

**édito**



**Un biais domestique**

Quand nous éditons un planisphère, nous nous trouvons toujours au centre, peu importe où nous sommes situés. Autrement dit, la conviction implicite est que, dans tous les coins du monde, on occupe toujours le centre, qui représente la position idoine. Aujourd'hui, nous pouvons faire le même constat concernant l'économie et les marchés

actions. Le commerce mondial ralentit et évolue au même rythme, sinon plus lentement, que la croissance économique, et l'avantage compétitif des pays émergents, à commencer par la Chine, a fondu. Dernier élément, et non le moindre, la volatilité sur le marché des changes a augmenté de façon spectaculaire, et nous sommes loin de la fin de l'histoire.

Encore une fois, les ajustements viennent désormais d'assouplissements quantitatifs plutôt que qualitatifs, et des mouvements de changes plutôt que

**Volatilité implicite sur les marchés des changes**

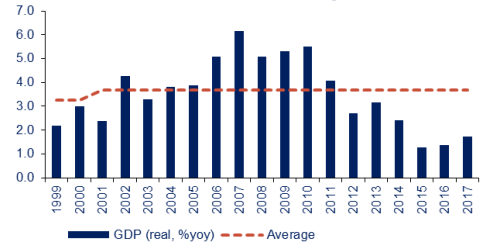


Source : Bloomberg

les différentiels de taux d'intérêt entre les pays. L'implication naturelle de cette évolution est que les investisseurs sont obligés de prêter une plus grande attention aux mouvements de changes qui peuvent neutraliser ou au contraire doper les rendements plus faibles attendus des actifs risqués cette année. Un autre corollaire est le déclin de l'appétit des investisseurs pour les actifs des marchés émergents, en raison du rétrécissement du différentiel de croissance et des risques accrus liés aux devises. Toutefois, ces actifs aujourd'hui sont indéniablement attirants du point de vue de la valorisation.

Une des variables d'ajustement clé, comme l'illustre le niveau bas des prix des matières premières, est le fait que nous ne sommes plus tributaires du reste du monde pour alimenter la croissance économique et privilégions beaucoup plus aujourd'hui la consommation domestique, au moins dans les pays développés. Ce biais domestique est typique des périodes de turbulences. Dans notre scénario, nous n'irons pas à l'encontre de cette règle. En effet, même si nous attendons des rendements un plus élevés dans les pays émergents qu'en Europe, au Japon ou aux Etats-Unis, en réalité en termes de performances absolues les différents marchés se trouvent dans un mouchoir de poche. D'un point de vue des rendements ajustés aux risques, les marchés développés, à commencer par l'Europe suivi du Japon, se situent encore légèrement devant les marchés émergents.

**Différentiel de croissance entre pays développés et émergents**



Source : EIU, MSCI, Amundi

les différentiels de taux d'intérêt entre les pays. L'implication naturelle de cette évolution est que les investisseurs sont obligés de prêter une plus grande attention aux mouvements de changes qui peuvent neutraliser ou au contraire doper les rendements plus faibles attendus des actifs risqués cette année. Un autre corollaire est le déclin de l'appétit des investisseurs pour les actifs des marchés émergents, en raison du rétrécissement du différentiel de croissance et des risques accrus liés aux devises. Toutefois, ces actifs aujourd'hui sont indéniablement attirants du point de vue de la valorisation.



