

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

2018
et
au-delà

NUMÉRO SPÉCIAL

RESEARCH
STRATEGY
& ANALYSIS

SOMMAIRE

L'éditorial du CIO

- **2018. Rotation des risques et réduction des risques dans la foulée** p. 3

Perspectives globales pour 2018 (et au-delà)

- **Une croissance qui résiste... mais des valorisations discutables** p. 5

Gestion diversifiée

- **L'analyse top down de la recherche Amundi** p. 15
- **Stratégies d'investissement des CIO: Q&R** p. 18

Portefeuilles obligataires & positions de change

- **L'analyse top down de la recherche Amundi** p. 21
 - Marchés obligataires souverains p. 21
 - Marché des obligations d'entreprises p. 24
 - Marchés des changes p. 26
- **Stratégies d'investissement des CIO: Q&R** p. 23
 - Marchés obligataires mondiaux p. 28
 - Marchés obligataires européens p. 29
 - Marché obligataire japonais p. 30
 - Marché obligataire américain p. 32
 - Marchés obligataires des pays émergents p. 34

Portefeuilles actions

- **L'analyse top down de la recherche Amundi** p. 36
- **Stratégies d'investissement des CIO: Q&R** p. 38
 - Marchés d'actions globaux p. 38
 - Marchés d'actions européens p. 39
 - Marché d'actions japonais p. 34
 - Marché d'actions américain p. 42
 - Marchés des actions des pays émergentes p. 43

Gestion factorielle

- **L'analyse top down de la recherche Amundi** p. 46
- **Stratégies d'investissement des CIO: Q&R** p. 47

Portefeuille actifs réels

- **L'analyse top down de la recherche Amundi** p. 48
- **Stratégies d'investissement des CIO** p. 50

Prévisions & « expected returns »

- **Tendances à long terme: croissance vs. stagnation séculaire, mégatendances, géopolitique et dettes publiques... Les grands thèmes structurels** p. 51
- **« Expected returns »: perspectives à court terme et à long terme** p. 54

Prévisions macroéconomiques et financières

- **Tableau** p.56

L'éditorial du CIO

2018. Rotation des risques et réduction des risques dans la foulée

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe
VINCENT MORTIER, CIO adjoint Groupe

« Ce qui trouble les hommes, ce ne sont pas les choses, mais les jugements qu'ils portent sur les choses », Epictète

Nous pensons que l'année 2018 marquera la **transition** d'une phase de reflation à plein régime, orientée à la hausse pour les actifs risqués (les obligations d'entreprise et les actions) vers un stade avancé du cycle des marchés financiers. Cela pourrait avoir des conséquences considérables pour les investisseurs.

À commencer en ce qui concerne les **opportunités** résiduelles sur le marché. Dans un contexte marqué par des valorisations tendues sur l'ensemble du marché et par la tendance haussière des taux d'intérêt, nous pensons que ces opportunités résideront moins dans les actifs directionnels et plus dans les titres, les pays et les secteurs sous-valorisés. Nous tablons sur une rotation des marchés, des thèmes d'investissement et des styles d'investissement en cours d'année. Cette rotation devrait jouer en faveur des actions et en défaveur des obligations d'entreprise. Dans l'univers des actions, les valeurs européennes, nippones et de certains pays émergents se trouvant à un stade précoce du cycle financier, ainsi que certaines valeurs thématiques comme les obligations indexées sur l'inflation devraient profiter de la hausse des taux d'intérêt. Dans l'univers obligataire, nous recommandons aux investisseurs de faire preuve de flexibilité dans leur positionnement en duration, sur les courbes des taux et sur les marchés des changes du fait de la différence de rythme entre les programmes de normalisation de la politique monétaire, plus rapide aux États-Unis que dans la zone euro et au Japon. Cette recommandation vaut pour l'ensemble des obligations d'entreprise, liquides et peu liquides.

La transition attendue ne sera pas linéaire. Il sera nécessaire d'identifier les points d'inflexion, de détecter les bulles susceptibles de se former sur le marché et de mettre en œuvre des stratégies permettant de réduire les **risques**. Dans ce contexte, lutter contre la **léthargie des investisseurs** constituera le principal enjeu de 2018. Il est fort à parier que l'économie mondiale poursuivra sa progression : les principaux pays développés devraient croître à un rythme supérieur à leur potentiel de croissance et les marchés émergents devraient profiter de la synchronisation du cycle mondial. L'inflation devrait se poursuivre à un rythme modéré, notamment aux États-Unis, où le resserrement du marché de l'emploi entraîne progressivement une hausse des salaires. Dans ce contexte, il est probable que les banques centrales poursuivent le processus de normalisation de leur politique monétaire, soucieuses de contenir la volatilité à de bas niveaux et de maintenir des conditions de financement favorables. La sensation de contrôle que procure le matelas de sécurité fourni par les banques centrales sur fond de perspectives économiques favorables devrait provoquer une nouvelle hausse des marchés et une poussée d'optimisme au premier semestre, ainsi qu'une forte augmentation des bénéfices des entreprises. Cela pourrait pousser à la hausse les cours des valeurs de rendement et exposer les marchés financiers (notamment les marchés obligataires) à un risque de forte correction en cas de rebond de l'inflation. Le cas échéant, le rebond de la croissance entraînerait une hausse des taux d'intérêt nominaux et réels et les politiques monétaires des banques centrales seraient de moins en moins efficaces.

