

VUES DES CIO

La dislocation des cours génère des vues contradictoires

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

L'agitation des marchés émergents (ME) pendant l'été a constitué l'un des principaux thèmes d'investissement du troisième trimestre de cette année. Alors que les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine continuent de peser sur le moral des investisseurs, une série d'événements pays (Turquie, Argentine et Afrique du Sud) a entraîné une **revalorisation quasi généralisée des actifs émergents**, qui a commencé par la chute des devises émergentes. Les causes de cet effondrement varient d'un pays à l'autre (la nécessité de demander l'aide du FMI pour l'Argentine, la crise de la balance des paiements en Turquie renforcée par l'impression d'un manque d'indépendance de la banque centrale, le début d'une récession économique en Afrique du Sud à laquelle s'ajoutent des préoccupations au sujet du projet de réforme agraire). Toutefois, **ces pays présentent des points de vulnérabilité communs**, à commencer par le déficit public et la dépendance aux financements étrangers, souvent libellés en dollar, qui ont entraîné une exposition accrue aux multiples turbulences de cette fin de cycle. Inversement, la solide dynamique économique aux États-Unis (croissance du PIB de 4,1 % au 2^e trimestre 2018, un niveau inédit depuis le 2^e trimestre 2014), la baisse de la liquidité mondiale, la hausse des taux d'intérêt américains et le raffermissement du dollar sont autant de facteurs de sortie de capitaux des marchés émergents et d'attractivité accrue des actifs américains. Toutefois, **en fin de cycle, un problème relativement mineur** (la Turquie, l'Argentine et l'Afrique du Sud combinés ne représentent que 3 % de l'économie mondiale¹) **peut se transformer en catalyseur d'aversion au risque pour toute la région émergente. Cependant, nous n'attendons pas une extension de la capitulation des marchés, ni un risque systémique.** L'élément déclencheur d'un de ces deux événements serait un ralentissement marqué en Chine, ce qui ne correspond pas à notre scénario central. De fait, le développement du crédit en Chine, qui représente certainement un risque plus important pour la croissance mondiale, montre de nouveaux signes de stabilisation, le gouvernement chinois faisant en sorte de maintenir une politique monétaire accommodante et de rendre sa politique budgétaire plus favorable.

Alors que la croissance économique mondiale ralentit et que la fin du cycle conjoncturel approche, les investisseurs devraient rester vigilants eu égard aux événements politiques à venir. Dans cette nouvelle phase, les marchés deviennent moins directionnels avec **des divergences plus marquées entre les styles/facteurs et une rotation plus élevée** des thématiques d'investissement afin de capter la valeur encore présente. Les évolutions récentes devraient générer des points d'entrée attractifs. **Des opportunités pourraient émerger au sein des segments qualité et value des marchés actions**, en exploitant les valeurs relatives entre les courbes de taux et sur le marché des devises à la faveur des divergences entre les banques centrales. Dans ce contexte, **l'Europe**, qui n'a pas été autant plébiscitée par les investisseurs que les États-Unis, **deviendra, selon nous, plus attrayante**, grâce à des valorisations faibles (en supposant que les problèmes italiens se résolvent, ce qui est notre hypothèse après des tensions initiales). **Sur les marchés émergents, les turbulences ont été encore plus marquées : des perturbations continueront de distraire les investisseurs dans un premier temps, mais selon nous, un point d'entrée devrait se faire jour dans les mois à venir** (après les présidentielles au Brésil et les élections de mi-mandat aux États-Unis). Ceci impliquera toutefois une approche sélective des pays et des titres présentant des fondamentaux corrects même s'ils ont été durement touchés par la correction. Une discipline de construction de portefeuille rigoureuse, axée sur la gestion de la liquidité et la recherche tant macroéconomique que *bottom-up*, servira de boussole pour naviguer dans cette phase de marché et indiquer comment/quand opter pour les thématiques les plus intéressantes. **Avec des marchés moins directionnels, attendons-nous à ce que l'alpha² devienne le maître-mot des mois à venir.**

¹ Source : FMI, PIB sur la base de la PPA, part du monde (pourcentage du monde), 2018

² L'alpha mesure la surperformance ajustée du risque correspondant au rendement supplémentaire du portefeuille par rapport à son indice de référence. Un alpha positif représente la valeur ajoutée ajustée du risque apportée par le gérant par rapport au rendement de l'indice de référence. Le bêta mesure la sensibilité d'un investissement (sa volatilité) en cas de mouvements du marché représentés par un indice. Un bêta de 1 signale que le prix du titre a la même volatilité que le marché. Un bêta inférieur à 1 signifie que le titre a été moins volatil que le marché. Un bêta supérieur à 1 indique que le prix du titre a été plus volatil que le marché.

