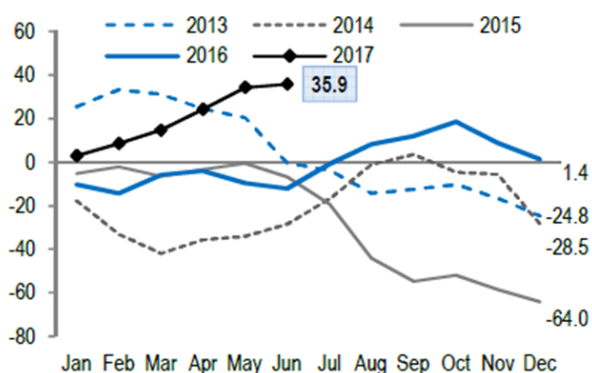
Performances du taux au comptant des devises asiatiques et autres devises émergentes depuis le début de l'année par rapport à leur taux à terme implicite sur 3 mois



Source: Bloomberg

Pourquoi donc ? L'explication se trouve dans l'économie. Ou plus précisément sur les marchés des actions. La croissance positive observée cette année et la belle performance des marchés boursiers ont attiré d'importants capitaux en direction des actions émergentes, enregistrant même un volume supérieur aux capitaux sur les obligations émergentes.

Exhibit 20: Annual cumulative EM equity flows



Le graphique ci-dessous indique le volume annuel cumulé de capitaux en direction des actions émergentes (ligne noire – 2017), et nous constatons que les flux sont d'ores et déjà plus importants que pour les années précédentes (à partir de 2013, l'année du « Taper Tantrum »). En dépit des faibles rendements, les investisseurs en actions continuent de se tourner vers les régions émergentes, soutenant ainsi les devises génératrices de faibles rendements de Taïwan et de la Corée du Sud, où les marchés boursiers ont fortement bénéficié du cycle technologique.

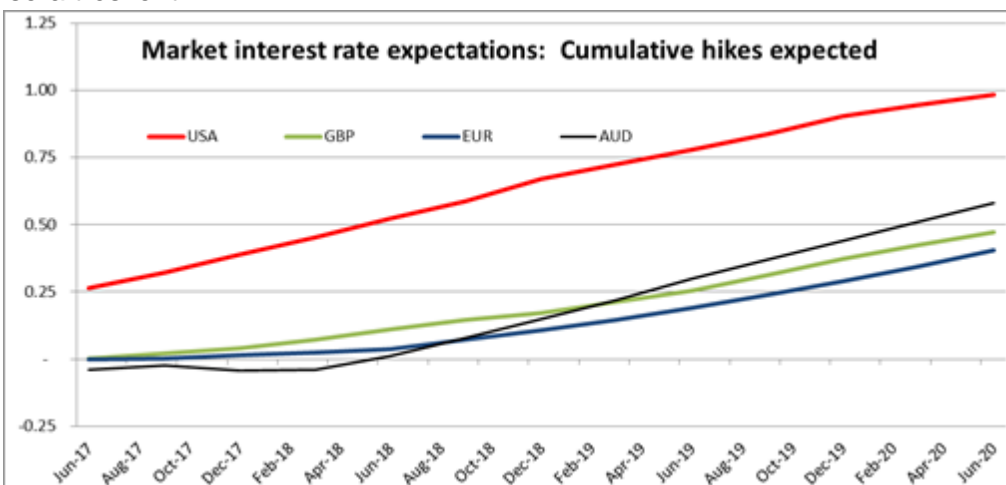
À l'avenir, la résurgence de divers flux de portefeuille constituera pour les marchés des changes un moteur de performance plus important que l'habituel « carry trade ». Les investisseurs en obligations mondiales et émergentes ont tout intérêt à surveiller de près ces recommandations d'achat à l'égard des actions !