Préoccupés par ce risque de léthargie des marchés, nous pensons que les investisseurs **auraient tout intérêt à moduler la composition de leurs portefeuilles au fil de l'année, en fonction de l'évolution des conditions de marché.** Il serait judicieux de passer d'une stratégie de **rotation** des risques à une stratégie de **réduction** des risques sur les segments les plus prisés du marché (obligations d'entreprise high yield, momentum). Parallèlement, il leur faudra accroître les **réserves de liquidité** de leurs portefeuilles et s'atteler à réduire les risques de perte dans le cas où des événements extrêmes ou des scénarios alternatifs viendraient à se réaliser. Dans ce contexte, nous pensons que certains facteurs géopolitiques n'ont pas encore été pleinement pris en compte par les marchés (Brexit, tensions au Moyen-Orient) et que la perspective d'un rehaussement des prévisions d'inflation et d'une accélération de la croissance mondiale en 2018 est de plus en plus probable. Nous recommandons donc aux investisseurs d'utiliser des options, des actifs liquides et des actifs faiblement corrélés entre eux pour couvrir les risques auxquels ils sont exposés et ainsi limiter les pertes lors des poussées de volatilité.

En conclusion, **voici le principal message que nous adressons aux investisseurs pour l'année 2018**: nous n'anticipons aucun risque imminent ni aucune distorsion (au niveau macroéconomique ou des cours des actifs) susceptible de provoquer une forte correction du marché. Les investisseurs peuvent donc conserver une exposition aux actifs risqués. Nous leur recommandons toutefois de profiter du répit que leur offrent les politiques monétaires accommodantes des banques centrales pour modifier la répartition des risques et les recalibrer au sein de leurs portefeuilles en faveur d'un positionnement plus défensif et en privilégiant fortement les titres de qualité. La mise en œuvre d'une stratégie « barbell » (qui consiste à détenir des actifs sans risque pour disposer de réserves de liquidité et à adopter un positionnement tactique sur certaines opportunités) et la capacité à saisir les opportunités de croissance (sur des segments liquides et peu liquides) permettent aux investisseurs d'optimiser les rendements potentiels de leurs portefeuilles et de contrôler le profil de liquidité de leurs portefeuilles durant la transition délicate vers un stade plus avancé du cycle des marchés financiers.

Perspectives globales pour 2018 (et au-delà)

Une croissance qui résiste... mais des valorisations discutables

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Macroéconomie

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

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

L'essentiel

La conjoncture économique mondiale est favorable grâce à des politiques monétaires extrêmement conciliantes et un environnement financier propice alors que les effets multiplicateurs du commerce international ont amplifié la re-synchronisation du cycle mondial, la résurgence des investissements et des bénéfices des entreprises (et plus spécifiquement la dynamique des BPA). La relation ténue entre croissance et inflation marque le caractère unique de ce cycle.

À l'approche de 2018, nous tablons sur un rééquilibrage progressif entre politiques monétaires et budgétaires. L'inflation sous-jacente restera contenue même si elle pourrait ré-accélérer dans certaines régions (notamment aux États-Unis et dans la zone euro).

Dans un tel contexte, nous envisageons une transition en douceur d'un régime réflationniste vers un régime de fin de cycle financier dont les principales caractéristiques seront un retrait progressif de l'assouplissement extrême des politiques monétaires, un rétrécissement ordonné des conditions de liquidité globale tout en maintenant des conditions financières adaptées avec à terme une diminution des prévisions de performance ajustée du risque.

Du côté des marchés financiers en effet, les valorisations absolues sont tendues en moyenne, tant sur l'obligataire que pour les actions. Toutefois, le relèvement des taux d'intérêt sera maîtrisé et laissera la place à une expansion renforcée des multiples. Nous naviguons dans un environnement favorable aux actifs à risque dans lequel il est préférable de privilégier un positionnement directionnel relatif plutôt que direct dans les univers actions internationales, obligations internationales et devises. En réalité, la quête d'opportunités d'investissement rentables devrait mettre l'accent sur la diversification de la durée et la sélection des facteurs de secteur et de style dans l'univers actions.