Nos convictions

GESTION DIVERSIFIÉE

Dans un contexte de neutralité vis-à-vis des actifs risqués, nous privilégions les actions américaines et devenons plus favorables aux valeurs européennes en raison de leur valorisation. Nous restons très sélectifs sur les actifs émergents à court terme et estimons que les investisseurs devraient chercher de meilleurs points d'entrée. Nous restons prudents sur la duration et favorisons toujours l'or et les couvertures face à une montée possible des tensions géopolitiques.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les facteurs devenant moins favorables à une duration courte aux États-Unis, il est opportun d'y réduire le positionnement sous-exposé en duration, tout en maintenant celui de l'Europe et du Japon. Nous sommes devenus plus prudents sur le crédit au cours de l'été et mettons l'accent sur la qualité et la liquidité. En ce qui concerne les obligations émergentes, la volatilité à court terme pourrait persister, mais leurs valorisations sont devenues attrayantes.

ACTIONS

La valorisation n'a pas joué son rôle de soutien au cours des 12 derniers mois, mais cette tendance pourrait s'inverser. En conséquence, nous nous tournons vers la thématique value sur le marché actions américain. En Europe, les investisseurs devraient miser sur le facteur value avec un fort biais qualité, et équilibrer les expositions cycliques et défensives pour continuer de bénéficier du contexte économique toujours positif.

ACTIFS RÉELS

L'environnement actuel contraint les investisseurs à se montrer sélectifs dans leur quête de cibles de capital-investissement correctement valorisées avec des performances attrayantes sur le long terme. Nous décelons des opportunités dans les petites et moyennes capitalisations européennes, notamment dans les entreprises en mesure d'exploiter les tendances disruptives.

MACRO

Un risque accru de guerre commerciale et de ralentissement synchronisé

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

MONICA DEFEND, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

Le 17 septembre, le président américain Donald Trump annonçait la mise en place (dès le 24 septembre) d'une taxe de 10 % sur environ 200 milliards USD de nouvelles importations chinoises. Cette taxe passera d'ailleurs à 25 % au 1^{er} janvier 2019. En guise de représailles, la Chine a annoncé de nouvelles taxes de 5 à 10 % sur 60 milliards de dollars de biens importés des États-Unis. La Maison-Blanche s'est déclarée prête à augmenter les taxes sur 267 milliards de dollars de biens supplémentaires si la Chine devait prendre de nouvelles mesures de rétorsion. Pour l'heure, la menace américaine semble suspendue en raison de la modération affichée par les Chinois.

Selon nos estimations, les mesures pourraient coûter entre 0,1 et 0,2 point de croissance aux Américains en 2019. Si les États-Unis relèvent leurs taxes à 25 %, la croissance chinoise pourrait être amputée de 0,6 %. Toutefois, il ne faut pas sous-estimer la capacité des autorités chinoises à stimuler la croissance : celles-ci ont récemment assoupli aussi bien la politique budgétaire que la politique monétaire, ce qui devrait permettre d'absorber au moins 0,3 % de l'impact négatif mentionné précédemment (c'est-à-dire l'ensemble de l'impact négatif résultant de la hausse des taxes à 10 % sur 200 milliards de dollars). De plus, la Chine peut prendre d'autres mesures si nécessaires, ce qui n'est pas le cas des autorités américaines dont la politique budgétaire est déjà très expansive et la Réserve fédérale américaine ayant l'intention de poursuivre le relèvement de ses taux.

Aux États-Unis, les perspectives restent favorables et les conditions financières accommodantes, mais celles-ci devraient se resserrer avec la hausse des taux d'intérêt et l'appréciation du dollar.

Par conséquent, la probabilité de récession dans les 12 prochains mois tend à augmenter selon nos estimations : s'établissant entre 10 et 20 %, elle est faible, mais dépasse désormais significativement la moyenne historique. Si la Fed continue, comme nous le pensons, de relever ses taux directeurs de 25 pb/trimestre d'ici la mi-2019, cela entraînera une hausse des charges d'intérêts pour les entreprises qui se sont massivement réendettées au cours du cycle. L'impact sur l'investissement pourrait être élevé, dans la mesure où les effets expansionnistes de la relance budgétaire se dissiperont l'année prochaine.

Le ralentissement du commerce mondial montre que la rhétorique protectionniste a provoqué un choc d'incertitude qui a commencé de se propager à l'activité économique réelle (choc de confiance, perturbation des chaînes de production). Même si les États-Unis et la Chine décident de négocier après les élections américaines de mi-mandat, l'incertitude entourant le commerce mondial augmente.

En Europe, la croissance a déjà ralenti et la confiance fléchit en raison de cette incertitude et de la hausse du prix du pétrole, sans oublier le risque politique lié à la possibilité d'un Brexit « dur » ou d'un dérapage budgétaire marqué en Italie.

Enfin, les perspectives des marchés émergents (pris dans leur ensemble) se sont dégradées sous l'effet du rebond du dollar et du resserrement des conditions monétaires dans de nombreux pays de manière simultanée. La perspective d'un ralentissement synchrone de l'économie mondiale gagne rapidement du terrain.

“La perspective d'un ralentissement synchrone de l'économie mondiale gagne rapidement du terrain.”

