

## 9 Flux par classe d'actifs : une année 2016 à deux visages

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique*

Afin d'apprécier comment, au fil du cycle, l'action des autorités publiques et des banques centrales a impacté la collecte des différentes catégories d'actifs, le **graphique 1** résume l'évolution des flux mondiaux de portefeuille par catégorie de fonds depuis le début de la Grande Crise Financière en 2007.

Ainsi, au plus fort de la crise des dettes souveraines, la collecte globale a tout d'abord lourdement chuté, passant dans le rouge pendant trois ans d'affilée de 2009-2011. Entre une aversion au risque très élevée et la chute des taux d'intérêt, cette période se traduit par un tarissement des flux actions et une sortie massive du monétaire au profit, quasi exclusif, des obligations et des fonds diversifiés.

À l'exception des actions, toujours pénalisées par le manque de visibilité, la collecte est redevenue globalement positive à partir de 2012, avec un pic à plus de 450 Mds de \$, composé presque exclusivement d'obligations des régions développées.

Ce rebond s'est confirmé de 2013 à 2015 avec une part prépondérante de la collecte au profit :

- des régions développées, au détriment des économies émergentes (+789 Mds \$ en cumul vs. -197 Mds \$) ; ces dernières étant pénalisées par le début de resserrement de la politique monétaire de la Fed<sup>1</sup>, la baisse de cadence de la Chine, dont la croissance a décroché successivement en dessous de 8 % puis de 7 % et la chute des prix du pétrole à partir de la mi-2014
- et des actions, au détriment des obligations (+578 Mds \$ en cumul vs. +14 Mds \$) ; l'embellie de la croissance et la baisse du chômage aux États-Unis – revenu à 5,0 % fin 2015 contre 8,0 % en début de période – ayant incité à une prise de risque accrue.

De ce point de vue, l'année 2016 aura marqué une triple rupture (cf. graphique 2). Ainsi, la collecte globale est repassée dans le rouge pour la première fois depuis 2011. Les obligations ont repris l'ascendant sur les actions. Enfin, les flux en faveur des émergents (obligations mais aussi actions) sont repartis de l'avant, du moins jusqu'à l'élection de D. Trump.

Cette dernière marquant une nouvelle césure, nous examinerons les flux 2016 (cf. graphique 3) en distinguant les deux périodes.

Tout d'abord, en cumul jusqu'à fin octobre, la décollecte fut essentiellement le fait des actions des marchés développés. Ceci résulte de deux facteurs en particulier :

- tout d'abord, les investisseurs ont commencé à considérer que le marché actions américain – marché leader – devenait cher et sans véritable perspective d'accroissement des BPA.
- par ailleurs, l'élan quasi ininterrompu des actions européennes depuis fin 2014, sur fond de QE de la BCE (taux bas et euro faible) et de pétrole bon marché, s'est brisé fin janvier 2016 ; l'accumulation des doutes à l'égard de la croissance mondiale, le krach pétrolier, les faillites du secteur bancaire ainsi que la mansuétude de la Fed<sup>2</sup> ayant convaincu les investisseurs de revenir vers des placements moins risqués. Par la suite, si les doutes sur la Chine et le marché pétrolier ont commencé à se dissiper, d'autres risques,

<sup>1</sup> Processus en trois étapes – pré-tapering en mai 2013, fin du tapering en octobre 2014 et première remontée des taux en décembre 2015 – où chacune d'entre elles s'est traduite par des sorties de fonds sur les actifs émergents.

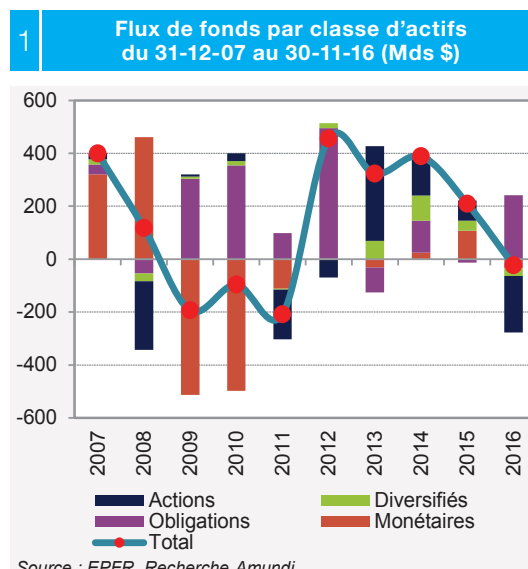
<sup>2</sup> Début 2016, Janet Yellen laissa entendre que la Fed s'abstiendrait de poursuivre son resserrement étant donné les risques de contamination financière.

### L'essentiel

2016 aura été une année à deux visages. Jusqu'à l'élection de Donald Trump, les flux d'actifs avaient marqué une triple rupture par rapport à 2013-2015 : la collecte globale était repassée dans le rouge pour la première fois depuis 2011, les obligations avaient repris l'ascendant sur les actions et les flux en faveur des émergents étaient repartis de l'avant. La victoire surprise de D. Trump a rebattu les cartes avec un retour en force des actions américaines en particulier et une soudaine désaffection à l'égard des actifs émergents.