Philip Chow*CIO Amundi
Singapore*

Faible volatilité : les banques centrales ont la main

2016 : l'année des rebondissements. Du Brexit aux élections américaines, des craintes de déflation au « reflation trade » de Donald Trump, les marchés ont connu plusieurs sentiments en 2016, passant de craintifs à avides, et évoluant au gré des mesures d'assouplissement des banques centrales et des plans de relance budgétaire aux États-Unis. L'un des plus grands rebondissements cette année aura peut-être été l'absence de volatilité en dépit de la fin du reflation trade de Donald Trump, du retrait progressif du soutien apporté par les banques centrales, des nombreux risques idiosyncrasiques des politiques au Brésil, du plan de sauvetage d'une banque espagnole de taille moyenne et de la rivalité de plus en plus préoccupante qu'ont entretenue l'Arabie saoudite et l'Iran ce dernier mois. La faiblesse de l'inflation et des salaires a aidé à limiter la volatilité, permettant aux banques centrales des États-Unis et de la zone euro d'adopter une approche excessivement progressive dans leur communication concernant la normalisation de leurs politiques monétaires.

La réunion de la Banque centrale européenne (BCE) au mois de juin en est un parfait exemple. Grâce aux solides enquêtes de conjoncture, à l'amélioration des statistiques relatives aux prêts et à l'emploi, la BCE a revu à la hausse ses prévisions de croissance pour les deux prochaines années. Néanmoins, les faibles cours du pétrole, associés à une inflation sous-jacente limitée et des salaires peu élevés, ont incité la banque à revoir à la baisse ses perspectives d'inflation. Très clairement, selon les marchés, la probabilité d'un durcissement monétaire soudain et préventif est faible, et la BCE peut se montrer particulièrement patiente en annonçant suffisamment à l'avance toute évolution de son approche. Le rythme de normalisation sera très lent.



Ce contexte marqué par une croissance solide, une faible inflation et l'absence de chocs monétaires joue en faveur des actifs risqués. Ainsi, nous avons adopté au sein de nos portefeuilles d'obligations internationales une surpondération du crédit des marchés développés comme émergents.

Les valorisations actuelles rendent toutefois la stratégie de taux d'intérêt plus ambiguë. Au 8 juin 2017, les marchés tablaient sur un relèvement de taux de la Réserve fédérale américaine (Fed) d'environ 0,67 % au cours des 18 prochains mois, mais les perspectives de relèvement de la Banque sont de l'ordre de 1,25 %. En Europe, la première hausse de taux devrait selon les marchés avoir lieu fin 2019 (0,25 %). L'exposition aux taux d'intérêt constitue toujours une couverture intéressante face aux actifs risqués. Mais les banques centrales ralentissent leur processus de normalisation en ne cherchant pas à s'attaquer à l'inflation. Par conséquent, hormis si l'on s'attend à une récession, la probabilité d'une hausse de taux, en particulier sur les maturités courtes, est faible.

Aussi avons-nous décidé d'adopter une stratégie axée sur les obligations internationales qui génère des rendements attractifs sur les marchés du crédit développés comme émergents, en particulier sur les

obligations présentant un bon potentiel de plus-values. À l'inverse, nous sous-pondérons la duration et privilégions les titres à plus longue échéance qui offrent une meilleure prime de risque et, par conséquent, une meilleure couverture face aux actifs risqués.