Le point de vue des stratégestes

L'heure est à l'aversion au risque

Une perturbation généralisée des marchés : la volatilité financière essentiellement liée aux enjeux politiques mondiaux a ébranlé les investisseurs, mais n'a pas encore déstabilisé les fondamentaux économiques et macroéconomiques. Sous cet angle toutefois, une divergence remarquable est apparue entre les États-Unis (presque au sommet de leur cycle) et le reste du monde. Les fondamentaux ont su résister à l'incertitude jusqu'à présent. Nous estimons cependant que le resserrement des conditions financières, taux de change et taux d'intérêt compris, pourrait entraîner une baisse des marchés compte tenu des niveaux de valorisation actuels.

Des taux à long terme sous pression : la courbe de taux US reste plate, et le restera selon nous, en raison de la difficulté d'anticiper une prime d'inflation correcte aux États-Unis et de l'affaiblissement des fondamentaux dans le reste du monde. En Italie, les BTP* évoluent essentiellement au gré de l'actualité politique. Depuis l'adjudication de la fin août (qui a remporté un succès inhabituel), les achats de BTP ont principalement été le fait des banques qui ont compensé une grande partie des sorties de capitaux étrangers, et d'une couverture significative de positions vendeuses en raison d'une actualité meilleure que prévu sur le front budgétaire. Par la suite, un nouveau resserrement des *spreads* pourrait avoir lieu si la situation politique et les agences de notation restent positives et que le déficit budgétaire est confirmé au-dessous de 2 % avec des mesures crédibles dans le programme du gouvernement.

Les marchés émergents restent dans l'œil du cyclone : le principal risque réside dans l'effet de contagion des devises émergentes aux obligations et aux actions émergentes mondiales. La Turquie semble la plus vulnérable à ce risque de contagion, cependant suivie d'autres pays plus fragiles avec des besoins de financement importants (Afrique du Sud, Chili). Bien que l'environnement soit très difficile et que nous conservons une opinion négative à court terme sur cette classe d'actifs, ces risques restent cependant spécifiques dans notre scénario de base.

* BTP= Buoni Poliennali del Tesoro, emprunts de l'État italien.

GESTION DIVERSIFIÉE

Rester neutre et chercher de la valeur

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

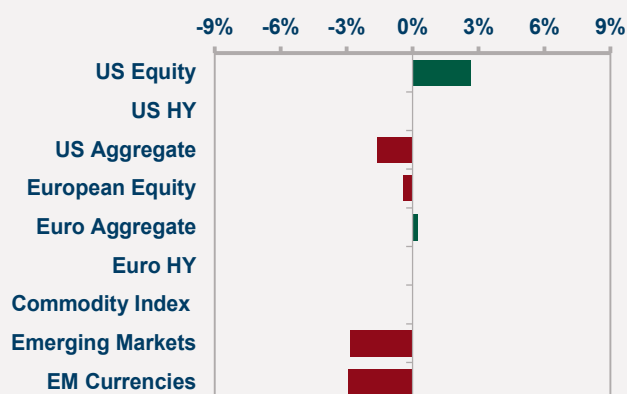
L'expansion économique mondiale se poursuit, mais la dynamique faiblit. Nous observons une certaine décélération sur certains marchés émergents alors que les risques politiques et géopolitiques restent élevés (différends commerciaux, élections). En conséquence, la fragile confiance des investisseurs peut brutalement se transformer en aversion au risque pour certaines classes d'actifs, comme cela a été le cas récemment pour les marchés émergents. Toutefois, cette préoccupation n'a pas entraîné de « *flight-to-quality* » et donc pas de surperformance des actifs des marchés développés. En revanche, les États-Unis ont été le grand gagnant à la faveur d'espoirs divers (bénéfices, productivité et croissance des dépenses d'investissement), mêlés de peur (statut de valeur refuge, rapatriement de fonds) et de momentum. Jusqu'à présent, les performances du troisième trimestre suivent ce schéma, dans la mesure où le marché actions américain continue de voler de record en record tandis que la plupart des autres marchés affichent une évolution soit stable (actions européennes et indices obligataires aggregate), soit négative. Dans ce contexte, nous restons prudents à l'égard de l'exposition aux actifs risqués et nous concentrons sur des thématiques soutenues par une dynamique économique forte ou des valorisations intéressantes.

“ Il est temps de se positionner pour une fin de cycle, en favorisant des thématiques actions sélectives (États-Unis, value) et en faisant preuve de prudence sur le crédit.”

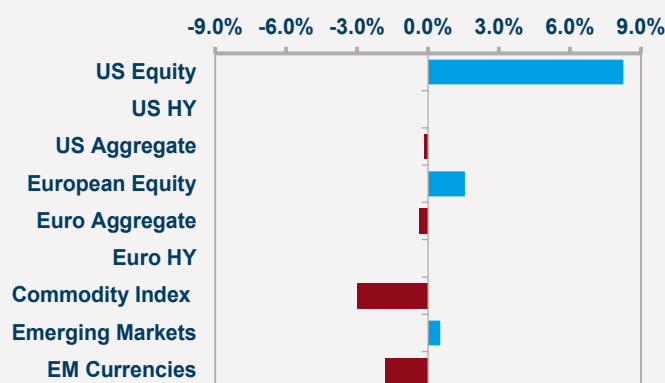
Des idées à conviction forte

En termes d'actifs risqués, nous restons positionnés sur le marché actions américain, soutenu par la dynamique de croissance et les perspectives bénéficiaires positives. Du côté des actions européennes, nous privilégions les thématiques *value* dans notre quête d'exposition défensive et redevenons progressivement plus optimistes. Même si le budget italien et les élections bavaroises peuvent être sources d'incertitudes à court terme, nous pensons que les actions européennes devraient bientôt devenir plus attrayantes dans la mesure où les valorisations sont de plus en plus intéressantes. Nous sommes également positifs sur le marché des actions britanniques en raison des valorisations, des flux et des révisions bénéficiaires, ainsi que de la nature défensive de ce marché dans un environnement de fin de cycle. Toutefois, nous continuerons de suivre avec attention les négociations sur le