Si les prochains mois s'annoncent volatils du fait de l'exubérance récente des marchés, à plus long terme, un léger surcroît de croissance et d'inflation devraient continuer à faire bon ménage avec une allocation d'actifs relativement offensive, d'autant que, fiscalité aidant, la croissance des profits devrait réserver de bonnes surprises en 2017.

“ Une année 2016 à deux visages ”



Janvier 2017

plus politiques, sont venus se rajouter ; la gestion erratique de la crise des réfugiés puis le référendum sur le **Brexit** ayant incité les investisseurs à se défier des actions européennes.

- **Dans ce contexte, les obligations américaines**, plus rémunératrices que celles de la zone Euro – QE de la BCE oblige – **et les obligations émergentes**, peu chères après avoir été étrillées au second semestre 2015 sur fond de crise chinoise et d'interrogations à l'égard de la Fed, **furent plébiscitées**. Ainsi, à fin octobre 2016, obligations américaines (225 Mds \$ et 6,3 % des actifs considérés) et émergentes (51 Mds \$ et 12,7 %) avaient engrangé ensemble plus de **275 Mds de \$ de collecte**. Alors que dans le même temps, actions américaines (-137 Mds \$ et -1,9 %) et européennes (-110 Mds \$ et -9,0 %) avaient subi près de **250 Mds \$ de retraits**. Entre ces deux extrêmes, actions émergentes (16 Mds \$ et 1,4 %) et obligations européennes (11 Mds \$ et 1,5 %) remportèrent un **succès d'estime**, engrangeant ensemble un peu plus de 25 Mds \$ de collecte.

En fin d'année, l'élection surprise de D. Trump a marqué un nouveau tournant. Alors que les effets de la politique monétaire non conventionnelle commençaient à s'essouffler, la perspective d'un *policy mix* plus agressif – accroissement des investissements publics et multiplication des Partenariats Public Privé (PPP)- a entraîné une révision à la hausse des perspectives de croissance et d'inflation. En retour, ceci a fait bondir les taux d'intérêt et la devise américaine. Ainsi, du 7 novembre (veille de l'élection de D. Trump) au 23 décembre, le 10 ans américain – au plus haut depuis septembre 2014 – est passé 1,8 % à 2,5 % et le dollar s'est apprécié de 5 % contre euro et 12 % contre yen.

La performance des obligations variant en sens inverse des taux d'intérêt, cette tension sur les taux a précipité un **désengagement de l'obligataire** (-37 Mds de \$ du 9 novembre au 14 décembre selon l'échantillon EPFR) **et un retour en grâce des actions** (+63 Mds \$) au bénéfice, quasi exclusif des actions américaines (cf. graphique 4) qui, lors de la semaine du 9 au 16 novembre ont engrangé, avec +31 Mds \$, leur plus forte collecte hebdomadaire de tous les temps. Ce renversement de tendance ayant été soudain, la plupart des investisseurs dits actifs ont été pris de court. C'est pourquoi la quasi-totalité des flux actions sur la période a été le fait des gestions passives et des ETF.

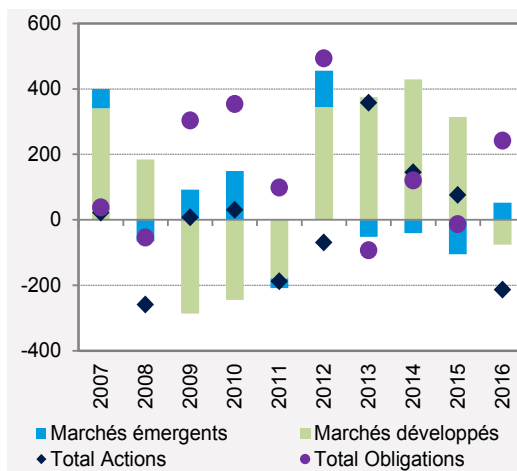
**À l'inverse des actions américaines, les actifs émergents qui avaient globalement le vent en poupe avant l'élection, ont subi d'importants retraits depuis**, avec toutefois de fortes disparités d'un pays à l'autre. En écho aux thèmes de la campagne électorale américaine, le Mexique – fragilisé par les menaces portant sur ses exportations et les transferts de ses émigrés – a figuré en tête des retraits. À l'inverse, la Russie – dopée par l'espoir d'une levée des sanctions occidentales et le redressement des cours du pétrole- a bénéficié d'importants flux entrants.

Si l'année 2016 a connu – avant et après l'élection américaine – deux tendances très distinctes en matière de flux, **qu'en sera-t-il de 2017 ?** L'effet Trump en faveur des actions, notamment américaines, va-t-il perdurer ou va-t-on revenir au *trend* précédent où obligations américaines et actifs émergents dominaient ?