Des effets de surprise du côté de l'inflation, des hausses de taux au-delà de la tolérance du marché et un assèchement de la liquidité dans un cadre de tensions géopolitiques exacerbées nous apparaissent comme les principales sources de risque qui méritent d'être couvertes.

Scénario de base: une reprise cyclique qui a encore du chemin à parcourir Probabilité 75 %

Dans le scénario de base, les taux de croissance du PIB devraient se stabiliser aux alentours des niveaux actuels. Dans les conditions actuelles, nous pourrions avoir connu le meilleur en termes de dynamique mais la reprise cyclique (synchronisation globale, reprise des investissements mondiaux, rebond des échanges internationaux) pourrait se poursuivre sans hausse matérielle de la pression inflationniste. **Plus la reprise est synchronisée, plus l'économie mondiale sera solide et résiliente.**

Ce qui est le plus étonnant à ce stade est **le peu de relation qui s'exerce entre croissance et inflation**. On constate un ralentissement structurel de l'inflation sous l'effet des facteurs d'approvisionnement. Sur les biens industriels hors énergie, l'inflation reste faible et continue de diminuer dans le sillage de l'intensité de la concurrence mondiale. Par ailleurs, la composante cyclique de l'inflation s'est infléchie (aplatissement de la courbe Phillips).

La mondialisation, l'étendue de l'innovation, l'affaiblissement des syndicats ou la flexibilité croissante du marché du travail (contrats temporaires, etc.) continueront à mettre la pression sur les prix et les salaires à l'avenir.

Les banques centrales sont clairement désorientées par le dilemme croissance forte/inflation plancher. Elles sont préoccupées par le décryptage des relations économiques entre inflation, chômage, productivité et salaires. Elles ont également à l'esprit les objectifs conflictuels qui sont les leurs : maintenir la croissance, l'inflation et la stabilité financière en même temps pourrait s'avérer difficile.

Les banques centrales se retrouvent ainsi aux prises avec une situation complexe et inhabituelle :

- Côté positif, le bas niveau des taux dans un environnement de croissance favorable étendue crée des conditions vertueuses pour corriger les déséquilibres, réduire le poids de la dette publique et converger vers une amélioration

de la viabilité de la dette à long terme (cf. signes dans la zone euro). Si les politiques conduites parviennent à mettre en place les réformes fiscales et structurelles dans un délai raisonnable, elles permettront de voir aboutir la transition vers une croissance plus durable et plus globale.

- D'un autre côté, des conditions monétaires trop souples pourraient déclencher la prochaine crise financière (en multipliant les bulles de prix des actifs) au moment où le monde s'est tout juste engagé sur la voie du désendettement (la dette mondiale a atteint un plus haut historique).

En d'autres termes, si la réflation est le résultat de l'assouplissement monétaire, poussée à l'extrême une telle politique peut finir par ouvrir la voie à une nouvelle crise financière et donc à une dépression mondiale qui au final s'avérerait déflationniste (spirale dette/déflation). **Les banques centrales se retrouvent donc dans une position délicate : elles doivent à la fois mettre un terme à l'assouplissement excessif de leurs politiques tout en évitant de resserrer trop vite leurs conditions monétaires.**

Dans ce contexte, nous pensons que le risque majeur provient de la mise en œuvre des politiques ou des erreurs qui en découlent (non seulement au plan monétaire, mais aussi budgétaire et commercial ainsi que des réformes). Parmi les facteurs de risque souvent mentionnés, une récession aux États-Unis ou un atterrissage brutal en Chine sont peu probables selon nous à horizon de 2018-2019. D'un point de vue économique, nous pensons que les risques sont légèrement orientés à la hausse pour les trimestres à venir.

