

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# Quatre paradigmes d'investissement pour une ère de changement de régime



“ *Alors que des tendances structurelles se dessinent, différents scénarios économiques à long terme émergent, forçant les investisseurs à revoir leurs stratégies d'investissement. Dans ce nouvel environnement, les actions pourraient se révéler moins risquées qu'escompté, les marchés émergents devraient prendre toute leur place dans une allocation centrale, tandis que les placements obligataires devront être flexibles dans la recherche d'opportunités sur l'ensemble du continuum de liquidité.* ”

**Pascal Blanqué**  
CIO Groupe

## PRINCIPALES QUESTIONS QUE LES INVESTISSEURS DOIVENT SE POSER

1. Quelles sont les tendances disruptives qui redessinent le paysage économique actuel ?
2. Quels pourraient être les scénarios à long terme pour l'économie et les marchés financiers ?
3. Comment les investisseurs doivent-ils repenser leurs stratégies d'investissement ?



**Pascal BLANQUÉ**  
Chief Investment Officer  
Groupe

*Dans un environnement de marché marqué par des tendances disruptives et de possibles changements de régime, les gestionnaires d'actifs doivent évoluer et accroître leur capacité à comprendre, à mesurer et à prendre en compte ces nouvelles tendances dans leur processus d'investissement.*

*La diminution des rendements et l'accroissement des risques qui se profilent à l'horizon devront inciter les investisseurs à adopter une approche à conviction forte afin d'identifier les sources de valeur ajoutée encore offertes par les marchés, ainsi que les gagnants potentiels, dans un environnement en pleine évolution. Les stratégies d'investissement factoriel devront être plus largement mises en œuvre afin d'exposer davantage les portefeuilles aux risques bien rémunérés tout en évitant ceux qui le sont moins.*

*Le processus de construction des portefeuilles devra également s'adapter à ce nouvel environnement et considérer plusieurs scénarios. Cela nécessitera d'adopter une approche flexible s'affranchissant des distinctions traditionnelles (gestion active / gestion passive, liquide / illiquide, allocations contraintes par un indice de référence).*

*Pour ce faire, un dialogue continu avec les investisseurs sera primordial pour comprendre leurs nouveaux besoins et y répondre. L'aptitude à offrir davantage de transparence ainsi que des outils et des services adaptés prendra une importance croissante pour pouvoir explorer les meilleures opportunités tout en maîtrisant les risques.*



Quelles sont les  
tendances  
disruptives qui  
redessinent le  
paysage  
économique actuel ?

# Une nouvelle configuration du paysage économique mondial

L'environnement actuel, caractérisé par une croissance mondiale synchronisée, des conditions de liquidité favorables et une inflation modérée, semble prêt à évoluer au moment où plusieurs mégatendances interconnectées génèrent des changements de régime significatifs dans les scénarios économiques de long terme.

Après des années de conditions de marché extraordinairement haussières nourries par les injections de liquidités exceptionnelles des banques centrales, les investisseurs se trouvent désormais à la croisée des chemins.

Sur le plan économique, même si la croissance est désormais solide et généralisée, la reprise cyclique ne doit cependant pas occulter la persistance de faiblesses sous-jacentes ni l'émergence de tendances disruptives qui remodelent l'équilibre économique mondial.

Selon nous, cinq mégatendances majeures commencent à se manifester et leur évolution affectera le paysage économique et financier à long terme.

## 1. L'évolution démographique

À l'échelle mondiale, une plus longue espérance de vie et des taux de natalité en baisse entraînent

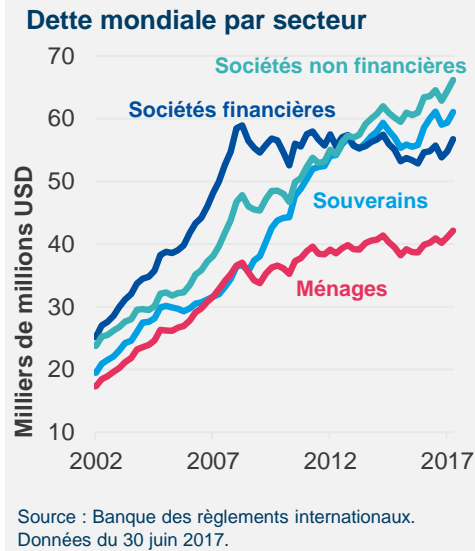
une dégradation du rapport entre la population âgée et la population en âge de travailler qui atteint des niveaux inquiétants sur les marchés développés (MD). Cette tendance négative affecte également certains marchés émergents (ME) tels que le Brésil, la Chine et la Corée du Sud. Son évolution dépendra non seulement du rythme de vieillissement de la population, mais aussi de la variation du taux d'activité (qui a décliné depuis le début des années 2000 aux États-Unis tandis qu'il augmentait dans certains pays d'Europe). Ces tendances devraient s'accroître mais à des rythmes variables selon les régions du monde et les orientations politiques adoptées. Mesurer l'impact des évolutions démographiques sur l'économie mondiale et les choix d'investissement n'est toutefois pas simple.

De fait, le vieillissement de la population freine généralement la croissance et entraîne donc une baisse des taux d'intérêt. Toutefois, cette relation entre vieillissement et niveau des taux n'est peut-être pas si évidente car ces changements démographiques pèseront également sur l'épargne et potentiellement aussi sur les investissements, ce qui poussera les taux à la hausse. L'inflation pourrait également remonter, les jeunes et la population âgée ayant par nature des comportements plus inflationnistes que la population en âge de travailler qui exerce plutôt une pression déflationniste<sup>1</sup>.

## 2. Le fardeau de la dette

Le poids de l'endettement constitue une deuxième mégatendance de l'économie mondiale ; depuis la Grande crise financière de 2008 (GCF), les dettes ne cessent de s'accumuler pour atteindre un montant record de 226 000 milliards de dollars au 2ème trimestre 2017. S'il est encourageant de constater que le ratio dette sur PIB, soutenu par une croissance économique mondiale synchronisée, s'est stabilisé au cours de l'année écoulée, il faut noter que le secteur financier a été le seul à se désendetter depuis 2007.

Au cours de la dernière décennie 2006-2016, les gouvernements et les sociétés non financières ont contribué pour plus de 75 % à l'accroissement de la dette mondiale, notamment en raison de l'envolée de la dette publique américaine (+11 000 milliards USD sur la période) et de la dette privée des sociétés non financières chinoises (+14 400 milliards USD sur la même période)<sup>2</sup>.

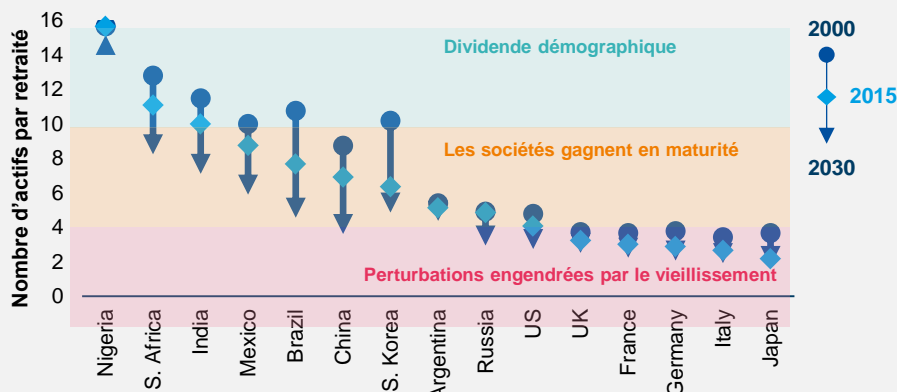


Source : Banque des règlements internationaux. Données du 30 juin 2017.

Nous anticipons un désendettement qui pourrait prendre différentes formes et affecter de manière différenciée les économies régionales et mondiale.

Sur le front des finances publiques, les niveaux élevés d'endettement pourraient peser sur la croissance future et devront être traités tôt ou tard. Sur un plan régional, la croissance, l'inflation, les dynamiques de taux d'intérêt et la mise en œuvre de réformes structurelles seront des variables-clés pour comprendre l'évolution de ce processus (une croissance plus soutenue, une inflation plus forte et/ou un coût de la dette plus faible pouvant conduire à une amélioration du ratio dette/PIB au niveau national).

## L'impact des facteurs démographiques sur la dynamique économique régionale



Source : Nations Unies, Perspectives de la population mondiale : révision de 2017. Classement fondé sur les taux de dépendance en 2015.

Une population vieillissante constituera un frein pour l'économie des marchés développés ainsi que pour celle de la Chine qui devra dans un avenir proche affronter la question de son endettement.