Performances S1 2018



Performances QTD en 2018



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Données au 21 septembre 2018. Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs. Les indices boursiers proviennent du MSCI, les indices obligataires sont de JP Morgan et BofA Merrill Lynch. Tous les indices sont exprimés en devise locale.

Brexit afin de confirmer cette opinion. Sur le plan sectoriel, nous favorisons les matériaux de base européens, compte tenu de bons fondamentaux, de valorisations raisonnables et d'un environnement économique toujours favorable aux matières premières. Sur les taux, nous recommandons une faible exposition à la duration, les investisseurs cherchant des opportunités en jouant activement les positionnements de courbes et les arbitrages entre les obligations américaines et allemandes, en raison de la divergence entre les politiques monétaires des banques centrales. Les devises permettent aussi de profiter de ces divergences, et les thématiques géopolitiques offrent également de belles opportunités. À cet égard, nous sommes négatifs sur la livre sterling en raison des incertitudes liées aux négociations sur le Brexit. Sur l'inflation, notre scénario principal continue d'anticiper une accélération progressive de la dynamique des prix, mais nous pensons que les arguments en faveur des obligations indexées sur l'inflation aux États-Unis ont perdu de leur vigueur, le risque futur de hausse trop importante de l'inflation américaine nous semblant limité. Nous maintenons un positionnement prudent sur les marchés du crédit ainsi que sur les actifs émergents. Sur ces derniers, nous confirmons notre préférence pour la Chine au sein de l'univers des actions émergentes, sur la base de valorisations attrayantes et d'une amélioration des perspectives à moyen terme suite à l'adoption récente d'une politique plus accommodante.

Risques et couverture

Face à la vulnérabilité des marchés, nous estimons prudent de conserver les couvertures en place et d'envisager une certaine exposition à l'or afin de couvrir le risque d'escalade des tensions géopolitiques et de bénéficier d'une attitude potentiellement plus accommodante qu'anticipé de la Fed. L'exposition au JPY (face à l'USD et à l'AUD) pourrait également profiter de son statut de valeur refuge.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Une nouvelle analyse de la duration

ÉRIC BRARD, Directeur du Métier Fixed Income
YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents
KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

Évaluation globale

Alors que les fondamentaux économiques mondiaux restent solides malgré quelques signes de décélération, l'incertitude liée aux élections à venir, aux actions des banques centrales et aux négociations commerciales va continuer de prévaloir. Les rendements souverains de référence (États-Unis, Allemagne) devraient poursuivre leur évolution dans une fourchette étroite, dans la mesure où la demande d'actifs réputés sûrs devrait contrebalancer la pression haussière sur les taux favorisée par le contexte économique. Selon nous, les investisseurs doivent se concentrer sur la qualité et la liquidité de manière générale, tout en restant à l'affût des opportunités possibles après une période agitée, telles que certaines obligations émergentes par exemple.

Obligations d'État des marchés développés

Compte tenu des rendements actuels et des anticipations de marché (qui a bien intégré les relèvements de taux de la Fed), nous estimons moins pertinents les arguments en faveur d'une sous-exposition en duration sur les bons du Trésor américain, alors qu'ils restent d'actualité pour l'Europe et le Japon. En Europe, nous anticipons toujours une baisse du différentiel de rendement entre les obligations à 5 et 10 ans (aplatissement), dans la mesure où la pentification de la courbe est trop importante aux niveaux actuels. Certains pays périphériques offrent par ailleurs certaines opportunités tactiques.

Obligations d'entreprise des marchés développés

Alors que les perspectives de croissance à court terme semblent favorables, les préoccupations liées à la politique future de la Fed et les valorisations de marché plaident en faveur d'un positionnement prudent sur le crédit

en privilégiant la liquidité. Il est recommandé d'exploiter les opportunités tant inter- qu'intra secteurs. Sur l'« investment grade » américain, nous privilégions les valeurs bancaires, les titres d'assurance et d'énergie au vu de leurs valorisations et de leur positionnement dans le cycle de crédit. Nous sommes plus prudents sur des matériaux de base et la technologie en raison des valorisations, ainsi que sur les groupes pharmaceutiques en raison d'inquiétudes liées à leur modèle économique. Les prêts continuent également d'offrir des opportunités dans un contexte de fondamentaux solides, de hausse des bénéfices et du faible niveau de défaut. En Europe, nous conservons un positionnement défensif axé sur les émissions à court terme et continuons de rechercher des opportunités sélectives sur le segment de la dette subordonnée du secteur financier.