FACTEURS MACRO	MARCHES FINANCIERS	CONSÉQUENCES POUR LES INVESTISSEMENTS
<ul style="list-style-type: none"> - Resynchronisation du cycle global : une consolidation de la croissance future, essentiellement dans une dynamique de marché intérieur, amplifiée par les effets multiplicateurs du commerce international. 	<ul style="list-style-type: none"> - Expansion des BPA en mode fin de cycle, réduction des niveaux de trésorerie et distributions de dividendes, rachats, décélération des fusions-acquisitions. 	<ul style="list-style-type: none"> • Exposition positive aux actifs à risque. • Performances ajustées du risque inférieures par rapport au précédent régime reflationniste.
<ul style="list-style-type: none"> - Vers un rééquilibrage entre politiques monétaires et budgétaires dans certains grands pays. Un retrait progressif de la politique par trop conciliante des banques centrales. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une modération des conditions de liquidité, des conditions financières et de financement qui restent favorables. 	<ul style="list-style-type: none"> • Transition depuis un régime reflationniste vers un régime de fin de cycle financier • Une rotation graduelle du Haut Rendement vers les actions internationales.
<ul style="list-style-type: none"> - D'une inflation excessivement basse à une inflation contenue, les risques restent orientés à la hausse. 	<ul style="list-style-type: none"> - Les valorisations des obligations et des actions restent tendues, la hausse des taux d'intérêt devrait rester modérée. 	<ul style="list-style-type: none"> • Le positionnement relatif remplace les positions directes. • Une accentuation de la diversification géographique dans la gestion de la duration. • Un positionnement sur les actions internationales articulé autour des facteurs de pays/secteur/style/taille.
RISQUES	<ul style="list-style-type: none"> - Des surprises sur le terrain de l'inflation et des taux. - Les risques géopolitiques (Brexit, Moyen-Orient, Corée du Nord). - Les pics des cours du pétrole et l'assèchement de la liquidité du marché. 	<ul style="list-style-type: none"> • Or. • Positions de change en fonction de l'appréciation du risque (AUD/JPY). • Obligations américaines indexées sur l'inflation.

Les grandes économies en un clin d'œil

États-Unis: un cycle vieillissant mais pas de récession en vue. Le cycle avance dans la durée (presque 9 ans) et pourtant son prolongement jusqu'en 2018-2019 est probable grâce aux politiques budgétaires, au bas niveau d'inflation et à des conditions monétaires et financières toujours favorables. Nous prévoyons une croissance d'au moins 2 % en 2018 et 2019. Compte tenu des incertitudes entourant la forme définitive de la réforme fiscale, il est difficile d'évaluer son impact sur nos prévisions, que ce soit en termes d'élan à court terme donné au PIB et/ou de soutien à long terme à la croissance potentielle. En partant du principe d'une réforme introduite au T1 2018, nous estimons que son effet dopant sur nos prévisions irait de +0,1 % (dans le cas d'un effet multiplicateur réduit) à +0,5 % (dans le cas d'un effet multiplicateur important) par rapport à notre scénario de base. Si, comme nous le prévoyons, le cycle en cours se poursuit après la mi-2019, il deviendrait alors la phase d'expansion la plus longue jamais observée (depuis 1857).

Zone euro: la « Renaissance ». La reprise tardive s'élargit aujourd'hui à tous les pays et toutes les composantes du PIB. Grâce aux conditions monétaires et de crédit favorables, le potentiel de croissance devrait se maintenir à un niveau supérieur pendant plusieurs années consécutives. Des avancées notables dans les programmes de réformes à l'échelle européenne comme nationale ont été observées et la majeure partie des déséquilibres macroéconomiques ont été corrigés. Même si certains risques persistent au plan local, la stabilité politique est revenue et l'incertitude autour de l'architecture européenne globale s'est tassée. Les citoyens européens sont désormais plus optimistes à l'égard de l'UE et de l'euro. Nous tablons aussi sur un engagement fort des gouvernements de la zone euro à poursuivre sur la voie des réformes au service du renforcement du projet européen. Nous croyons donc en la « Renaissance » de l'Europe.

Royaume-Uni: tout est une question de politique. Le décompte du chrono du Brexit avance et les deux camps restent sur des positions radicalement divergentes dans les négociations engagées. Le Royaume-Uni est la seule grande économie européenne à avoir subi un ralentissement en 2017. Le risque d'un Brexit « à la dure » (sans accord trouvé) progresse. Même si ce n'est pas le scénario central pour le moment, nous pensons que l'incertitude liée au Brexit va peser lourdement sur les décisions d'investissement, à la fois pour les entreprises et les ménages (dans l'immobilier dans ce dernier cas). Mais le ralentissement économique du Royaume-Uni ne devrait pas enrayer la reprise de la zone euro, essentiellement alimentée par la demande intérieure.

Japon: La dynamique des Abenomics va conduire le Japon vers la plus longue phase d'expansion de l'après-guerre. L'économie n'est pas particulièrement solide à la lumière des standards historiques mais le cycle s'avère plus vigoureux que prévu, à la fois sous l'impulsion de la demande intérieure et du commerce international. Les bénéfices élevés des entreprises devraient soutenir les investissements des entreprises et la politique budgétaire devrait être plus expansionniste en 2018 après la victoire de la coalition au pouvoir lors des récentes élections anticipées. Si, comme nous le prévoyons, le cycle en cours se poursuit après 2018, il deviendrait alors la plus longue phase d'expansion de l'après-guerre.