1. Source : Documents de travail de la BRI, « Demographics will reverse three multi-decade global trends » [Les évolutions démographiques vont inverser trois tendances mondiales actives depuis des décennies], C. Goodhart et M. Pradhan, août 2017.  
2. Source : Rapport sur la stabilité financière dans le monde du FMI, octobre 2017.

### 3. Les marchés émergents à l'heure de la « consommation »

L'évolution du modèle économique des ME, fondé non plus sur l'investissement mais plutôt sur la demande et la consommation intérieures, pourrait se traduire par la « consommation » du cycle à long terme et donc permettre une résilience plus forte, avec cependant une sensibilité accrue aux taux d'intérêt.

Conséquence de la croissance des revenus réels par habitant et de l'urbanisation, une puissante classe moyenne se développe, avec de nouvelles préférences de consommation et de nouveaux modèles de dépenses. Ce nouveau groupe de consommateurs représentera, aux côtés de la population âgée et des retraités dans le monde développé, l'essentiel de la croissance de la consommation attendue, notamment dans les grandes villes. Les seuls consommateurs urbains chinois devraient contribuer pour 28 % à la croissance de la consommation urbaine mondiale d'ici 2030, la population active du pays gagnant 100 millions de personnes

supplémentaires qui devraient doubler leur volume de consommation par habitant<sup>3</sup>.

Conséquence de cette tendance, le centre de gravité économique continuera de se déplacer vers la Chine et, plus généralement, vers les pays émergents. Il faudra toutefois du temps pour que ce processus parvienne à son terme et que ces économies s'affranchissent de leur trop forte dépendance au reste du monde. Elles présentent en outre certaines vulnérabilités engendrées par leur dépendance à la croissance économique et à l'évolution de la politique monétaire des MD.

En attendant, il faut en priorité évaluer les trajectoires de développement économique et les vulnérabilités spécifiques rencontrées par chacun de ces marchés émergents dans leur processus de transition vers un nouveau modèle économique.

#### 4. Innovation et robotisation

Les nouvelles technologies, telles que les robots ou l'intelligence artificielle, peuvent améliorer la vitesse de production et abaisser le coût global

des biens et des services.

L'innovation et l'automatisation auront des impacts différents sur les emplois en fonction des niveaux de qualification requis. Même si ces tendances sont à court terme sources de tensions sociales et entraînent des mutations au niveau de l'emploi, l'automatisation représente également une opportunité, car elle permet de stimuler fortement la productivité et la croissance du PIB mondial à moyen terme.

L'accélération potentielle de la croissance de la productivité grâce à l'innovation peut partiellement compenser les effets négatifs des tendances démographiques sur l'économie mondiale. Ceci est particulièrement pertinent pour les pays à population vieillissante qui doivent palier la diminution de leur population active par une augmentation de la productivité. De fait, comme nous l'avons indiqué, la population active va fortement diminuer et ne permettra pas de maintenir le niveau de PIB par habitant actuel, à moins d'une accélération des rythmes de croissance de la productivité. Globalement, cette tendance devrait affecter l'emploi, l'inflation et la croissance, tout en entretenant de fortes interactions avec les mutations démographiques et les évolutions à l'œuvre sur les ME. Ainsi, à mesure que les salaires augmenteront dans le monde émergent (en Chine, par exemple) et que les robots deviendront meilleur marché, ces économies subiront une pression grandissante les poussant à s'orienter vers un modèle plus qualifié et plus diversifié. En corollaire, faute de main d'œuvre à bas coût disponible à l'étranger, d'autres pays pourraient observer le rapatriement d'activités manufacturières jusque-là délocalisées.

#### 5. Évolution des habitudes des consommateurs/investisseurs

La numérisation (dématérialisation des produits et services physiques), l'économie collaborative

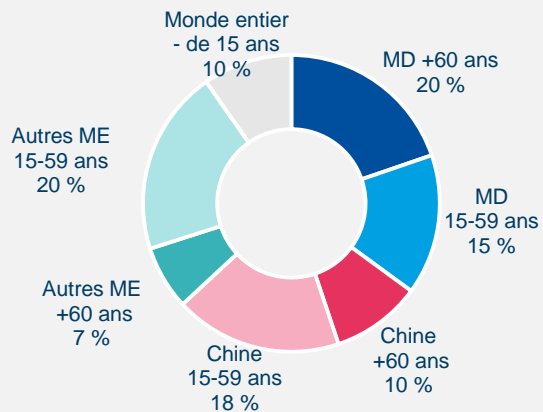
(fondée sur les outils en ligne pour faciliter les transactions de consommateur à consommateur, telles que le covoiturage, l'habitat ou le parking partagé) et l'intérêt croissant pour les enjeux de responsabilité sociale (réchauffement climatique, utilisation responsable des ressources, en particulier la nourriture, l'énergie et l'eau), font partie des tendances guidées par l'évolution du comportement des consommateurs et des investisseurs. Selon nous, ces nouvelles dynamiques auront des effets macro et micro-économiques. Du point de vue macroéconomique, elles rendront plus complexe l'évaluation des indicateurs traditionnels, tels que le PIB, l'inflation, la productivité et l'emploi. Ceux-ci sont par exemple peu adaptés à l'économie collaborative<sup>4</sup>.

Du point de vue micro-économique, ces tendances pourraient avoir des effets disruptifs sur les modèles économiques, non seulement sur les segments les plus innovants, mais aussi dans les secteurs traditionnels des transports, du commerce, de l'immobilier et de l'énergie notamment.

La consommation privilégiée de produits et de services proposés par des sociétés responsables sur le plan social et environnemental<sup>5</sup> constitue une autre tendance claire, plus marquée chez les *millennials*, mais de plus en plus populaire au sein des autres cohortes d'âge<sup>5</sup>.

La plus grande sensibilité aux enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) se reflète également dans la progression de l'investissement responsable (22 900 milliards de dollars d'actifs sous gestion en 2016, en hausse de +25 % par rapport à 2014), tiré par l'appétit des investisseurs et une réglementation toujours plus favorable. Nous tablons sur la poursuite de cette tendance qui constituera une force puissante pour orienter l'investissement sur la voie d'une croissance économique plus inclusive et plus durable.

#### Part de la croissance de la consommation urbaine mondiale 2015-30



Source : McKinsey, « Urban world: the global consumers to watch » [Populations urbaines : des consommateurs à surveiller], avril 2016.

Le potentiel de croissance des MD devrait diminuer sous l'effet du vieillissement des populations et du poids de l'endettement, en partie compensés par la montée en puissance des ME, d'éventuels gains de productivité offerts par l'innovation technologique et les nouvelles tendances de consommation.

3. Source : calcul réalisé par Amundi d'après les données de McKinsey & Co, avril 2016. Selon McKinsey, « entre 2015 et 2030, 91 % de la croissance de la consommation mondiale sera générée par les citadins ». 4. Federal Reserve Bank of Kansas City, avril 2017, « Waiting for a Pickup: GDP and Sharing Economy » [En attendant le décollage, PIB et économie collaborative] 5. Enquête mondiale de Nielsen sur la responsabilité sociale des entreprises 2015. 6. Global Sustainable Investment Review (Rapport sur l'investissement durable mondial) 2016.

## Interconnexion des tendances

De notre point de vue, les tendances évoquées précédemment sont toutes étroitement interconnectées et doivent être analysées sous l'angle de leurs incidences croisées sur les perspectives économiques et l'équilibre géopolitique mondial.

Les évolutions de la démographie et des modèles de consommation dans l'univers émergent pourraient accroître le pouvoir de ces pays et modifier ainsi l'équilibre géopolitique. Par ailleurs, le vieillissement démographique au sein des MD renforce le poids électoral des populations âgées, creusant encore plus les inégalités intergénérationnelles.

L'innovation et la robotisation pourraient contribuer à résoudre la question du vieillissement mais ces dynamiques peuvent créer des tensions sociales à court terme. Ces tendances, combinées à la puissance économique grandissante des ME, pourraient entraîner un renforcement du protectionnisme (comme le suggèrent déjà le discours du président Trump et l'accroissement du nombre total des mesures commerciales restrictives mises en place par l'OMC, de 464 en 2010 à 2 238 en 2016<sup>7</sup>). La poursuite de cette tendance risque d'entraîner des répercussions majeures sur l'économie et notamment de provoquer un ralentissement du commerce international et une mauvaise allocation des ressources.

Selon nous, la capacité à appréhender l'évolution de ces interactions sera essentielle pour relever les défis et saisir les opportunités d'investissement que l'avenir nous réservera.

De fait, la manière dont ces tendances évolueront pourrait remodeler en profondeur le paysage économique et les paradigmes des marchés financiers, ainsi que nous l'expliquons dans les pages suivantes.