Obligations des marchés émergents

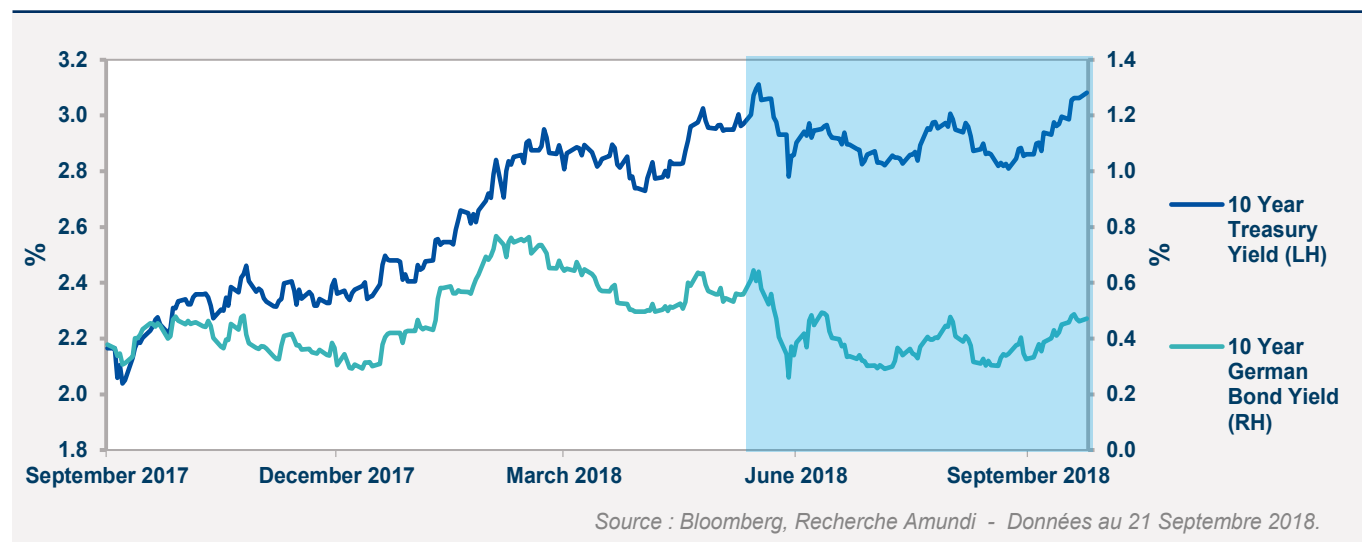
La volatilité devrait rester élevée à l'approche des élections de mi-mandat aux États-Unis qui pourraient alimenter une rhétorique hostile sur le commerce, les taxes douanières et les sanctions économiques. La réduction de l'appétit au risque en phase de resserrement de la liquidité a entraîné une correction de certains marchés émergents, qui présentent aujourd'hui des valorisations attractives. C'est le cas du Mexique par exemple, dont la valeur de la dette souveraine en monnaie locale est très attractive avec un rendement de près de 8 % sur l'obligation 10 ans en monnaie locale pour un pays *investment grade* (au 18 septembre 2018). Selon nous, le Mexique devrait bénéficier d'une accalmie d'ici la fin de l'année lorsque le président élu prendra ses fonctions, le sujet de l'ALÉNA devient moins prégnant. En revanche, nous restons prudents sur la dette turque en monnaie locale. La récente faiblesse de la lire impacte les anticipations d'inflation et, en dépit de la hausse des taux par la banque centrale, le marché aura les yeux rivés sur le budget à venir, dans l'attente d'un resserrement budgétaire significatif.

Marché des changes

Les préoccupations croissantes liées aux différends commerciaux continuent de soutenir le dollar à court terme et d'accroître la volatilité des devises des marchés émergents dont les politiques locales ne font que renforcer l'incertitude. Nous sommes favorables au dollar, qui est soutenu par la croissance mondiale et la hausse de l'inflation. Concernant les marchés émergents, nous restons prudents sur les monnaies des marchés émergents asiatiques, plus vulnérables aux guerres commerciales, et sur le Brésil à l'approche des élections.

“ Nous estimons qu'il est temps de réduire le biais court sur la durée américaine et de continuer à se concentrer sur la qualité et la liquidité sur les marchés du crédit.”

Rendement des obligations core



ACTIONS

Focus sur les titres de qualité et *value*

ALEXANDRE DRABOWIC, Responsable adjoint Actions
YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents
KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