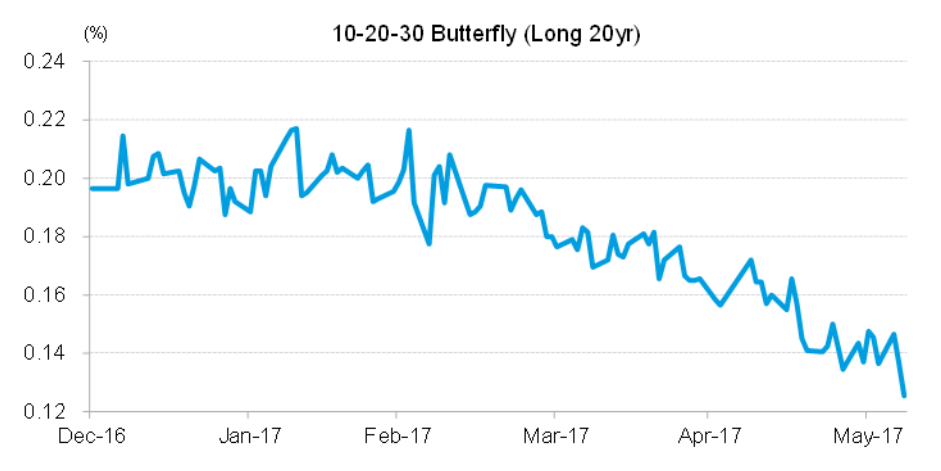
Laurent Crosnier*CIO Amundi
London*

Stratégie à Tokyo

Comme abordé ces derniers mois, la politique non conventionnelle de la BoJ visant à contrôler la courbe de taux (YCC) a permis de maintenir les emprunts à 10 ans dans une fourchette particulièrement étroite de 6 pb et, par conséquent, les emprunts à 20 ans et à 30 ans à 7 et 5 pb respectivement. Néanmoins, la réduction du volume global d'achat d'emprunts d'État japonais (JGB) a pénalisé la partie avant de la courbe, faisant grimper les obligations souveraines à 2 ans de 10 pb et à 5 ans de 8 pb.

Bien que nous disposions d'une marge de manœuvre de plus en plus limitée dans l'établissement de positions en fonction de la forme de la courbe, la courbe des JGB offre encore des opportunités si l'on s'intéresse à l'analyse de la valeur relative.

- Positionnement en valeur relative basée sur une analyse du coussin de rendement : long 2, 7, 10 et 20 ans au prix de positions profondément short en 5 et 30 ans.
- Maintien de la stratégie Butterfly 10-20-30 (long 20 ans et short 10 et 30 ans), qui a permis de générer de belles performances.
- Maintien des positions sur les points morts d'inflation, plutôt que d'établir des positions en anticipation d'une pentification de la courbe des poches 2 et 5 ans.



Le mois de mai a été marqué par d'importants volumes d'émissions d'obligations d'entreprise. Certains des émetteurs se sont montrés particulièrement ambitieux dans leurs efforts de réduction des coûts, à tel point que le taux de souscription s'est avéré bien inférieur aux attentes. Ce pourrait être le signe d'un revirement de tendance au sein du marché du crédit. Si la BoJ apporte toujours un soutien monétaire à ce marché via son programme d'achat d'obligations d'entreprise, nous pourrions toutefois être amenés à adopter une approche plus prudente vis-à-vis du crédit japonais.

- Maintien de la surpondération des émissions à court terme sur le segment de la dette d'entreprises japonaises, et maintien de la neutralité pour la duration pondérée du portefeuille de crédits.

Shinichiro Arie

*CIO Fixed Income
Japan*





Comité éditorial

Eric Brard

Directeur mondial gestions Taux, Amundi Group

Laurent Crosnier, CFA

CIO, Amundi Londres

Marie-Anne Allier

Responsable gestions Obligations Euro

Shinichiro Arie, CFA

Responsable gestion Obligations Japon

Patrick Guivarch, CFA

Responsable gestion Taux Assurances

Philip Chow

CIO Taux, Amundi Singapour

Daniel C. Dektar

CIO, Amundi Smith Breeden

Ont également contribué à ce numéro:

Marina Cohen, Head, Euro HY, Paris

Howe Wan, Asian Fixed Income, Singapore

Myles Bradshaw, GFI, London

Majyd Saihi, Head, TEC Investment Specialist team,

Celine Vinette, Investment Specialist

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.

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. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des Etats 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.

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

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 au 31/05/2017, elles peuvent être modifiées sans préavis.

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