Chine: résilience de la croissance et équilibrage des réformes en perspective: L'économie résiste mieux qu'on ne l'avait cru. Le ralentissement à venir (largement attendu) devrait être modéré face à des moteurs de croissance élargis et à des ajustements déjà visibles du côté de l'offre, notamment la réduction de la surcapacité et la baisse des stocks de marchandises. Le 19^e Congrès du parti a confirmé que l'approfondissement des réformes et l'amélioration de la gouvernance comptent parmi les grandes priorités, ce qui accroît les chances d'un atterrissage plutôt en douceur de la Chine.

Le Monde émergent: moins vulnérable qu'avant la Grande crise financière. La plupart des économies émergentes connaissent une forte dynamique de croissance avec une demande intérieure solide. Les perspectives à court terme pourraient s'avérer chaotiques (réduction de l'assouplissement quantitatif de la Fed, impasses politiques, etc.) mais les perspectives économiques restent prometteuses à moyen terme. En réalité, les fragilités extérieures se sont résorbées dans bon nombre de pays depuis la crise mondiale.

Politiques monétaires

Le bilan de la Réserve fédérale va commencer à se réduire doucement à horizon des 4 prochaines années. À l'inverse, ceux de la BCE et de la Banque du Japon continueront de se gonfler bien qu'à un rythme ralenti. Tout mis bout à bout, la masse monétaire mondiale (liquidité des banques centrales) continuera de grossir l'année prochaine malgré une reprise économique synchronisée. Une telle configuration est unique en son genre. Logiquement, c'est aux États-Unis, là où le cycle est le plus avancé et l'économie la plus proche du plein-emploi, que la banque centrale a le plus de raisons de relever les taux. Pourtant, même là, le niveau d'endettement domestique (en particulier des entreprises non financières) nécessite de procéder avec prudence. Les conditions monétaires internationales resteront favorables avec des taux d'intérêt réels à des niveaux exceptionnellement bas.

■ **Réserve Fédérale.** Nous tablons sur un nouveau relèvement des taux par la Fed en 2017 (+25 pb en décembre) puis à nouveau à deux hausses en 2018. Si notre scénario devait se matérialiser (bonne surprise de la réforme fiscale ayant un effet stimulant sur la croissance), une (voire deux) hausses supplémentaires serai(en)t possibles: toutes choses égales par ailleurs, l'assouplissement budgétaire nécessiterait moins de conciliation de la part de la politique monétaire. Pour mettre en place une telle politique, il faudrait néanmoins une accélération simultanée de la croissance et de l'inflation.

- **La nomination d'un nouveau président de la Fed ne change pas la perspective.** Jerome Powell, qui succèdera à Janet Yellen en février 2018, est le candidat de la continuité en matière d'assouplissement quantitatif et de normalisation des taux d'intérêt, tandis qu'il est plus ouvert que ses prédécesseurs sur le sujet de la réglementation financière. Comme ses deux prédécesseurs, il pense que le taux d'intérêt d'équilibre a reculé et que l'inflation n'est pas une menace. Par ailleurs, il a toujours soutenu les décisions de politique monétaire depuis sa nomination à la Fed en 2012 et il a souligné l'importance de la conjoncture monétaire et financière (dollar US, rendements obligataires à long terme, *spreads* de crédit et marchés des actions). Il apparaît que la Fed conservera toute la flexibilité de sa « fonction réactive » et sa capacité d'action sur une base opportuniste. Par conséquent, si une politique budgétaire expansionniste appelle à un rééquilibrage de l'arsenal politique, cela se fera par petites touches dans le contexte de la révision à la baisse de l'assouplissement monétaire. Le risque d'une hausse du dollar US et des taux longs réclame de procéder avec prudence.
- **Banque centrale européenne.** La dernière réunion de la BCE a clarifié la stratégie monétaire. Le Programme d'achat d'actifs (APP) se poursuivra à 60 Mds € par mois jusqu'en décembre, puis le volume d'achat sera ramené à 30 Mds € à partir de janvier et jusqu'en septembre 2018. Le Conseil de la BCE reste prêt à relever l'APP si nécessaire, que ce soit en termes de taille ou de durée (le programme reste donc à géométrie variable). Par ailleurs, la BCE n'y mettra pas fin de façon brutale et il y aura probablement une période transitoire. La BCE a clairement indiqué que les réinvestissements se poursuivraient pendant une période prolongée (après la fin de l'APP). En ce qui concerne les orientations de taux à terme, Mario Draghi a déclaré qu'ils resteront à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée et bien au-delà de l'horizon des achats d'actifs. Au total, la réduction de l'assouplissement de la BCE semble assez conciliante. Nous ne prévoyons pas de hausse des taux avant 2019.
- **Banque d'Angleterre.** Si le marché table sur une poursuite du resserrement l'année prochaine, nous pensons que le ralentissement qui pointe (non pas une récession mais un tassement marqué par l'incertitude) dissuadera la Banque d'Angleterre d'entrer dans un cycle de resserrement. Même si des pressions sur les prix risquent de persister compte tenu de la mauvaise tenue de la devise, l'inflation devrait s'abaisser par rapport aux niveaux actuels.
- **Banque du Japon.** Après la victoire d'Abe, le Gouverneur Kuroda devrait voir son mandat renouveler. La Banque du Japon a sensiblement abaissé ses perspectives d'inflation et devrait donc s'en tenir à sa politique actuelle et maintenir le cadre de sa politique d'assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE) combinée au contrôle de la courbe de rendement (YCC). Pourtant, dans la pratique il est difficile de tenir la promesse de volumes d'achats annuels de 80 000 Mds de yens et la banque centrale a déjà abaissé le niveau à environ 60 000 Mds.
- **Banque Populaire de Chine.** Sa position devrait rester globalement neutre avec des ajustements possibles. Elle ne devrait pas s'engager sur la voie d'un resserrement trop vif sachant que l'économie devrait un peu ralentir et que l'inflation devrait rester à un niveau acceptable. Les taux de référence devraient rester stables.