Évaluation globale

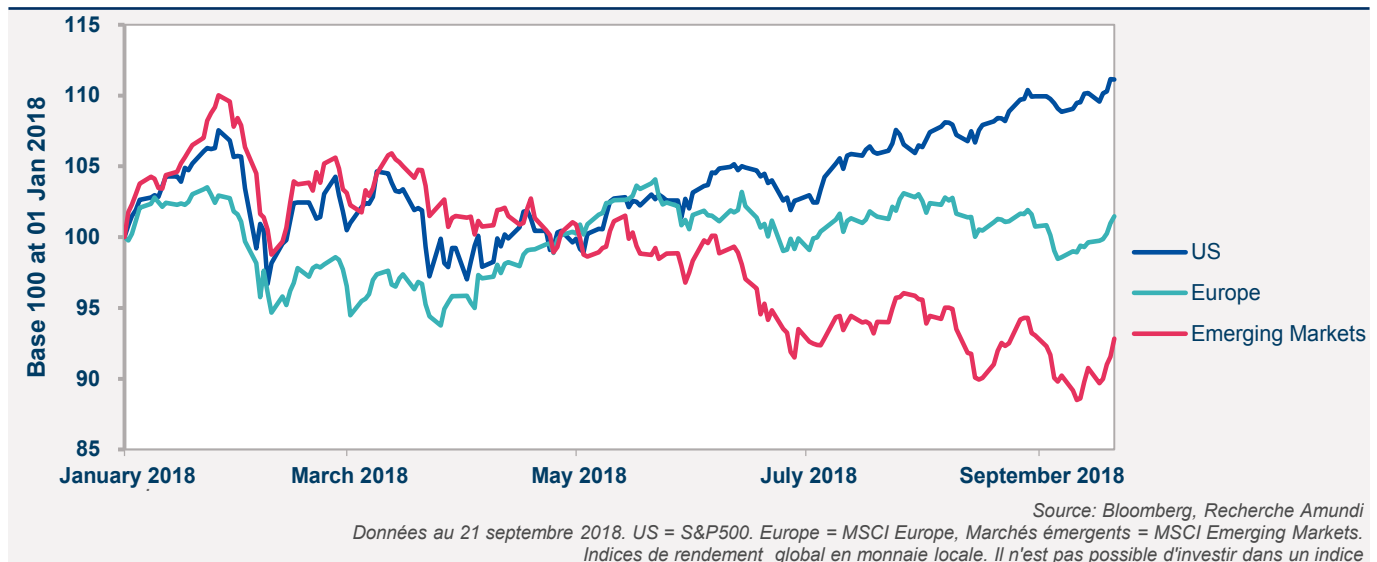
À moyen terme, le marché américain reste bien orienté, mais avec les différends commerciaux et les élections de mi-mandat qui approchent, une certaine volatilité pourrait émerger dans les semaines à venir. Dans la mesure où les actions européennes enregistrent un record d'impopularité avec une décollecte de 40 milliards d'euros cette année, la moindre bonne nouvelle sur les inconnues «connues» (Italie, Brexit, guerre commerciale) peut entraîner un rebond de la classe d'actifs. Les risques sont aujourd'hui symétriques, dans la mesure où les marchés s'y sont déjà adaptés. De manière générale, le ratio croissance/value, qui atteint les niveaux de la fin des années 90, semble excessif. Par conséquent, le risque de correction augmente. Selon nous, la meilleure façon de traverser cette période consiste à mettre l'accent sur les titres de qualité raisonnablement valorisés qui visent une croissance bénéficiaire durable.

“Les actions européennes pourraient rebondir à court terme, dans la mesure où la plupart des mauvaises nouvelles semblent déjà intégrées dans les cours.”

Europe

La croissance des bénéfices au 2^e trimestre s'est stabilisée aux environs de 9 %. L'embellie sur le front des devises a été neutralisée par la hausse des coûts de production et le ralentissement de la dynamique économique. Concernant les bénéfices, les secteurs de l'énergie et de l'immobilier ont le plus progressé tandis que la consommation discrétionnaire, les télécommunications et la santé étaient à la peine. En Europe, privilégions la value avec un fort biais qualité, en équilibrant les expositions cycliques et défensives afin de continuer de bénéficier du contexte économique toujours positif. Nous recherchons des modèles économiques durables capables d'une croissance bénéficiaire solide. Les valeurs industrielles présentent ainsi quelques opportunités de fin de cycle intéressantes, notamment dans les biens d'équipement en recherchant des valorisations attrayantes.

Performance des marchés régionaux



États-Unis

À court terme, le renforcement des tensions commerciales et les élections américaines prochaines alimentent l'incertitude à court terme. Les perspectives à moyen terme restent cependant positives, soutenues par une forte rotation sectorielle et thématique durant l'été. La domination des FAANG au premier semestre (+30,4 % NYSE FANG+ Index au premier semestre 2018 contre +1,6 % pour le S&P500) s'inverse (-4,7 % NYSE FANG Index depuis le début du trimestre contre +6,4 % pour le S&P500). Une autre rotation, cette fois-ci en faveur de la *value*, pourrait s'amorcer. La valorisation n'a pas été un facteur positif ces 12 derniers mois et sa performance médiocre est allée de pair avec d'autres points d'inflexion notables sur le marché depuis 2010 : bulle tech, bulle immobilière, crise de l'euro / de la dette grecque, fortes tensions commerciales générées par Donald Trump. Dans chacun de ces cas, la performance du facteur valorisation s'est inversée. Les biens d'équipement, la rénovation immobilière, les banques et les télécommunications nous semblent offrir le plus de valeur, tandis que nous restons prudents sur la technologie et les FANG. Nos craintes concernent les représailles éventuelles dans le cadre des différends commerciaux et la vigueur du dollar américain, qui pourraient impacter les biens d'équipement et le transport. L'aplatissement de la courbe de taux est également à surveiller : s'il devait persister, il pourrait affecter défavorablement les banques et déclencher un réexamen du secteur.