## Interconnexion des tendances et impact sur l'économie mondiale : analyse qualitative

### Mutation démographique

Le **vieillessement de la population** et le **désendettement** sont des phénomènes interconnectés. Une population vieillissante requiert davantage de prestations sociales (retraite, santé) et réduit la marge de manœuvre du désendettement. **L'innovation technologique** pourrait augmenter la productivité et résoudre la question de la pénurie de main d'œuvre. Sans facteurs compensateurs, le vieillissement de la population peut impacter négativement la croissance économique et accroître l'inflation, le prix des produits et services liés à l'âge (produits de santé, par ex.) **croissant plus rapidement que les autres.**

### Nouvelles habitudes des consommateurs et des investisseurs

La sensibilité aux questions ESG s'accroît, sur les MD comme sur les ME, en particulier sur la chaîne de valeur des biens de consommation au sein des ME.

**L'innovation et la numérisation** sont également fortement liées aux **nouvelles habitudes de consommation**. La manière dont cette tendance affectera l'économie mondiale (croissance et inflation) est incertaine. Cependant, l'attention accrue portée aux thématiques de responsabilité sociale pourrait améliorer la **qualité et la durabilité** de la croissance sur le long terme.

### Consumérisation des ME

La classe moyenne des pays émergents se développe rapidement et devrait devenir, grâce à sa taille et son pouvoir d'achat, un moteur de la croissance économique mondiale. Les modifications affectant la distribution de la consommation des classes moyennes pourraient notamment provoquer le basculement géographique du centre de gravité du pouvoir économique et politique mondial des marchés domestiques vers les pays émergents (équilibre géopolitique mondial) ; elles pourraient également susciter l'émergence de nouvelles tendances de consommation et d'investissement (attention croissante pour les enjeux de responsabilité sociale, énergies vertes). Les effets sur la croissance mondiale devraient être positifs (sa composante liée à la consommation devrait se révéler plus solide et plus stable).

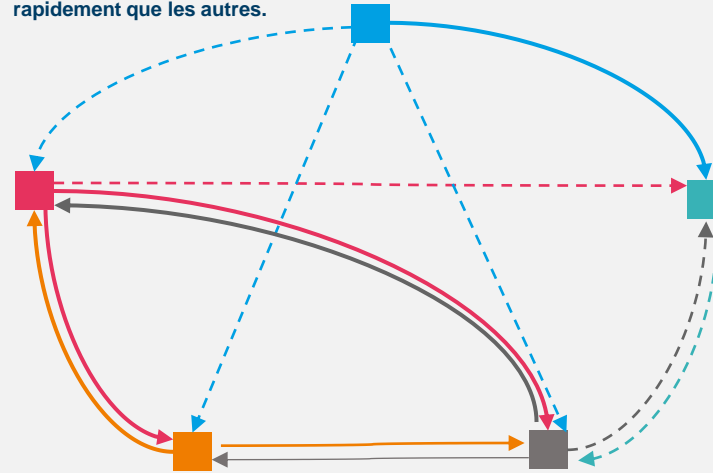
### Désendettement

Le montant de la **dette mondiale** touche de nouveaux records et pèse sur les perspectives de croissance.

**Le vieillissement démographique** risque de rendre l'immense fardeau de la dette, encore plus difficile à supporter. Les gouvernements devront affronter le problème du maintien sous contrôle de la dette existante et du désendettement dans un contexte où les charges sociales devraient augmenter en raison du vieillissement de la population. **L'innovation**, en tant que moteur de productivité et de croissance, pourrait contribuer à réduire le fardeau de la dette. En synthèse, s'il n'est pas compensé par d'autres facteurs, le désendettement pourrait influencer négativement sur la croissance et l'inflation.

### Innovation et robotisation

La progression rapide de **l'automatisation et de la robotique** suscite des inquiétudes grandissantes quant à son impact potentiel sur l'emploi et les salaires. Pourtant, le développement de la robotique et de l'automatisation pourrait également stimuler la productivité et la croissance du PIB mondial, compensant partiellement les effets négatifs des évolutions démographiques sur l'économie mondiale. L'innovation affecte également les **habitudes de consommation** (économie collaborative, numérisation...). Les effets sur la croissance devraient se révéler positifs à moyen terme mais auront une incidence négative sur l'inflation en tirant à la baisse le prix des produits et services.



—> Forte interconnexion  
- - -> Faible interconnexion

Source : Amundi. À titre indicatif uniquement.

7. Organisation mondiale du commerce (OMC), octobre 2016.





Quels pourraient être les scénarios à long terme pour l'économie et les marchés financiers ?

# Trois scénarios possibles de changement de régime

À mesure que les tendances structurelles se dessinent, nous pourrions voir émerger l'un des trois scénarios économiques de long terme suivants : le retour de la Grande modération marquée par la faiblesse de la croissance, de l'inflation et de la volatilité ; le retour au scénario de forte inflation des années 1970 ; un scénario alternant phases d'expansion et de récession, comme dans les années 1990.

Ce scénario, de notre point de vue, ne sera qu'une phase de transition qui conduira finalement à l'émergence d'un nouveau régime financier. Pour déterminer le scénario qui l'emportera, il faut évaluer les tendances structurelles évoquées dans le chapitre précédent et anticiper également la trajectoire des politiques monétaires et fiscales, celles-ci pouvant exercer une influence décisive sur l'avenir du paysage économique mondial. Nous envisageons trois scénarios de long terme possibles qui pourraient inciter les investisseurs à reconsidérer leurs stratégies de placement.

## La Grande modération 2.0

**Scénario** : ce scénario, le plus favorable des trois, se caractériserait par la prolongation du cycle économique actuel, une nouvelle période « faste » de croissance modeste mais correcte et de faible inflation au cours de laquelle les banques centrales (BC) mettraient progressivement un terme à leur politique accommodante. Cette croissance auto-entretenu et inclusive pourrait gagner du terrain, tirée par les investissements et la demande intérieure (dans les ME également) et contribuer à alléger le fardeau de la dette et à réduire les inégalités. Si certains signes plaident en faveur de sa réalisation, nous pensons que le scénario de la Grande modération trouvera sur son chemin un certain nombre d'obstacles qui le rendent moins probable à plus long terme.

Le premier facteur de risque viendra des changements de politique monétaire initiés par les BC, ces évolutions survenant alors que certains ME demeurent vulnérables et que les marchés pèchent par excès de confiance.

**Conséquences pour l'investissement** : ce scénario devrait aboutir à des taux d'intérêt d'équilibre plus modestes, ce qui donnerait naissance à un nouveau régime dans lequel les valorisations élevées des actifs risqués deviendraient plus durables.

Ce scénario se caractériserait par une faiblesse structurelle de la volatilité : l'hypothèse de risque actuelle (ex ante) pourrait dans ce contexte surestimer le risque futur (suivant le principe du retour à la moyenne de la volatilité qui renouerait avec son niveau historique moyen) et les prix des actifs pourraient encore gonfler, générant un risque de bulle potentielle à long terme. Toutefois, un régime de faible volatilité n'est selon nous pas durable et, tôt ou tard, la volatilité remontera, surtout si les marchés commencent à prendre en compte dans leurs valorisations une éventuelle évolution vers des scénarios plus défavorables (tels que l'émergence d'une bulle). Globalement, le régime de la Grande modération serait légèrement favorable aux actifs risqués mais l'écart entre les gagnants et les perdants serait important car le marché ne sera plus tiré par l'abondance des liquidités injectées par les BC. Il sera temps de se concentrer sur les fondamentaux (croissance des bénéfices et qualité de crédit) et de privilégier la sélection de valeurs sur les ME et l'allocation à des facteurs moins sensibles au risque de taux d'intérêt. L'impact sur les taux serait légèrement négatif sans provoquer toutefois de rupture majeure (faible hausse des taux et des rendements).

## Retour aux années 1970

**Scénario** : dans ce scénario, la question de l'endettement est résolue par la monétisation de la dette. Dans cette hypothèse, la monétisation de la

dette passerait par une hausse de l'inflation sur les salaires, tandis que les profits, les biens et les services seraient soutenus par des mesures protectionnistes (droits de douane à l'importation, barrières sur les capitaux, les biens, les personnes).

Dans ce scénario, les BC réagissent avec retard lorsque la poussée inflationniste se révèle supérieure aux attentes et doivent faire face à la difficile question de la pérennité de ce nouveau régime d'inflation et du calendrier plus ou moins rapide des mesures de resserrement monétaire.