**Romain Boscher**  
Directeur des Gestions Actions

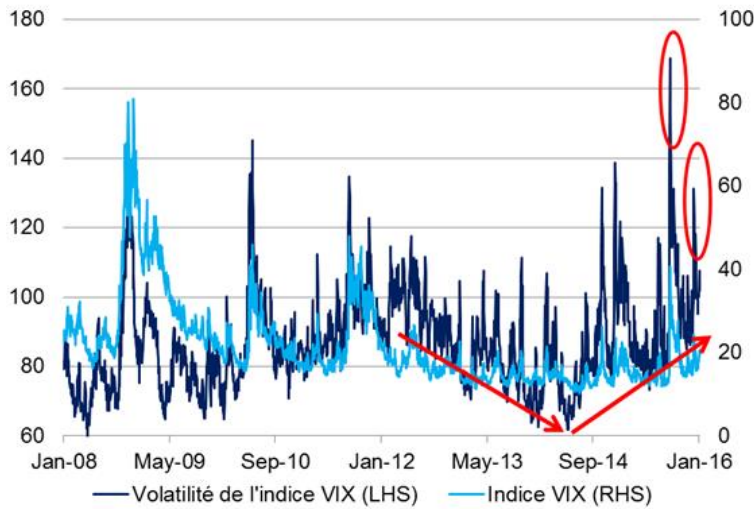
**convictions**

**Volatilité : vers une volatilité structurellement plus élevée**

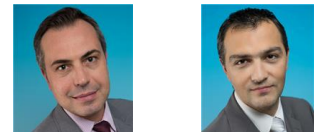
L'année 2015 a montré que la volatilité est devenue durablement plus volatile ; les pics de volatilité sont plus fréquents et durent moins longtemps. Ceci s'explique en bonne partie par l'impact de certains produits (ETP), qui doivent acheter de la volatilité lorsque celle-ci a augmenté et inversement, et par les contraintes de risque de certains intervenants lors des phases de stress. Dans cet environnement, une gestion dynamique et contrariante de l'exposition à la volatilité est nécessaire pour performer

Ceci étant, face aux nombreux facteurs d'incertitude qui affectent actuellement les pays émergents (transition économique, pétrole, géopolitique...), et à la baisse de la liquidité transactionnelle sur certains marchés, de plus en plus d'investisseurs cherchent à se protéger d'une contagion aux marchés des pays développés. Il n'est donc pas impossible à l'avenir d'avoir une hausse généralisée, plus prononcée et surtout plus durable de la volatilité faute de vendeurs.

**Des pics de volatilité plus fréquents**



Source : Bloomberg

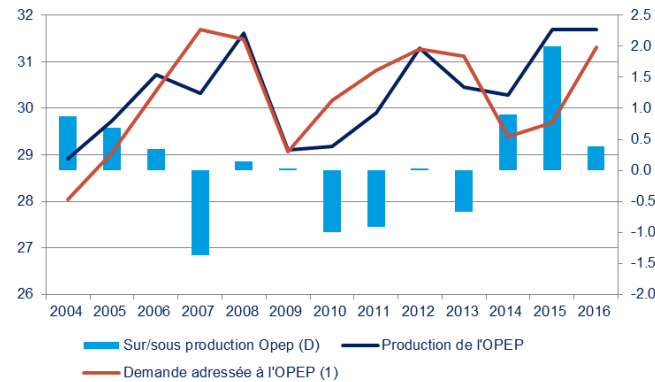


**Eric Hermitte et Gilbert Keskin**  
Co-Responsables, Volatilité et Convertibles

**Pétrole : retour progressif à l'équilibre**

Le prix du pétrole (Brent) a baissé de 38% en 2015 et de 68% depuis juin 2014. La réunion de l'OPEP de novembre 2014 a marqué un changement de politique pétrolière de l'Arabie Saoudite, avec une priorité au maintien de sa part de marché face à la hausse de la production hors OPEP, notamment aux Etats-Unis, mais aussi face à la hausse de la production irakienne et la future hausse de production iranienne (une fois que les sanctions contre ce pays seront levées). Les tensions entre l'Arabie Saoudite, l'Iran et la Russie (conflits syriens, yéménites) ont probablement aussi une part d'explication dans la nouvelle politique de production de pétrole saoudienne.

**Un marché du pétrole moins déséquilibré en 2016**



(1) Demande mondiale – production hors Opep  
Source: AIE, CPR

Sur la base des prévisions de l'Agence Internationale de l'Energie, on peut estimer la surproduction sur le marché pétrolier en 2015 à 2 millions de barils/jour, soit 2.2% de la taille du marché. En 2016, le marché devrait rester en surproduction mais avec un niveau réduit estimé à 0.4 million de barils/jour en raison de la hausse de la demande et d'une baisse de la production aux Etats-Unis, après plusieurs années de très forte hausse (développement du pétrole de schiste). Malgré la baisse des coûts de production, la chute du prix du pétrole oblige les compagnies pétrolières à réduire fortement leurs investissements. L'impact baissier sur la production se fera sentir dès 2016 aux Etats-Unis (cycle de production court dans le pétrole de schiste) et à partir de 2017 dans les autres pays.

Les difficultés de financement de certaines compagnies pétrolières, notamment aux Etats-Unis où on observe une forte hausse des taux des obligations des entreprises du secteur privé, pourraient même entraîner des faillites et un ajustement plus rapide de la production de pétrole à la baisse

L'évolution de la production iranienne reste une inconnue de taille. Elle pourrait augmenter de 0.5 million de barils/jour dès 2016. Un retour au niveau de production de 2010-2011 impliquerait une augmentation de près de 1 million de barils/jour. Cela repousserait le retour à l'équilibre du marché pétrolier de fin 2016 à 2017-2018.

Enfin, l'évolution de la situation géopolitique reste une « source traditionnelle » d'incertitude sur le marché pétrolier. L'évolution des conflits en Syrie, au Yémen et des tensions entre Arabie Saoudite, Turquie, Iran et Russie ; le risque de troubles internes suite à la chute de revenus des Etats exportateurs de pétrole font partie des risques pour 2016.