Marchés émergents

Les actions émergentes ont baissé récemment, à quelques exceptions près comme l'Inde qui affiche une performance solide depuis le début du trimestre. Les prévisions de bénéfice par action se détériorent en raison de difficultés (différends commerciaux, contagion du marché des changes) et d'événements locaux spécifiques dans un contexte de ralentissement économique mondial modéré. Toutefois, cette correction a été plus importante que la détérioration de la tendance bénéficiaire. Cela pourrait générer un rebond tactique dans un environnement général impliquant un positionnement prudent. Sur le plan des thématiques, nous restons favorables au pétrole en raison des perturbations de la production pour des motifs politiques (Iran, Venezuela) et des problèmes logistiques du schiste américain.

ACTIFS RÉELS

En quête d'opportunités sélectives dans le capital-investissement

PEDRO-ANTONIO ARIAS, Directeur du Pôle Actifs Réels et Alternatifs (PARA)

Investir dans le *private equity* en période difficile

Le marché du capital-investissement traverse une période difficile. Du côté de l'offre, la concurrence est de plus en plus rude avec l'augmentation continue du nombre de fonds de capital-investissement sur le marché : hausse de 52 % du nombre de fonds qui levaient des capitaux au début du 3^e trimestre 2018 par rapport au début du 3^e trimestre 2017, selon les chiffres de Preqin les plus récents. En toute logique, l'activité de levée de fonds s'en est trouvée ralentie dans la mesure où l'activité générale de ces dernières années a été trop importante pour être pérenne à plus long terme. Sur le plan macroéconomique, l'environnement se caractérise par des rendements faibles, une croissance économique toujours saine, mais en décélération, ainsi que des risques politiques et géopolitiques, autant d'éléments qui exigent de la part des investisseurs d'être encore plus sélectifs dans leur quête de cibles à prix adéquat et aux rendements attrayants à long terme. D'une part, le niveau élevé de « poudre sèche » génère des opportunités de sorties à prix adéquat. D'autre part, il entraîne des barrières d'entrée plus élevées pour les nouveaux investissements. Malgré une concurrence rude et un environnement de marché difficile, le sentiment des investisseurs à l'égard du capital-investissement semble toujours positif dans la mesure où la classe d'actifs cherche à satisfaire leurs besoins, notamment la diversification, des performances ajustées en fonction du risque et la couverture de l'inflation. En termes de performance, le capital-investissement enregistre des rendements réguliers qui ont été systématiquement supérieurs à ceux de l'indice S&P 500 au cours des

10 dernières années. En conséquence, le véritable enjeu consiste à mettre en place la bonne stratégie pour attirer de nouveaux investisseurs en quête de performances absolues élevées et de diversification.

Où résident les opportunités les plus intéressantes ?

À l'heure actuelle, il devient difficile de trouver des opportunités intéressantes, notamment sur les marchés développés, dans la mesure où les valorisations sont plus élevées qu'il y a quelques mois et que cela pourrait se traduire par une baisse des rendements dans les années à venir. Il est donc essentiel de choisir la bonne région géographique et les sociétés appropriées.

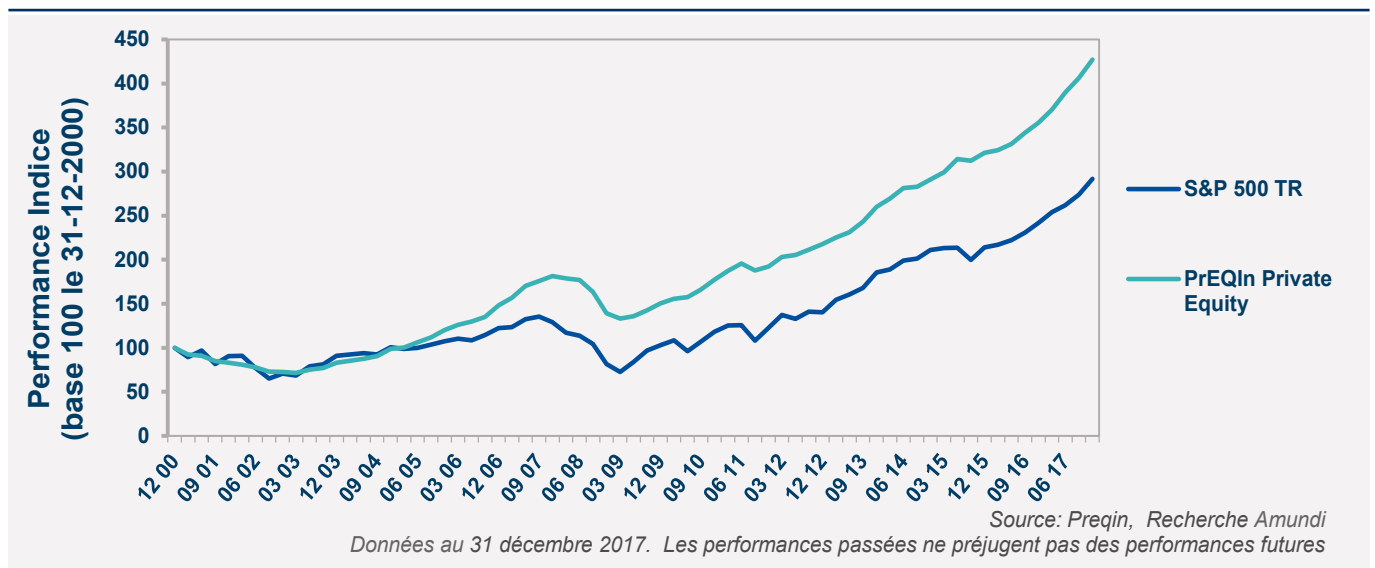
L'Europe nous semble toujours bénéficier d'un contexte économique favorable et le capital-investissement devrait rester demandé dans cette région. À cet égard, les pays d'Europe occidentale pourraient offrir de belles opportunités d'investissement, mais encore faut-il d'excellents flux d'opérations ainsi que des connaissances locales, des informations et des réseaux solides. Au niveau du marché, les investisseurs devraient s'intéresser aux petites et moyennes entreprises (PME) européennes non cotées qui ont fait leurs preuves sur une période significative.