**Conséquence pour l'investissement** : ce scénario mettrait en difficulté toutes les classes d'actifs sur le plan des rendements réels. Les actions pourraient pâtir d'une faible croissance des bénéfices pénalisés par la hausse des salaires et des taux d'intérêts. Les actions et les obligations pourraient renouer avec une dynamique de faible corrélation. La hausse des taux stimulerait les rendements obligataires et mettrait sous pression l'ensemble de la sphère obligataire et les ME, en particulier dans sa phase initiale. Seuls l'or et plus généralement les matières premières seraient susceptibles de générer des rendements positifs.

## Scénario alternant phases d'expansion et de récession comme dans les années 1990

**Scénario** : ce scénario table sur le retour du libéralisme et la déréglementation, dans un environnement marqué par la faiblesse persistante des taux d'intérêt et de la croissance économique ; il risque d'aggraver encore le niveau d'endettement global du système économique (ainsi que la dette privée), de majorer le prix des actifs et de s'achever sur un nouveau scénario d'éclatement de bulle qui serait suivi d'une nouvelle phase de déflation.

Comme nous l'avons expliqué, les dettes mondiales s'accroissent et ne cessent d'augmenter, notamment dans les entreprises chinoises, mais également aux États-Unis. De notre point de vue, ces secteurs ne sont pas aujourd'hui exposés à des risques de bulles spéculatives mais ils doivent être surveillés avec attention alors que nous allons vers un processus dit de « normalisation » des politiques monétaires.

**Conséquence pour l'investissement** : si la plupart des actifs risqués devraient tirer parti de la phase d'expansion, l'éclatement de la bulle provoquerait de sévères perturbations sur les marchés financiers, une récession économique profonde qui aboutirait à la déflation. En fonction du niveau des taux au moment de l'éclatement de la bulle, les emprunts souverains et les autres actifs considérés comme sûrs, tels que l'or, pourraient tirer leur épingle du jeu et apporter une certaine protection contre le risque baissier.

La probabilité de réalisation de chacun de ces trois scénarios variera dans le temps en fonction de l'évolution des tendances et il conviendra d'observer attentivement les grands indicateurs économiques afin d'identifier les points d'inflexion susceptibles de déclencher un changement de régime.

### Indicateurs-clés à surveiller :

Évolution des politiques monétaires des banques centrales, dynamique d'inflation, croissance de l'investissement, transition sur les ME, tensions géopolitiques, évolution de la croissance du crédit.



Nous avons identifié trois scénarios possibles susceptibles, selon nous, d'influencer le comportement des actifs financiers dans les prochaines années. Pour élaborer une stratégie d'investissement résiliente, il sera essentiel de détecter et de surveiller les évolutions sous-jacentes à chacun de ces scénarios.



Les répercussions sur les marchés financiers, déjà vulnérables du fait des nombreuses positions consensuelles, pourraient se révéler significatives.

En effet, la compression des spreads est impressionnante dans l'ensemble de l'univers obligataire. Les rendements des obligations souveraines restent proches de leurs plus bas historiques, affichant une déconnexion croissante avec l'économie réelle qui présente enfin les signes d'une reprise plus solide et plus généralisée, s'accompagnant toutefois de pressions inflationnistes limitées.

Les marchés d'actions sont à leur plus haut historique et certains secteurs surévalués (sur le marché américain) commencent à émerger.

Tous les facteurs évoqués ci-dessus exposent les investisseurs à une distribution asymétrique des revenus assortie de profits limités (en raison de la baisse des rendements escomptés) et d'un potentiel de perte supérieur (du fait des niveaux élevés de valorisation et de l'accroissement du risque d'événements extrêmes).

	Principales caractéristiques	Probabilité du régime à court terme	Probabilité du régime à long terme	Points à surveiller
<b>La Grande modération 2.0</b>	Croissance faible mais correcte, faiblesse de l'inflation et de la volatilité.	<b>50 %</b>	<b>30 %</b>	Évolution des politiques des banques centrales, croissance de l'investissement, répercussions sociales de l'innovation, transformations des ME.
<b>Retour aux années 1970</b>	Inflation élevée, banques centrales en retard « derrière la courbe »	<b>20 %</b>	<b>20 %</b>	Inflation salariale, montée des protectionnismes et des tensions géopolitiques.
<b>Alternance expansion/récession comme dans les années 1990</b>	Déréglementation, évolution des taux, politique accommodante des banques centrales, endettement élevé, croissance de la dette privée	<b>30 %</b>	<b>50 %</b>	Évolution de la croissance du crédit en Chine, crédit à haut rendement des entreprises (bulle provoquée par les politiques des banques centrales et de la quête de rendement induite, désendettement des consommateurs)

Source : Amundi. À titre indicatif uniquement.

L'ETF-isation du marché (et son corollaire, une forte concentration du risque sur un indice et sur quelques géants/grands noms, ainsi que la possibilité de rachat rapide si le sentiment de marché évolue) s'accompagne d'une contraction de la liquidité de marché et d'un durcissement de la réglementation. Cette tendance pourrait accentuer encore l'asymétrie des rendements.

Cet environnement exagérément optimiste pourrait renforcer certains biais négatifs tels que le mimétisme, l'excès de confiance et le biais de confirmation. Nous estimons donc que les investisseurs devraient reconsidérer leurs stratégies.

Sur le plan tactique, si l'heure d'une révision drastique à la baisse de l'exposition au risque n'a pas encore sonné (les conditions

financières sont toujours accommodantes et le cycle économique reste robuste et globalement synchronisé), il est toutefois temps de réajuster les risques (en privilégiant les secteurs qui présentent encore des écarts de valorisation, tels que les actions européennes, japonaises et de certains ME) et d'accorder davantage d'attention à la sélection des actifs.

À un horizon plus long, les changements de régime exigeront une révision des stratégies d'investissement et l'adoption d'une approche multi-scénarios. Pour ce faire, il faudra identifier des idées d'investissement capables de bien fonctionner dans le scénario le plus probable, tout en évitant de trop détériorer la performance dans les autres et en se couvrant contre le risque de pertes induit par un éventuel déclenchement des scénarios négatifs. Il sera essentiel de construire les portefeuilles en s'appuyant sur les différents éléments de ces scénarios, en tenant compte de l'horizon d'investissement et du profil de dette et de liquidité de l'investisseur. Cette approche constituera en fait une méthode plus résiliente pour traverser les changements de régime sans passer à côté des opportunités si la Grande modération devait perdurer.

**La rémunération supplémentaire pour compenser le risque d'inflation (prime de terme) et les primes de risque de crédit (spreads des obligations d'entreprise) sont proches de leurs plus bas historiques, tandis que certaines valorisations d'actions sont élevées mais toujours faibles comparées aux rendements des actifs sans risque (prime de risque sur les actions).**

Valorisations multi classes d'actifs, rang centile	CAPE	PER prévisionnel	Primes de risque sur les actions	Primes de terme (10 ans)	Spread des obligations d'entreprises
	États-Unis	83	79	85	7
Allemagne	62	33	86	9	14
Japon	28	17	87	5	65
Royaume-Uni	85	60	96	8	8
Marchés émergents	25	58	84	19	5

Source : rapport sur la stabilité financière dans le monde du FMI, octobre 2017. Les couleurs sont déterminées en fonction des quartiles de valorisation. Le rouge (vert foncé) est associé aux spreads et primes peu élevés (élevés). Le CAPE est le ratio cours-bénéfices à 12 mois glissants, ajusté de l'inflation et du cycle de bénéfices à dix ans. Le PER prévisionnel est le ratio cours-bénéfices anticipé à 12 mois. Les primes de risque sur les actions sont estimées en appliquant aux principaux indices d'actions un modèle d'actualisation des dividendes en trois phases. Les primes de terme sont évaluées sur la base de la méthodologie définie par Wright en 2011. Les spreads des obligations d'entreprises sont « approximatés » à partir des ratios de spread par unité de levier. Les centiles sont calculés à partir de 1990 pour les ratios CAPE, les PER prévisionnels, les primes de risque sur les actions et les primes de terme. Ils sont calculés à partir de 1999 pour les primes de terme sur les ME et à partir de 2007 pour les spreads d'obligations d'entreprise.

**En cette période de changement de régime, il sera primordial construire le portefeuille sur la base de différents scénarios, en tenant compte du profil de liquidité et d'endettement de l'investisseur.**

A large, stylized white letter 'Q' is positioned on the left side of the slide. The letter is thick and has a decorative, slightly curved tail at the bottom right.

Comment les  
investisseurs  
devraient-ils  
repenser leurs  
stratégies de  
placement ?