**Stéphane Soussan**

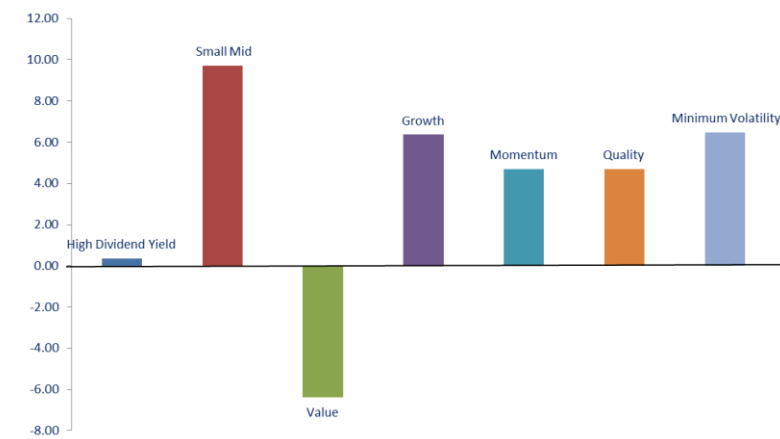
Gérant de portefeuille, Actions Thématiques, CPR-AM

## Combien de temps le « smart bêta » va-t-il rester « smart » ?

Les marchés actions ont été très éprouvants au cours des dernières décennies : les indices mondiaux ont souvent fluctué entre des conditions exceptionnellement favorables et des baisses prolongées associées à une volatilité élevée. Cet environnement a suscité des interrogations sur les indices traditionnels pondérés par la capitalisation boursière, et a conduit à l'émergence et au développement rapide des stratégies dites de « smart bêta », qui pondèrent les titres en fonction d'indicateurs de risque tels que la volatilité, la corrélation ou la contribution à la volatilité

Ces stratégies se sont avérées plus efficaces que les indices basés sur la capitalisation boursière, si l'on se fie du couple

**Contribution des facteurs à la performance en 2015**  
Performance relative au MSCI Europe (au 31 Déc. 2015)



Source: Factset

rendement-risque. Leur performance sur la dernière décennie a été au moins égale, et très souvent supérieure, à celle des indices standards, alors que la volatilité et les pertes maximales ont été systématiquement moindres. En raison de leur profil de risque faible, les stratégies smart bêta sont souvent associées à la surperformance délivrée sur les 10 ou 15 dernières années par des titres peu risqués. Par conséquent, répondre à la question « combien de temps le smart beta va-t-il rester smart ? » implique aussi évaluer combien de temps encore l'anomalie de risque faible peut perdurer.

pertinence, les études expliquent l'anomalie de risque faible par un biais comportemental (donc persistant), ou par des théories sur l'interaction des portefeuilles délégués, le référencement aux benchmarks basés sur la capitalisation boursière, ou bien la fonction d'utilité des gérants de portefeuille (autrement dit, par référence à la structure et au fonctionnement des marchés de capitaux). D'autre part, le « low bêta » n'est pas le seul moteur de performance du smart bêta. Le graphique illustre les principaux facteurs qui ont contribué à la surperformance des stratégies actions conservatives d'Amundi en 2015.

Enfin, les stratégies smart bêta investissent typiquement dans les titres diversifiants et à faible corrélation. En raison de leur qualité de diversification, leur rendement théorique exigé devrait être plus faible que celui qui est implicite des indices pondérés par la capitalisation boursière (qui reflètent seulement la taille de l'activité de la société), et leur prix d'équilibre devrait par conséquent être plus élevé que leur cours actuel. Les stratégies smart bêta bénéficient à terme de l'ajustement qui a lieu quand les investisseurs reconnaissent cette efficacité supérieure en matière de risque. Nous croyons qu'une telle revalorisation est loin d'être achevée, car les investisseurs sont encore massivement positionnés sur les indices basés sur les capitalisations boursières, qui ont attiré la plus grande partie des flux récents vers les marchés actions.