SCÉNARIOS DE RISQUE

SCÉNARIO DE RISQUE BAISSIER (10 %)

Ralentissement économique du fait d'un manque d'efficacité dans la mise en œuvre des politiques économiques, d'erreurs d'orientation des politiques ou d'une réévaluation soudaine des risques sur les marchés obligataires

RAISONS

- Une politique budgétaire mal conçue et mal mise en œuvre (aux États-Unis en particulier).
- Des erreurs de politique monétaire (un processus de normalisation qui s'avère trop rapide).
- Une montée en puissance du protectionnisme.
- Une mauvaise gouvernance en Europe / un statu quo sur les réformes.

CONSÉQUENCES

- Un ralentissement de la croissance et une stabilisation à la baisse de l'inflation (sans forcément de scénario déflationniste).
- Un désendettement désordonné.
- L'obligation pour les banques centrales d'avoir à nouveau recours aux outils non conventionnels, mais la liquidité de marché en serait réduite.
- Une réévaluation soudaine des risques sur les marchés obligataires, avec une décompression généralisée des *spreads* (crédit et emprunts d'État, tant sur les marchés développés qu'émergents).

SCÉNARIO DE RISQUE HAUSSIER (15 %)

Nouvelle accélération de la croissance mondiale en 2018

RAISONS

- Accélération sous l'effet des investissements des entreprises, du commerce mondial et de la resynchronisation du cycle global.
- Relance budgétaire aux États-Unis, poursuite du cycle d'accélération dans la zone euro, stabilisation en Chine, confirmation de la tendance au Japon, etc.
- Face à une inflation qui resterait au plus bas, les banques centrales maintiendraient dans un premier temps des conditions monétaires assouplies, ce qui déclencherait une mini-phase d'essor.

CONSÉQUENCES

- Hausse des prévisions d'inflation.
- Les banques centrales finiraient par avoir à reconsidérer le rythme de la normalisation, avec une hausse des taux directs réels (aux États-Unis notamment).
- Risque boom/bust (un choc après l'expansion).

Ne pas négliger les freins structurels

Le cycle de reprise engagé dans le monde entier pourrait durer plus longtemps que prévu mais ces cycles sont temporaires par essence. C'est d'autant plus vrai que les vents contraires sont nombreux.

Alors que nous sommes raisonnablement rassurés au sujet des perspectives à court terme, gouvernements comme investisseurs nous semblent trop complaisants vis-à-vis de l'horizon à moyen terme. Hausse de la dette, des inégalités, paupérisation des classes moyennes (avec la stagnation des salaires), défis posés par le vieillissement de la population, lenteur des gains de productivité, ou sur un autre terrain, bouleversements climatiques et rythme accéléré de la robotisation. La liste des « freins structurels » est longue sans même mentionner les menaces géopolitiques. Le monde évolue à toute vitesse. Ces grands défis pourraient avoir des conséquences sociales et politiques considérables à moyen terme et impacteraient inévitablement les perspectives macro financières. Une action mondiale est nécessaire. Et pourtant on a peu avancé sur ces sujets jusqu'à présent.