Après une progression des marchés en quasi-ligne droite depuis son élection, **à court terme, l'effet Trump pourrait s'essouffler** d'autant que l'on se rapproche de seuils symboliques sur le taux 10 ans (3 %) et le dollar américain (1/1 avec l'euro). Alors que le nouveau Président prètera serment le 20 janvier, **deux aspects seront clés :**

- **tout d'abord, ses décisions en matière de politique étrangère** (...commerciale et tarifaire) – domaine où il aura largement la main – seront à analyser de près, afin de distinguer les effets d'annonces et les changements réels, notamment à l'égard de la Chine, du Mexique et de la Russie.
- **l'autre moment décisif devrait survenir fin mars (?) quand le budget de l'exécutif passera sous les fourches caudines du Congrès**. Après des mois de spéculation en tout genre, on saura alors si les compromis trouvés seront à la hauteur des attentes.

2 Flux de fonds par région et classe d'actifs du 31-12-2007 au 30-11-16 (Mds \$)



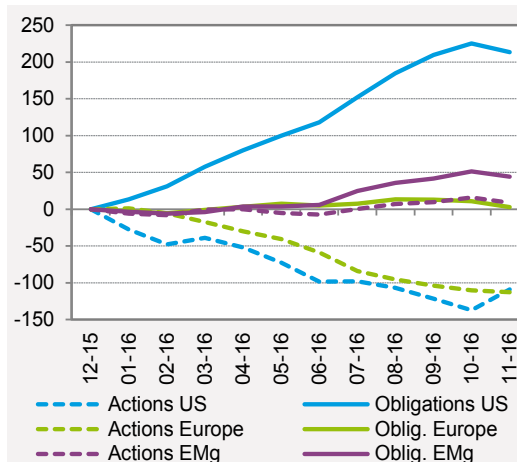
Source : EPFR, Recherche Amundi



À court terme, l'effet Trump devrait s'essouffler



3 Flux de fonds par région et classe d'actifs du 31-12-15 au 30-11-16 (Mds \$)



Source : EPFR, Recherche Amundi



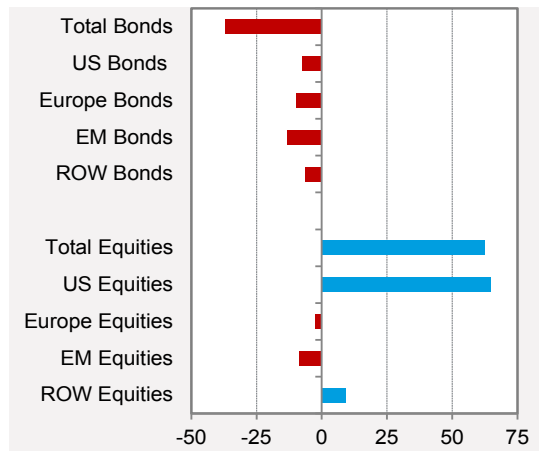
Un léger surcroît de croissance et d'inflation devrait continuer à faire bon ménage avec une allocation d'actifs relativement offensive



Janvier 2017

Si les prochains mois s'annoncent potentiellement volatils du fait de l'exubérance récente des marchés et de l'approche de seuils symboliques, à plus long terme, les fondamentaux devraient prendre le pas. Ainsi, à défaut d'un changement radical de *policy-mix*, qui semble peu crédible et peu tenable, un léger surcroît de croissance et d'inflation devraient continuer à faire bon ménage avec une allocation d'actifs relativement offensive, d'autant que, fiscalité aidant, la croissance des profits devrait réserver de bonnes surprises en 2017.

4 Flux de fonds par région et classe d'actifs du 9-11-16 au 14-12-16 (Mds \$)



Source: EPFR, Recherche Amundi



**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*
- **Asset Allocation under (one's own) Sovereign Default Risk**  
DIDIER MAILLARD, *Professor – Cnam, Senior Advisor*

### Discussion Papers Series

- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**  
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG*
- **The emergence of the Renminbi as an international currency: where do we stand now ?**  
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique* — PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse* — MO JI — *Stratégie et Recherche Économique* — ÉRIC TAZÉ-BERNARD — *Conseil en allocation d'actifs*
- **Les perturbateurs endocriniens dans l'analyse ESG**  
MARIE NAVARRE, AURÉLIE RENARD — *Analyse ESG*
- **IORP2: A New Regulatory Framework for Pensions**  
MARIE BRIERE, LING-NI BOON — *Recherche, Stratégie et Analyse*

### Spécial Focus

- **Les banques: le maillon faible de la reprise européenne**  
VALENTINE AINOUCZ — *Stratégie et Recherche Économique* — YASMINE DE BRAY — *Analyse Actions*
- **Afrique du Sud: le contexte politique est-il responsable du ralentissement de la croissance ?**  
KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique* — GWENDOLINE IBRE — *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](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 - ferrantraite