# Remodeler les stratégies de placement sur la base de quatre paradigmes d'investissement

Pour les années à venir, nous anticipons la baisse des rendements offerts par les classes d'actif traditionnelles et des risques accrus de performance négative à court terme. Ce scénario exigera des investisseurs qu'ils reconsidèrent leur approche pour générer des performances supplémentaires au sein de chacune des classes d'actif et construire un portefeuille résistant aux risques baissiers.

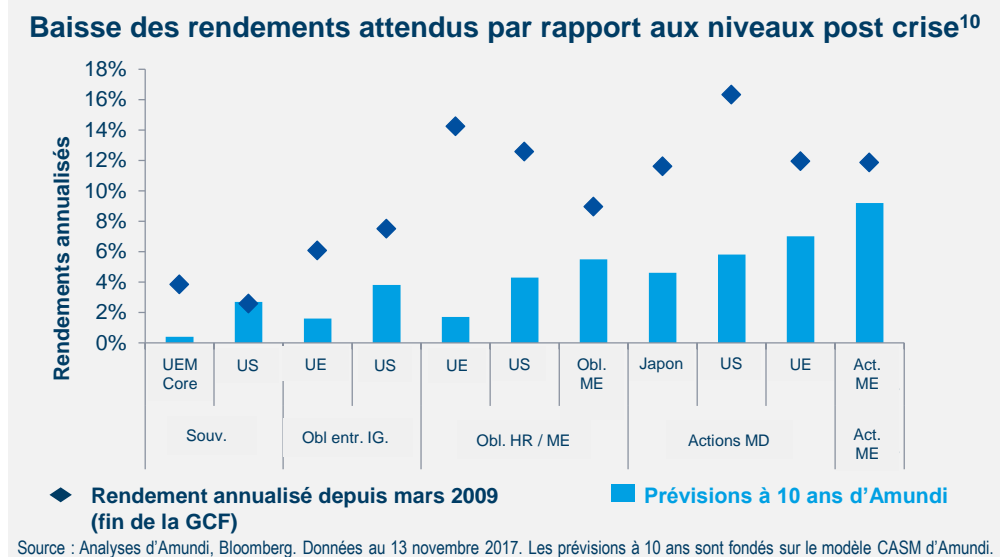
Nous pensons que les rendements générés par les classes d'actif classiques vont radicalement se transformer dans la prochaine décennie. Le rendement d'un portefeuille mondial diversifié (50 % d'obligations mondiales et 50 % d'actions mondiales) pourrait passer d'une performance annualisée de 8 %<sup>8</sup> après la GCF à un rendement estimé de 4,5 %, dans l'hypothèse d'un rendement moyen du dividende à 2 %, d'une croissance des revenus de 5 %, d'un rendement obligataire à l'échéance de 2 % et d'un ratio coûts-bénéfices (PER) inchangé.

Aussi, à moins d'une bonne nouvelle exogène sur le front de la croissance ou de mesures supplémentaires de relance monétaire susceptibles de soutenir la progression des PER (selon nous, peu probables à ce stade), il devient judicieux de reconsidérer nos approches pour stimuler la performance, tant sur la poche actions que sur la poche obligataire des portefeuilles.

Pour cela, nous pensons que les investisseurs peuvent mettre à profit de multiples sources potentielles de performance additionnelle. Ils peuvent notamment accéder aux opportunités

offertes par l'ensemble du spectre des instruments de liquidité, opter pour des stratégies d'investissement factoriel et de génération d'alpha<sup>9</sup>, en particulier sur les marchés encore peu efficaces (tels que les ME, le Japon ou les entreprises de petite et moyenne capitalisation) ou encore exploiter le potentiel des thèmes de croissance à long terme. De notre point de vue, l'introduction des enjeux ESG dans les facteurs de risque devrait également venir sur le devant de la scène. L'investissement ESG peut à la fois permettre aux investisseurs d'atténuer des risques loin d'être négligeables comme le risque carbone<sup>11</sup>, mais également d'identifier des opportunités à plus long terme qui les aideront à relever les défis posés par les nouvelles réglementations et les nouvelles habitudes de consommation et d'investissement.

Au-delà de leur quête de nouvelles sources de performance, les investisseurs devraient également s'intéresser à la meilleure manière d'optimiser leurs processus de construction de portefeuille pour être mieux armés face aux changements anticipés dans l'environnement de risque. Outre la baisse des rendements attendus, nous identifions également une multiplication des sources de risques susceptibles d'induire une hausse de la volatilité (cf. encadré : « Les moteurs de la volatilité ») et de générer des



perdes qui pourraient finir par provoquer des réactions franchement négatives de la part des investisseurs avertis aux pertes. Par conséquent, les investisseurs devraient analyser chaque allocation de leur portefeuille pour déterminer son profil de gains et de pertes potentiels dans chacun des trois scénarios envisagés. Pour ce faire, nous pensons qu'il est primordial d'analyser l'exposition de chaque investissement aux différents facteurs de risque (la croissance, l'inflation, les taux d'intérêt, etc.). Il est par exemple possible de jouer la carte des devises pour doter le portefeuille d'une exposition à certains mouvements sur les taux ou le protéger dans certaines phases de turbulences boursières.

En fin de compte, cela suppose de sortir du cadre des classes d'actif traditionnelles et des allocations dictées par un indice de référence pour s'intéresser à des approches nouvelles de l'investissement, élaborées autour de quatre paradigmes principaux :

## Les moteurs de la volatilité peuvent être Facteurs à court terme

- Normalisation de la politique des banques centrales
- Risques géopolitiques (Brexit, élections italiennes, exacerbation des tensions en Corée du Nord, Arabie Saoudite, Moyen-Orient et Iran)
- Politique et réglementations américaines

## Facteurs à moyen et long termes

- Désendettement
- Transition des économies émergentes
- Ralentissement de la croissance chinoise
- Récession américaine

La baisse des rendements escomptés, l'influence d'éventuels facteurs de volatilité et les valorisations tendues font partie des défis qui devraient inciter les investisseurs à revoir leurs stratégies d'investissement.

- 1 Repenser la construction du portefeuille autour d'un nouveau cadre de suivi des risques
- 2 Tirer le meilleur parti des actions en combinant différentes approches
- 3 Profiter des opportunités sur l'ensemble du continuum de crédit
- 4 Placer les ME au cœur du portefeuille

8. Analyse d'Amundi portant sur les rendements annualisés d'un indice 50 % MSCI AC World Net Total Return et 50 % Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return, sur une période allant du 31 mars 2009 au 31 octobre 2017. Performances nominales avant impôts et frais.

9. 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.

10 Source : Analyses d'Amundi fondées sur les données Bloomberg et prévisions d'Amundi. Empr. d'État core UEM = JPMorgan GBI Germany ; empr. d'État core US = JPMorgan US ; les obl. entr. UE, les titres du HR UE et du HR US sont mesurés au travers des indices BoFA Merrill Lynch, les indices MSCI sont utilisés pour tous les types d'actions. Indices total return. Performances nominales avant impôts et frais. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. 11 risques financiers induits par l'empreinte carbone et l'exposition carbone des entreprises.

# Paradigme 1 : repenser la construction du portefeuille en fonction d'un nouveau cadre de suivi des risques

Les obligations sont généralement considérées comme des actifs moins risqués que les actions. Toutefois, des taux encore bas et une solide croissance des bénéfiques renforcent l'attractivité des valorisations sur les actions, tandis que le risque de la dette souveraine augmente en raison de la durée élevée des indices et que le crédit pourrait davantage peiner à absorber les hausses de taux compte tenu du durcissement des niveaux de spread.

Le premier paradigme d'investissement porte sur la refonte globale du processus de construction des portefeuilles en fonction d'un nouveau cadre de suivi des risques et d'une approche multi-scénarios. De notre point de vue, les investisseurs devraient remodeler le cadre classique de gestion des profils rendement-risque pour prendre en compte les nouveaux profils de risque qui émergent au sein des différentes classes d'actif et l'exposition de ces facteurs de risque aux différents scénarios.

Si nous nous tournons vers l'avenir, les obligations d'État semblent plus risquées que dans le passé, la durée des indices se situe à des plus hauts historiques et le faible niveau des coupons sur certains segments de marché pourrait ne pas être suffisant pour absorber une hausse, même faible, des taux d'intérêt. L'environnement est passablement différent des conditions dans lesquelles se sont déroulés les autres épisodes baissiers (dans les années 1960 et 1990) sur les marchés obligataires : le coupon avait alors agi comme un amortisseur qui limitait en partie les pertes du portefeuille.

En outre, les niveaux structurellement bas des taux d'intérêt, combinés à une solide croissance des revenus, renforcent la stabilité à long terme des valorisations sur les marchés d'actions.

