

# Nos convictions

## Nos convictions

PASCAL BLANQUÉ, CIO Amundi - PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur Recherche, Stratégie et Analyse

### L'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis a eu plusieurs conséquences majeures sur les marchés financiers :

- Tout d'abord, un *repricing* des perspectives de croissance, des anticipations d'inflation, et une nette montée des taux longs, ce qui est particulièrement significatif dans un environnement jusque-là déterminé par les débats sur les taux durablement bas, sur la stagnation séculaire et sur la fin de l'inflation. La question est bien de savoir si ce *repricing* se justifie uniquement à court terme ou également à long terme. En clair, est-on en train d'assister à une extension d'un cycle de croissance en train de s'essouffler ou plutôt au tout début d'un nouveau souffle et d'un nouveau cycle de croissance ?

Une nouveauté depuis de nombreuses années : des tensions fortes entre la Fed et l'administration en place

- Plus encore, dans un monde dominé par des banques centrales accommodantes et allant dans le sens des pouvoirs en place, sont apparues des fortes tensions entre la nouvelle administration américaine et la Fed sur la conduite de la politique monétaire tout d'abord, puis tout récemment sur le rôle actuel (jugé « inacceptable ») de la Fed dans la réglementation (notamment bancaire). Mis à part le fait que Janet Yellen ne sera probablement pas reconduite à son poste en 2018, on peut (doit ?) s'attendre à la montée des tensions entre Fed et administration Trump, ce qui ajoutera de la volatilité sur les marchés

L'auto-centrisme économique n'augure rien de bon en matière de relations internationales et de croissance mondiale

- Le débat sur le protectionnisme a également de quoi sérieusement inquiéter. L'histoire est remplie d'épisodes de ce genre qui n'incitent pas à l'optimisme en matière d'expansion économique. Cette thématique intervient

à un moment où le commerce des biens est en repli marqué, et on sait combien l'expansion du commerce est allée de pair avec des politiques étrangères marquées par l'ouverture. L'auto-centrisme économique n'augure rien de bon en matière de relations internationales. Les velléités protectionnistes américaines se sont déjà traduites par des tensions diplomatiques et économiques avec la Chine (qui a resserré son contrôle des capitaux), le Mexique et même le Japon.

États-Unis : miser sur une extension du cycle actuel est raisonnable à ce stade... Croire en un nouveau cycle de croissance ou en une amélioration de la croissance potentielle est pour l'heure excessif

Au total, nos convictions sont les suivantes :

- Miser sur une extension du cycle actuel est raisonnable à ce stade... croire en un nouveau cycle de croissance ou en une amélioration de la croissance potentielle est pour l'heure excessif. La croissance américaine va certes bénéficier d'une politique budgétaire et fiscale plus généreuse, mais nous ne devrions pas pour autant assister à un nouveau – et plus solide – cycle de croissance. On suivra néanmoins avec attention les futures décisions en matière de fiscalité, et notamment celles qui devraient concerner l'impôt sur les sociétés, qui redonnera un nouvel élan au marché d'actions.

Marchés d'actions : nos choix pays entre Japon, États-Unis et Europe sont assez peu marqués, même si nous avons actuellement une légère préférence pour la zone euro

- **Malgré tout, le contexte est redevenu favorable au marché d'actions, notamment sur les thèmes « domestiques » américains** (Small caps – Mid caps, demande interne, et secteurs cycliques). **Nous avons cependant réduit ces expositions au bénéfice du marché européen**, qui nous paraît prometteur et surtout moins risqué en termes de valorisation. Avant l'élection de D. Trump, nous considérons excessive la valorisation du marché américain (grandes capitalisations et SMID caps). Autant dire que c'est encore le cas si nous ne croyons pas en un nouveau cycle de croissance et de profits. La prochaine publication des résultats d'entreprises (m-mars) sera le « juge de paix ». Pour l'heure, les choix pays entre Japon, États-Unis et Europe sont assez peu marqués, même si nous avons actuellement une légère préférence pour la zone euro. Les facteurs « qualité » aux États-Unis et « value » sont revenus au premier plan dans nos allocations.