**Melchior Dechelette**  
Responsable, Stratégies  
Active Smart Beta

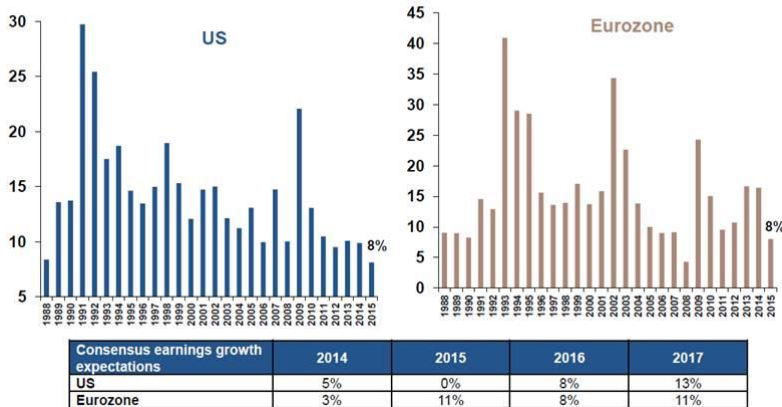


**Alessandro Russo**  
Responsable, Recherche  
Quantitative Actions

## Bénéfices: un début d'année plus réaliste

### Les attentes des analystes pour 2016 sont très prudentes

#### Next year consensus earnings growth expectations at end November



Source: Société Générale

Nous observons depuis maintenant plusieurs années un phénomène régulier dans les attentes reflétées par le consensus des analystes. Nous commençons l'année avec des vues très optimistes en termes de croissance des profits, le plus souvent à deux chiffres, et au fur et à mesure que l'année s'écoule, les analystes confrontés à une croissance molle sont dans l'obligation d'ajuster leurs chiffres à la baisse. 2016 pourrait être différente. Comme le montre le graphe, qui collecte les attentes du consensus pris en novembre pour l'année qui suit depuis 1988 tant dans la zone Euro qu'aux Etats-Unis, les attentes sont mesurées voire faibles. Plus précisément, outre-Atlantique il faut

remonter à 1988 pour voir des estimations aussi prudentes. Dans la zone Euro, un constat à peine moins favorable puis que fin 2008 le consensus intégrait les effets de la crise des Subprime. Il nous semble que ce point est important à souligner dans la mesure où le marché pour progresser à la hausse n'aurait pas à compter sur une expansion des multiple supérieure à l'effritement des attentes du consensus. Un vent contraire qui disparaîtrait en 2016 en somme dans un contexte en zone Euro ou nous pourrions voire une accélération de la croissance économique.

La diminution d'environ 30 % du prix des matières premières en 2015 explique l'essentiel des déconvenues en matière d'attentes bénéficiaires (croissance des BPA 2015 selon Amundi en baisse de respectivement 40 et 62 % pour les secteurs de l'énergie et des mines / métaux en décembre 2015 vs - 12 et + 5 % attendus en janvier 2015). Hors matières premières, la croissance des BPA 2015 aurait été de 11 %, soit un niveau proche des prévisions réalisées en janvier 2015. Nous n'attendons pas de reprise des cours des sous-jacents des matières premières en 2016 (pétrole stable à priori durablement sous 45 \$), ce qui nous incite à rester prudent sur les secteurs des matières premières à court terme (mais avec une claire préférence pour le secteur de l'énergie vs les mines et métaux), d'autant plus que le consensus nous semble encore trop optimiste dans ses projections 2016, notamment sur ce secteur. En revanche, la poursuite de la baisse du prix des matières premières devrait continuer de bénéficier aux secteurs liés à la consommation et à la demande domestique (regain de pouvoir d'achat des ménages), déjà parmi les meilleurs performeurs boursiers en 2015. Il faut noter que, contrairement au consensus, Amundi n'attend pas de contribution additionnelle des matières premières à la croissance globale des BPA en 2016 (+ 9 % avec comme hors matières premières), ce qui nous conforte dans le caractère « réaliste » de nos projections pour cette année.



**Laurent Ducoin**  
Responsable du Stock Picking Europe



**Stéphane Taillepiéd**  
Responsable de l'Analyse Financière





**Romain Boscher**  
Directeur des Gestions Actions

**Nicholas Melhuish**  
Chief Investment Officer, Actions, Amundi Londres

**Yasunori Iwanaga**  
Chief Investment Officer, Amundi Japon

**Anthony Ho**  
Chief Investment Officer, Asie hors Japon

**Alexandre Drabowicz**  
Responsable du Développement et des Spécialistes Produits,  
Gestions Actions

**Sudeshna André**  
Spécialiste Produits, Gestions Actions

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 «MIF», les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 Novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 Novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des Etats Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la «Regulation S» de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Les performances sont préparées et présentées en conformité avec les standards de présentation de performance GIPS® (Global Investment Performance Standards). Amundi est en conformité avec les standards GIPS® du 01/01/1994 au 31/12/2014 et dispose d'une attestation par un auditeur. Le total des actifs de la firme au sens GIPS®, soit 560 milliards d'euro à la date du 31/12/2014, inclut l'ensemble des portefeuilles supportant des frais de gestion.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à 31 décembre 2015, elles peuvent être modifiées sans préavis.

Amundi, Société anonyme au capital de 596 262 615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04100036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)