Ces facteurs entraînent une modification de la frontière efficiente (fléchissement et pentification sous l'effet de la dégradation des perspectives sur les obligations souveraines et de la baisse des rendements escomptés) requérant la réévaluation de l'allocation stratégique d'actifs qui, à défaut, pourrait se révéler sous-optimale dans le nouvel environnement.

Une allocation de type « barbell » aux liquidités (actifs sûrs et sans risque pour gérer le profil de liquidité du portefeuille et saisir les opportunités tactiques) et aux opportunités offertes par les actifs à risque ou de croissance pourrait aider à optimiser le potentiel de rendement et à gérer le profil de liquidité du portefeuille ; en effet, le profil rendement-risque des obligations souveraines core manque singulièrement d'attrait.

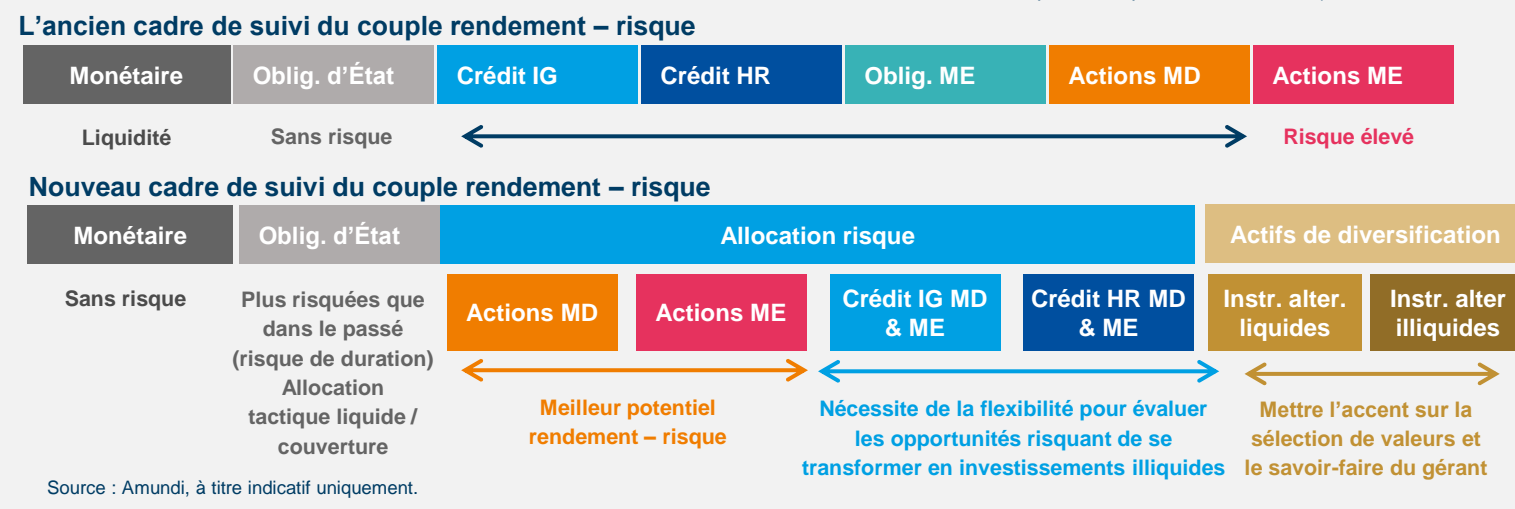
Lorsqu'ils mettent en place leur allocation au risque, les investisseurs devraient se demander si les prétendus « actifs risqués » (notamment les actions) ne pourraient pas se révéler moins risqués qu'ils ne le pensaient initialement. Cette allocation devrait également privilégier l'exposition aux facteurs qui se montreraient les plus favorables dans les différents scénarios envisagés (croissance ou inflation par rapport aux taux d'intérêt, par ex.).

De ce point de vue, les actions pourraient être perçues comme moins risquées que le crédit. Les marchés de crédit (les grands gagnants de la quête de rendement orchestrée par les BC) affichent progressivement un risque asymétrique : les taux de défaut sont proches de zéro, les fondamentaux de crédit se détériorent (ceux des titres les moins bien notés en particulier) et le coup d'arrêt donné à la politique monétaire expansionniste pourrait mettre la classe d'actifs sous pression à cause de l'assèchement brutal de liquidités. Pour améliorer les rendements, les éventuels investisseurs obligataires pourraient rechercher des opportunités dans l'ensemble de l'univers du crédit. Par exemple, les ME offrent encore des rendements attractifs à condition d'analyser le marché avec soin pour éviter les titres les plus exposés à la hausse des taux et/ou au risque de défaut, ce qui

montre la nécessité de mettre l'accent sur la sélection de valeurs.

La dernière allocation importante que les investisseurs devraient prendre en compte concerne les sources de diversification : principalement les instruments alternatifs liquides ou les actifs réels illiquides.

Ces actifs peuvent contribuer à diversifier le portefeuille et à renforcer le potentiel de rendement en captant l'alpha idiosyncratique grâce au savoir-faire du gérant ou à la prime de liquidité. Toutefois, pour éviter d'accumuler les risques, l'allocation aux actifs alternatifs doit avant tout reposer sur la sélection du gérant et prendre en compte les différents facteurs de risque auxquels ces instruments sont exposés (taux d'intérêt et de rendement pour l'immobilier, les infrastructures et la dette privée, croissance pour le capital-investissement).



Le cadre classique de suivi du couple rendement – risque dans les différentes classes d'actifs va se transformer sous l'effet des changements de paradigme.

## Paradigme 2 : tirer le meilleur parti des actions en combinant différentes approches

*Dans le futur, une exposition peu onéreuse au marché par le biais de stratégies d'investissement factoriel et la génération d'alpha idiosyncratique grâce à la gestion active seront deux éléments déterminants pour tirer profit des opportunités de marché, se protéger du risque baissier et concevoir des solutions d'investissement adaptées aux besoins des investisseurs.*

Les actions devraient compter à l'avenir parmi les sources de rendement les plus pertinentes d'un portefeuille diversifié même si leurs performances pourraient s'avérer moins attrayantes qu'elles ne l'étaient ces dix dernières années. Pour relever ce défi, les investisseurs devraient selon nous essayer d'exploiter toutes les opportunités offertes par les différents scénarios en recourant aux diverses approches de l'investissement à leur disposition (voir tableau ci-dessous). Dans un régime de Grande modération marqué par la poursuite de l'expansion économique généralisée, nous tablons sur une croissance des bénéfices se confirmant dans toutes les grandes régions du monde ; ces conditions continueront d'être favorables à certaines

stratégies directionnelles sur les marchés d'actions ; elles le seront en particulier sur les marchés où des infléchissements de la politique monétaire apporteront une impulsion supplémentaire qui pourra être jouée grâce à une approche de gestion active (sélection des titres profitant le plus de ces évolutions) et à l'utilisation d'instruments peu onéreux capables de s'adapter facilement aux changements d'environnement.

Toutefois, à mesure que nous avancerons sur la voie d'un changement de régime, l'investissement sur les actions devra s'attacher en priorité à limiter les effets d'éventuelles poussées de volatilité et à stimuler le potentiel de rendement global. Sur ce plan, les stratégies d'investissement factoriel et la gestion active devraient prendre une importance grandissante.

Dès lors que le changement de régime commencera à gagner du terrain, les conditions deviendront plus favorables à la gestion active ; celle-ci permet la sélection de valeurs susceptibles de bénéficier d'un contexte de hausse des taux et sera également bien adaptée en cas de surprises sur le front de l'inflation, si le scénario de retour aux années 1970 se profilait à l'horizon. Les stratégies d'investissement factoriel seront également de plus en plus pertinentes pour

exposer le portefeuille aux facteurs bien rémunérés, éviter ceux qui resteront peu récompensés et commencer à adopter de nouveaux types de facteurs, tels que les critères ESG. Selon nous, l'investissement ESG jouera un rôle central pour tenir les portefeuilles à l'écart des zones de risque, identifier les opportunités de long terme présentant des probabilités d'occurrence spécifiques, et profitera également du regain d'appétit des investisseurs.