## Marchés des obligations d'entreprises : rester surpondéré

- **Même chose pour les obligations d'entreprises : nos portefeuilles sont surpondérés en cette classe d'actifs, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe.** À noter toutefois que les obligations américaines, compte tenu du *releveraging* des entreprises américaines, sont plus vulnérables que leurs homologues européennes à toute hausse des taux.
- **Les hausses de taux longs américains ne dureront pas :** il nous semble que nous vivons un épisode de changement de bande de fluctuation et non un changement de régime. L'écart de taux avec l'Europe ou le Japon notamment, ou encore les primes de terme devraient bientôt redonner de l'intérêt aux obligations gouvernementales américaines. À noter que celles-ci revêtent un **intérêt particulier pour le portage** qu'elles offrent, mais aussi pour les **qualités naturelles de macro-hedging** en cas de difficultés dans le monde émergent, ou en Europe.

Les taux américains ne monteront pas de façon durable et retrouvent déjà une partie de leurs qualités de portage et de *macro-hedging*

- Dans un environnement de faible remontée des taux longs américains, et de remontée temporaire, **ne pas s'attendre à une forte remontée des taux longs en Europe** et ce d'autant plus que la BCE continue d'acheter bien plus que les émissions nettes de la zone euro. La fin du QE de la BCE signifierait cependant une forte remontée des taux 10 ans allemands (+ 150pb pour être en ligne avec leur valeur d'équilibre) et des taux des pays périphériques (entre 250pb et 350pb selon les pays), autant dire une crise sur l'obligataire. Le risque ne viendra pas en 2017 de la BCE, mais de la montée des risques politiques qui vont maintenir les *spreads* à des niveaux plus élevés qu'au cours de ces deux dernières années. L'enjeu des élections hollandaises, italiennes ou françaises, c'est l'avenir de l'Europe, et c'est pour cela que tous les *spreads* seront concernés. **Rester à l'écart des pays à faible solvabilité, à forte instabilité politique.**

Europe : ne pas s'attendre à une forte remontée des taux longs allemands, mais miser sur un écartement durable des *spreads* de crédit souverains, compte tenu du contexte politique

- L'inflation remonte aux États-Unis, principalement du fait de la remontée du prix des matières premières, et cela nourrit les anticipations d'inflation, ce qui valide des hausses de taux de la part de la Fed. La hausse des prix sera très bientôt au-dessus de la cible de la Fed (2 %) et les craintes de voir l'inflation continuer de progresser sont redevenues un thème majeur. Ces craintes nous semblent largement exagérées à ce stade de croissance, mais il a suffi à nous inciter à regarder de près les **obligations indexées sur inflation**. Jugées intéressantes pour leur valorisation extrêmement faible et leur énorme sous-pondération dans les portefeuilles, nous avons décidé de revenir sur ces marchés au premier trimestre 2016 du fait des **qualités de macro-hedging** de cette classe d'actifs. Nous sommes désormais investis pour des raisons davantage liées à leurs propres **fondamentaux**, dont le cycle d'inflation et la meilleure tenue du prix du pétrole (pour les échéances courtes des obligations réelles).

## Obligations indexées sur inflation : notre investissement s'est porté aussi bien sur les titres américains que sur leurs homologues européens

- **La Fed ne sera pas agressive dans ses hausses de taux. Nous n'entrons toujours pas dans un cycle de normalisation monétaire**, fort différent de celui que la Fed avait entamé en 1995 (+ 300pb en un an) ou en 2004 (+ 425pb en deux ans). Elle va certes profiter de la situation actuelle (« repricing » de la croissance, de la politique économique et des anticipations d'inflation) pour reconstituer des marges de manœuvre, mais les conditions réelles (croissance potentielle, endettement des entreprises, niveau réel de l'inflation...) ne devraient pas lui permettre de procéder à de nombreux resserrements monétaires. **Nous attendons deux hausses des taux en 2017.**