Toutefois, sur le segment des PME, les cas intéressants ne manquent pas et les gérants devront adopter une stratégie sur mesure. Afin de dégager un maximum de valeur du capital-investissement, les investisseurs devront combiner des approches *top-down* et *bottom-up* dans la sélection de titres et surfer sur les 5 grandes tendances mondiales qui, selon nous, redessinent l'environnement d'investissement (démographie, environnement, technologie, changements sociaux et mondialisation).

Puis, au sein de chaque secteur, il est essentiel d'identifier les facteurs qui rendent une entreprise capable de créer de la valeur ajoutée pour les investisseurs sur le long terme. Ces facteurs sont : la qualité de l'équipe de direction et son implication dans la structure du capital ; des fondamentaux solides et un historique de rentabilité ; la capacité de bénéficier d'un avantage concurrentiel grâce à une croissance organique régulière et à la volonté de faire reposer la croissance externe sur l'internationalisation ; une approche flexible et la capacité de s'adapter rapidement à l'évolution des conditions de l'environnement. Enfin, les investisseurs pourraient s'intéresser aux entreprises adoptant les principes ESG (environnement, société et gouvernance), élément clé de la création de valeur.

“Les petites et moyennes entreprises pourraient offrir l'opportunité de capter les tendances disruptives structurelles.”

Private equity vs Indice S&P500 TR



Allocation d'actifs : perspectives multi-classes d'actifs

	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions vs Govies	→				■			
Actions vs crédit	→				■			
Crédit vs Govies	→					■		
Duration	→			■				
Pétrole	↗					■		
Or	→					■		
Monétaire Euro	→				■			
Monétaire USD	→				■			

Le tableau ci-dessus représente notre évaluation des classes d'actifs à horizon 3-6 mois, sur la base des vues exprimées lors de notre dernier comité d'investissement. Les perspectives, modifications de celles-ci et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/++/+++).

Vues et convictions relatives par grande classe d'actifs

	Asset Class	Variation d'opinion à 1 mois	Sous-pondération	Neutre	Surpondération
EMPRUNTS D'ÉTAT	US	→	●		
	Cœur Euro	→	●		
	Périphériques Euro	→			●
	RU	→	●		
	Japon	→	●		
CRÉDIT	IG États-Unis	→		●	
	IG Euro	↘			●
	HY États-Unis	→	●		
	HY Euro	→			●
	Dettes émerg., devises fortes	→		●	
	Dettes émerg., devises locales	→		●	
ACTIONS	US	↘			●
	Zone euro	↗		●	
	RU	→			●
	Japon	→		●	
	Pac. hors Jap.	→		●	
	ME internationaux	→		●	
	Convertibles	→			●

DEVICES ET ACTIFS RÉELS

DEVICES	EUR/USD	→
	EUR/GBP	→
	EUR/JPY	→
	USD/JPY	→
ACTIFS RÉELS	Immobilier	→
	Infrastructures mondiales	→
	Dettes privées	→

LÉGENDE

↘	Révision à la baisse
→	Inchangé
↗	Révision à la hausse
●	Sous-pondération
●	Neutre
●	Surpondération

Source: Amundi, au 18 septembre 2018. Les perspectives de performance à 3-6 mois reflètent nos opinions de recherche basées sur le rendement attendu de chaque classe d'actifs. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. Ces informations ne traduisent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit 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

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéficiaires) et autres. (www.msclbarra.com).

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.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1 086 262 605 euros — 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 — dkfielding

Directeur de la publication**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe**Rédacteur en chef****ITHURBIDE Philippe**, Directeur de la Recherche**Rédacteurs en chef adjoints****BOROWSKI Didier**, Responsable de la Recherche Macroéconomique**DEFEND Monica**, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche**Conception et support****BERGER Pia**, équipe de Recherche**PONCET Benoît**, équipe de Recherche