	ETF sur indices capi-pondérés	Gestion factorielle	Alpha généré par des thématiques de long terme	Alpha idiosyncratique
<b>Quel est le principal objectif ? Obtenir...</b>	une exposition à un univers élargi et diversifié.	une exposition aux facteurs ayant démontré leur capacité à générer des performances.	de l'alpha à partir de valeurs sélectionnées pour profiter des opportunités offertes par les évolutions structurelles.	de l'alpha à partir d'une approche concentrée reposant sur une sélection <i>bottom-up</i> .
<b>Moteurs de surperformance</b>	N.A.	Prime de risque liée au facteur	Tendances structurelles et savoir-faire du gérant	Savoir-faire du gérant
<b>Potentiel de surperformance</b>	Aucun	Modéré	Modéré à élevé sur le long terme	Modéré à élevé
<b>Niveau d'engagement de la société</b>	Faible à modéré	Faible à modéré	Généralement élevé	Généralement élevé
<b>Coûts</b>	Faibles	Faibles	Modérés à élevés	Modérés à élevés
<b>Ressources nécessaires</b>	Importantes	Importantes	Modérées	Modérées

Source : Amundi, Bloomberg, novembre 2017.

### Un dispositif conçu pour combiner les différentes approches de la gestion d'actions

#### Quels sont les objectifs fondamentaux de mon investissement actions ?

La première étape consiste à définir vos objectifs principaux (primaires et secondaires), soit par ex. :

- Surperformer un indice d'actions mondial
- Jouer les thématiques de long terme qui répondent aux croyances des investisseurs
- Investir dans les thématiques ESG
- Maîtriser les coûts

#### Comment atteindre mes objectifs à long terme ?

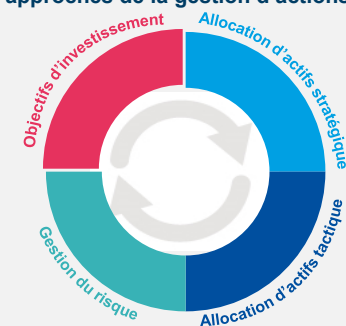
Pour réaliser leurs objectifs dans un horizon de long terme, les investisseurs doivent mettre en place une allocation stratégique d'actifs qui associe :

- Des opportunités thématiques à long terme
- Une allocation aux différents facteurs aux niveaux régional et mondial
- Le choix de gestionnaires compétents capables de produire des performances régulières (idiosyncratiques)
- La définition de résultats ciblés (par ex., cible de revenu)
- Une allocation passive bon marché pour renforcer la diversification vers certains secteurs

#### Comment puis-je mettre en œuvre mes orientations tactiques dans le cycle économique ?

Une allocation d'actifs tactique qui associe :

- Une allocation passive bon marché à certains secteurs spécifiques



- Un biais factoriel, fonction du cycle économique
- Une allocation aux gestionnaires actifs capables d'exploiter au mieux les opportunités spécifiques du cycle

#### Comment puis-je gérer les risques ?

Il faut saisir clairement l'exposition globale aux différents facteurs et gérer activement le risque grâce à :

- des stratégies d'overlay adaptées aux facteurs de risque
- une augmentation de l'allocation au gérant maîtrisant les techniques d'atténuation des risques baissiers.



En fonction de leurs priorités, les investisseurs peuvent adopter différentes approches afin de tirer parti des opportunités de marché que le changement de régime va leur offrir tout en limitant le risque baissier dans les phases de repli.



# Paradigme 3 : profiter des opportunités sur l'ensemble du continuum de crédit

Les investisseurs doivent aller au-delà des limites traditionnelles dans la sphère obligataire également, et dénicher les actifs dotés de caractéristiques obligataires et offrant des rendements proches de ceux des actions. Pour atténuer le risque de taux et profiter des opportunités tactiques que l'évolution des politiques monétaires des banques centrales va engendrer, il est recommandé d'adopter une approche flexible de l'univers des taux.

Le troisième paradigme d'investissement consiste à reconsidérer l'investissement obligataire. Si par le passé les investisseurs s'engageaient sur le marché des taux en abordant les différents segments comme autant de briques de construction, nous pensons qu'une approche flexible multi-sectorielle capable d'exploiter les opportunités sur l'ensemble du spectre du crédit et du continuum de liquidité s'imposera à l'avenir. Dans un contexte où les rendements touchent des plus bas historiques et les risques s'accumulent sur le marché des taux, l'allocation obligataire doit être construite autour de trois orientations principales visant à améliorer le profil rendement-risque des portefeuilles d'obligations purs ou des portefeuilles diversifiés.

## 1. Adopter une approche flexible de la gestion du risque de taux

Après la Grande crise financière, les banques centrales ont déstabilisé les marchés de dette souveraine dans les pays développés. La durée des indices obligataires est à son plus haut historique et le poids global de la dette n'a jamais été aussi élevé.

Selon nous, les taux des obligations ne devraient pas augmenter rapidement ni dépasser sensiblement les niveaux actuels et nous continuons de tabler sur des taux faibles à l'équilibre (la récente révision à la baisse de son taux terminal par la Fed, motivée par des facteurs démographiques et une baisse de la productivité, vient corroborer notre opinion).

Toutefois, nous pensons qu'à mesure que la croissance économique se raffermira et que l'inflation approchera des cibles définies par les

banques centrales, celles-ci risquent de se retrouver en décalage, « derrière la courbe ». Ces conditions pourraient déclencher un scénario de relèvement des taux assorti d'éventuelles hausses brutales des rendements (un scénario similaire à celui de 1994 ne peut être exclu) et d'importantes pertes en capital pour les investisseurs, dans un contexte d'assèchement de la liquidité et d'affaiblissement de l'effet d'amortissement joué par les coupons.

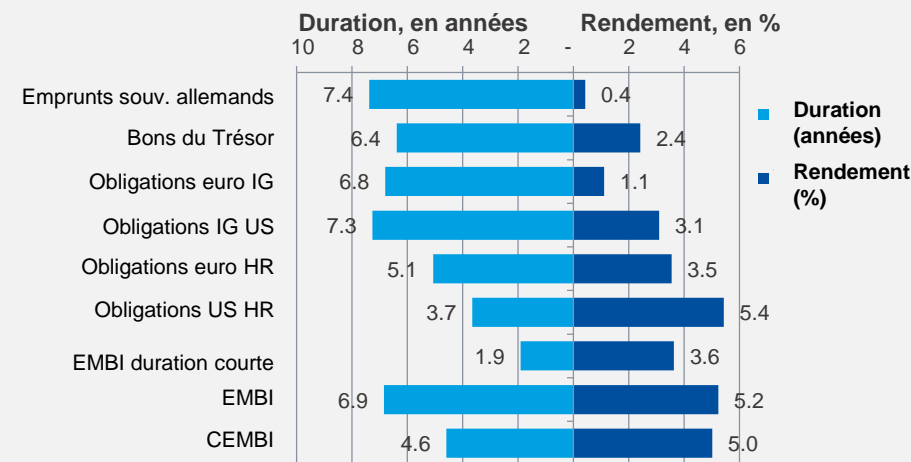
Cependant, cette remontée des rendements pourrait n'être que temporaire. En effet, parallèlement, des tendances structurelles telles que la mutation démographique (certes discutable), le renforcement des réglementations et l'excès d'épargne alimentant plutôt les actifs-refuges (de plus en plus rares) devraient concourir au maintien de rendements faibles.

En outre, le risque de repli cyclique à moyen terme (18/24 mois) de la croissance américaine demeure et pourrait commencer à se faire sentir à mesure que le cycle économique gagnera en maturité.

Dans cette partie de bras de fer entre les forces haussières et baissières pesant sur les taux d'intérêt, la gestion de la durée jouera un rôle crucial.

Si nous ajoutons à ce scénario les rythmes plus ou moins rapides de la normalisation des politiques monétaires (les États-Unis étant plus avancés que la zone euro et le Japon), des évolutions sur la courbe des taux pourraient être observées ; celles-ci pourraient offrir des opportunités à saisir grâce à une gestion souple des échéances de la courbe (pentification/aplatissement), des spreads inter-pays (par ex., *US Treasury* contre *bund*) et des expositions de change.

## La durée et le rendement sur l'ensemble du spectre obligataire



Source : Analyses d'Amundi, Bloomberg. Données au 31 octobre 2017.

## 2. Profiter d'opportunités sur l'ensemble du continuum de liquidité

Rechercher des sources de valeur dans l'ensemble de l'univers d'investissement (des emprunts notés *investment grade* aux prêts à effet de levier et à la dette privée) est un moyen pour optimiser la performance des investissements obligataires. De cette manière, les investisseurs dont l'horizon d'investissement est compatible peuvent à nouveau regarder au-delà des limites traditionnelles (en se tournant aussi bien vers le secteur public que privé qui présentent des propriétés de liquidité variables), à condition toutefois de privilégier les actifs assortis de caractéristiques obligataires offrant des rendements proches de ceux des actions et de gérer avec soin le risque de liquidité.