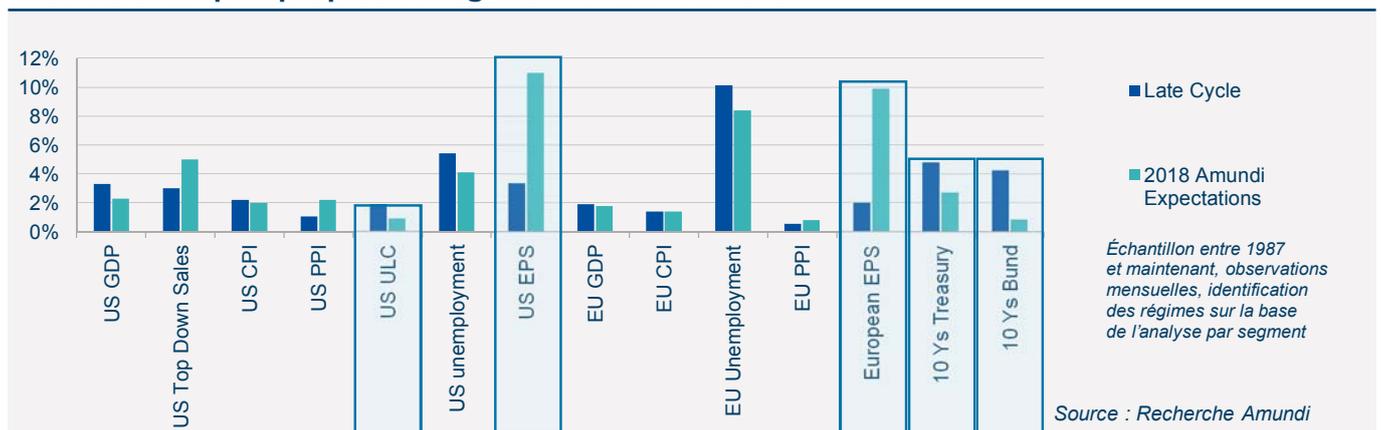
À moyen terme, en partant du principe d'une action mondiale engagée pour résoudre ces enjeux structurels, nous anticipons une stabilisation du PIB autour de son potentiel. À horizon de trois ans, la croissance mondiale évoluerait aux alentours de 3,5 %, soit sous la moyenne observée au cours des décennies passées.

- La croissance nominale potentielle suit une tendance à la baisse :

- La croissance réelle potentielle évolue vers le bas à l'échelle mondiale compte tenu du vieillissement des populations et de gains de productivité au ralenti.
- « L'inflation structurelle » a chuté au cours des 30 dernières années. La pression à la baisse risque fort de persister au vu de la réalité de l'offre au plan mondial. Les facteurs structurels comme la mondialisation,

1/ **“This time is different” :**

Caractéristiques propres au régime financier de 2018



l'étendue de l'innovation, l'affaiblissement des syndicats ou la flexibilité croissante du marché du travail (contrats temporaires, etc.) continueront à maintenir la pression sur les prix et les salaires.

- **La dette globale** (États, ménages et entreprises non financières) **a augmenté à un plus haut jamais atteint à la fin 2016** (265 % du PIB pour les pays du G7) : +100 pp au cours des 30 dernières années, dont environ la moitié depuis la Grande crise financière.
 - On observe des situations très différenciées à travers les pays (niveau et composition de la dette). En Chine par exemple, c'est la dette des entreprises non financières qui a grimpé tandis que les économies les plus avancées sont aux prises avec le surendettement public.
 - Aux États-Unis, en Chine, au Royaume-Uni et dans la zone euro, la dette totale s'élève à environ 250 % du PIB (fin 2016).
- **Le « désendettement mondial » a tout juste commencé.** La répression financière va donc se poursuivre. En parallèle du ralentissement de la croissance potentielle, nous prévoyons que le désendettement mondial entrave la croissance du PIB dans les années à venir.
- **Dans ce contexte, les banques centrales sont implicitement incitées à maintenir des taux directs réels au plus bas :** une certaine dose de répression financière est sans doute nécessaire pour entraîner un désendettement ordonné à l'échelle internationale (un mouvement de désendettement désordonné ou brutal raviverait les pressions déflationnistes).

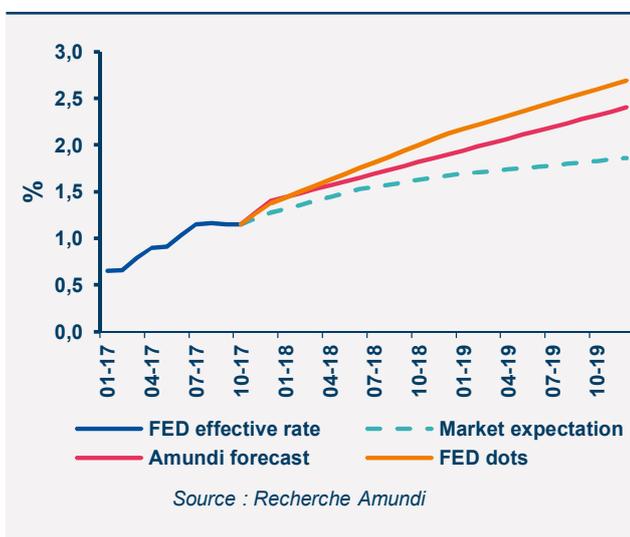
Conséquences pour les investissements

Le contexte économique joue un rôle important dans la mise en place des régimes financiers qui prévaudront pour l'année à venir. Si nous considérons la croissance, les dynamiques de prix, la position de la politique monétaire et l'endettement, nous en concluons que nous devrions passer aux alentours de la fin du T2 2018 d'un régime reflationniste à un régime de fin de cycle financier dans un cadre de consolidation de la croissance et d'une inflation contenue.