## Fed : deux hausses des taux en 2017, mais toujours pas de véritable normalisation

- Même si l'élection de D. Trump à la présidence des États-Unis a détourné bon nombre d'investisseurs des marchés émergents (tensions politiques, craintes de mesures protectionnistes, attaques politiques frontales...) et nous a également incités à réduire fortement notre exposition, nous maintenons notre vue à moyen terme : **les marchés EMG conservent beaucoup d'atouts**. Des valorisations attractives, des devises souvent sous-évaluées, des sous-pondérations importantes dans les portefeuilles, des flux de capitaux potentiellement élevés... tout cela justifie de rester positif (pour plus de détails, se référer à notre édition du mois de janvier, pages 10 et 11 pour la Chine, pages 11 et 12 pour les marchés émergents en général). Nous escomptons d'ailleurs une belle performance

Nous préférons nettement la dette en devises dures au détriment des dettes en devises locales, à fort potentiel... mais pour plus tard

de ces marchés en 2017. Pour l'heure, nous sommes sous-exposés en devises émergentes, en actions émergentes et en produits de dette. Nous préférons nettement la dette en devises dures au détriment des dettes en devises locales, à fort potentiel... mais pour plus tard.

## Fed : deux hausses des taux en 2017, mais toujours pas de véritable normalisation

- **Le dollar conserve nos faveurs**, compte tenu des divergences de dynamique des anticipations de croissance, de l'élargissement des écarts de taux entre États-Unis et Japon \ Europe, et des orientations différentes de politiques monétaires. En outre, la faiblesse des devises émergentes ne devrait pas réellement s'inverser tant que les craintes de mesures protectionnistes demeureront.

## Rester long USD nous semble approprié dans le contexte actuel

- **Les stratégies de macro-hedging sont conservées**. Le contexte géopolitique mondial, les tensions diplomatiques entre les États-Unis et certains grands pays (Chine et tête) et le contexte politique en Europe justifient quelques mesures de protection. Les marchés de US Treasuries, la volatilité, le cash en USD et les obligations indexées sur inflation sont particulièrement intéressants de ce point de vue. Pour ceux qui miseraient sur des coups de semonce plus sérieux, avoir également des positions longues en or devient indispensable.

## Conserver de mesures de protection dans un contexte de plus grande volatilité

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

## Type de portefeuille

### > Portefeuilles d'actions

- Préférence pour les actions zone euro vs US
- Choix secteurs Europe
  - Surpondéré : Santé
  - Neutre : REITs
  - Sous-pondéré : Banques Grèce et Portugal
- Choix secteurs US :
  - Surpondéré : cycliques, financières, Small et Mid cap (thème domestique)
  - Sous-pondéré : thème commerce mondial
- Marchés émergents : prudence au niveau global.
  - Au sein des pays émergents :
    - Surpondéré : Inde, Pérou, Philippines, Russie, Mexique
    - Sous-pondéré : Chine, Taïwan, Grèce, Turquie, Afrique du Sud, Brésil
- Positions en devises EMG fortement réduites

### > Portefeuilles obligataires

- Légère surpondération en actifs risqués
- Sous-exposition en obligations gouvernementales US
- Surpondération crédit Euro réduite
- Surpondération en crédit US
- Long financières en Europe (en restant sélectif)
- Duration : globalement neutre/short, avec un biais *short* sur les segments à taux négatifs
- Court duration en USD, GBP et JPY
- Long en obligations réelles US et Euro
- Dettes émergentes :
  - Préférer la dette en devises dures (long USD)
  - Poche dette en monnaie locale fortement sous-pondérée
- Long USD vs EUR et JPY
- Peu de positions longues en devises matières premières

### > Portefeuilles diversifiés

- Positions longues « value » et financières en Europe
- Globalement positif sur les actions japonaises (hedgées en change)
- Peu de positions en devises EMG, en dette locale EMG (et en actions EMG)
- Nette préférence pour dette EMG en devises dures
- Garder la surpondération en obligations périphériques euro (hors Italie) par rapport au cœur
- Positions longues govies US (portage et macro-hedging) conservées
- Obligations d'entreprises : positif sur HY et IG, notamment aux US
- Vues positives sur les *breakeven* inflation toutes zones

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 au 26 août 2015 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). Crédit photo iStocks Photo, courtneyk.