## 3. Jouer la carte de l'ESG dans les portefeuilles obligataires

L'engouement croissant des investisseurs pour les thématiques liées au développement durable est une tendance forte qui contribue à remodeler le secteur des obligations. Par exemple, la demande d'obligations vertes conçues pour financer des projets de développement durable demeure robuste. À mesure que le marché gagne en maturité et se standardise, le rythme des émissions devrait s'accélérer pour financer les projets d'infrastructure internationaux nécessaires pour répondre aux objectifs de réduction des émissions de GES, notamment dans les ME. Ces émissions pourraient s'appuyer sur la demande accrue émanant notamment des investisseurs institutionnels soumis à une réglementation toujours plus stricte dans le domaine des risques liés au changement climatique.



La composante obligataire de l'investissement doit être remodelée pour répondre aux nouveaux besoins des investisseurs, atténuer le risque de taux et améliorer les faibles rendements attendus offerts par la dette souveraine et les obligations d'entreprises bien notées.



## Paradigme 4 : placer les marchés émergents au cœur du portefeuille

L'attention accrue portée à la transparence et à la gouvernance des entreprises dans les pays émergents, combinée à l'entrée de ces marchés dans une nouvelle phase de leur développement, devrait conduire à recentrer l'allocation du capital sur les actifs émergents. Compte tenu de la diversité des stades de développement de ces économies, nous recommandons toutefois d'adopter une approche sélective pour construire cette exposition.

Pour nous, les ME représentent une opportunité à long terme et les investisseurs devraient durablement accroître leur pondération sur ces marchés dans leurs portefeuilles. La classe d'actifs des actions des ME est ainsi encore sous-représentée dans les portefeuilles des investisseurs (5 % en moyenne de l'allocation totale aux actions dans les portefeuilles institutionnels alors que la capitalisation des ME représente 12 % du total de la capitalisation boursière des marchés mondiaux et 58 % du PIB<sup>12</sup>) et dispose donc d'une certaine marge de croissance.

Notre conviction repose sur une combinaison de tendances à court et moyen termes.

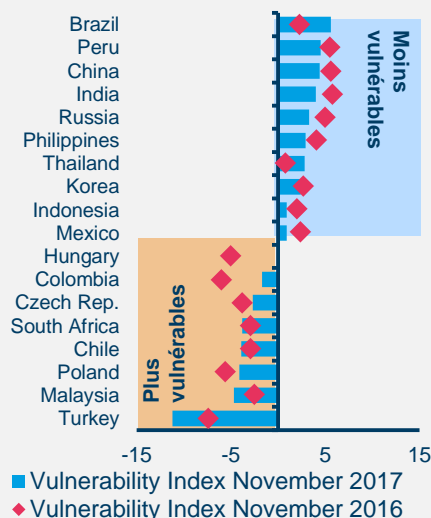
Sur le plan tactique, les classes d'actifs des ME sont fortement soutenues par la croissance mondiale qui se généralise et se renforce, la stabilisation du cycle des matières premières et la détente des conditions financières. Dans de nombreuses situations, au vu des primes de risque tant dans la sphère des actions que dans celle des obligations, les investisseurs sont encore bien rémunérés pour le risque de dépréciation des devises.

Sur le plan structurel, nous constatons des progrès grâce aux réformes en profondeur déjà engagées (numérisation, urbanisation et libéralisation des marchés financiers) qui devraient à leur tour faciliter la transition du modèle économique de nombreux ME, passant d'un modèle porté par les exportations et les investissements à un modèle tiré par la demande intérieure (plus pérenne). Cette transition se reflète déjà dans la diminution du poids des secteurs de la vieille économie (énergie et matières premières) dans les indices actions des ME au profit de thématiques de la nouvelle économie (informatique).

Compte tenu du contexte de croissance économique actuel, de nombreuses entreprises du monde émergent profitent de la conjoncture pour restructurer leur modèle économique, réduire leurs coûts et améliorer leurs normes de gouvernance, ce qui entraîne une hausse de leurs marges bénéficiaires. Les investisseurs internationaux envisagent donc avec davantage de confiance de s'exposer à ces actifs.

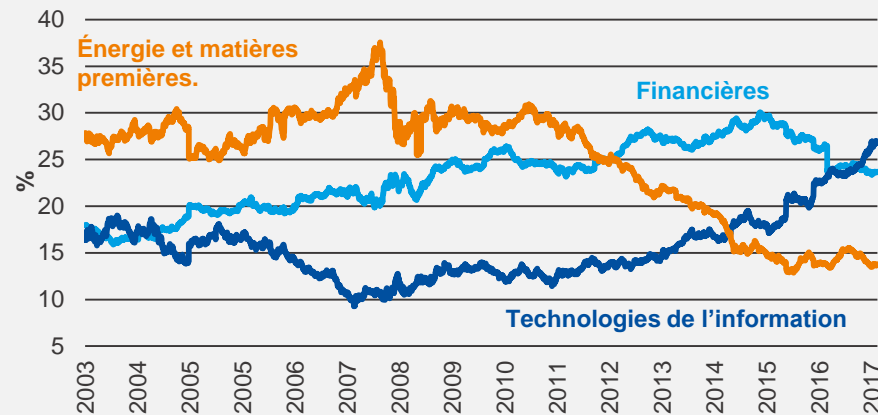
De notre point de vue, ces évolutions vont engendrer un mouvement de rattrapage durable de l'investissement dans les ME au détriment des MD, même si certaines zones de risques perdureront.

### Indice de vulnérabilité des ME d'Amundi<sup>13</sup>



Source : Analyse d'Amundi Research, Thomson Reuters. Novembre 2017 par rapport à novembre 2016. Données au 13 novembre 2017.

### Évolution historique des pondérations sectorielles dans l'indice MSCI EM



Source : Analyses d'Amundi, Factset. Données au 31 octobre 2017.

Au niveau structurel, la force de résilience du contexte économique chinois et la capacité du pays à piloter sa transition économique, la confiance inspirée par sa devise et la gestion de son problème d'endettement sans provoquer trop de perturbations seront des points majeurs à surveiller.

Les évolutions évoquées précédemment mettent clairement en lumière la nécessité de cartographier de nouveau l'univers des ME en s'affranchissant des frontières géographiques traditionnelles et en se concentrant sur les atouts et les vulnérabilités macroéconomiques de chacun des pays.

En fait, ces économies se trouvent à différents stades de leur processus de transformation ; elles affichent des paramètres de stabilité variables (réserves, comptes courants, etc.) et

des marges de manœuvre plus ou moins larges en termes de politiques monétaires et fiscales, de cycles électoraux et de dynamique des réformes.

Cela renforce notre confiance pour approcher les ME sur une base sélective en veillant en priorité à associer une analyse *top-down* au niveau du pays à une appréciation *bottom-up* à partir de la valeur.

De notre point de vue, la faculté d'approcher l'investissement sur les ME de manière intégrée (obligations et actions) deviendra un facteur distinctif pour comprendre toute la structure du capital des entreprises et appréhender les dynamiques macro et micro-économiques, toutes deux pertinentes pour l'évaluation des ME.



Approcher l'investissement sur les ME de manière intégrée (obligations et actions) deviendra un facteur essentiel, cette démarche aidant à comprendre toute la structure du capital des entreprises.

12. Enquête Mercer sur l'allocation d'actifs des fonds de pension européens, 2017.

13. L'indice de vulnérabilité des ME d'Amundi prend en compte : CC et financement, dette externe et dette externe CT, adéquation des réserves, variables domestiques

# Amundi Investment Insights Unit

Amundi Investment Insights Unit (AIIU) vise à transformer l'expertise du CIO et la connaissance globale de l'investissement d'Amundi en idées actionnables et en outils adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, nous visons à devenir un partenaire de choix dans la fourniture d'opinions claires, régulières, actualisées, pertinentes et éclairantes à même d'aider nos clients à prendre les bonnes décisions d'investissement.



Rendez-vous sur :



Venez découvrir Amundi Investment Insights en visitant notre centre de recherche

<http://research-center.amundi.com/>



**Claudia BERTINO**  
Directrice d'Amundi  
Investment Insights  
Unit



**Laura FIOROT**  
Directrice adjointe  
Amundi Investment  
Insights Unit

## Informations importantes

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 bénéfices) et autres. ([www.msicibarra.com](http://www.msicibarra.com)).

La diversification ne garantit pas de générer un bénéfice ou de protéger contre une perte.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du 17 octobre 2017. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et rien ne garantit que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction de la part d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché présentées se réaliseront ou que les tendances décrites se poursuivront. Les investissements impliquent certains risques, y compris politiques et de change. La performance d'investissement et la valeur en principal peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de l'intégralité du capital investi. Ce document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation à la vente à l'égard de toute part d'un fonds d'investissement ou de tout service.