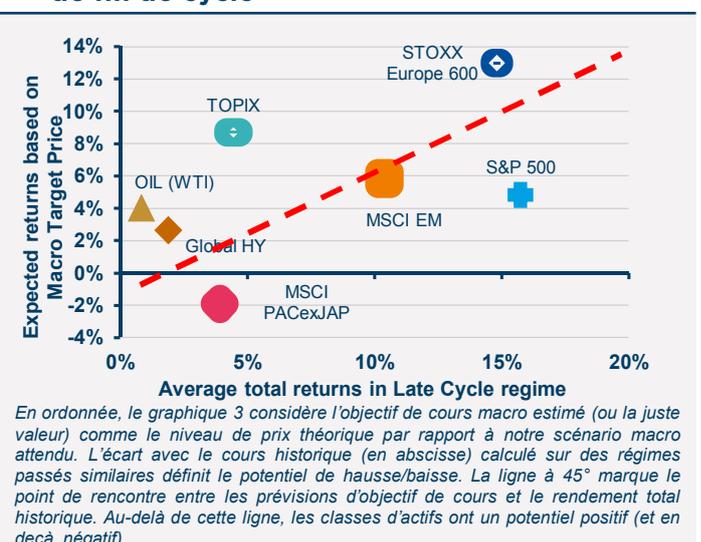
Le facteur clé derrière la transition de ces régimes sera la « belle » normalisation des politiques monétaires tandis que les prévisions d'inflation et de taux (réels et nominaux) seront le leitmotiv qui façonnera les retombées pour les investissements de l'année, qu'il s'agisse des scénarios de base ou alternatifs.

En réalité, les **voies empruntées par l'inflation et la dynamique des taux réels** définiront le calibrage des outils de première ligne des banques centrales, dessineront à terme les contours de la courbe de rendement et donc les arguments de la valeur relative entre actions et obligations. Les marchés d'actions sont onéreux en valeur absolue mais leurs valorisations relatives par rapport aux obligations ne sont pas extrêmes. Selon la volonté des banques centrales, la liquidité sera (devra être) maintenue à un niveau adéquat et il n'est pas impossible que nous observions une **dépréciation sélective dans l'univers de change** à mesure du réglage de l'intensité du cycle de normalisation orchestré par les banques centrales. Au final, les taux ne connaîtront qu'une hausse modérée, la **quête de rendement** demeurera mais se fera plus sélective sur les marchés du crédit à l'égard des critères sectoriels et des notations, principalement en raison des niveaux de valorisation. Nous tablons sur la performance des **actifs à risque** et, ultérieurement, sur une **rotation du crédit vers les actions** compte tenu des profils de rendement/risque et de valorisation. Les **taux d'intérêt connaîtront une hausse modérée**, sous l'effet d'un assouplissement quantitatif moins actif, probablement de façon plus marquée que ce que le marché évalue aujourd'hui. Les **marchés actions**

2/ Taux des Fed funds



3/ Valeur d'équilibre des rendements totaux de fin de cycle



s'appuieront sur un coût salarial unitaire maîtrisé qui préservera les marges, la consolidation des BPA et le bas niveau des taux qui permet de continuer à jouer sur les valorisations relatives.

Toutefois, il faut considérer la **phase de maturité des cycles économiques et bénéficiaires**, la composante **valorisations** et le **retrait progressif de l'assouplissement quantitatif**. Sur la base de ces considérations, les performances ajustées du risque seront inférieures à ce qu'elles étaient dans le précédent régime reflationniste. Par conséquent, les opportunités d'investissement se situeront moins dans l'univers directionnel et davantage dans celui des valeurs relatives au niveau des pays, des secteurs et des volumes. Sur les **actions mondiales**, la **qualité et la valeur** sont les thèmes qui seront récurrents à la fois dans une **perspective top down** et dans une **sélection bottom up**. Par ailleurs, les différences de maturité du cycle des BPA et des valorisations impactent l'allocation géographique. Au départ, nous privilégions l'Europe, le Japon et l'Asie émergente en particulier, mais nous procéderons probablement à une rotation des préférences régionales en cours d'année. Plus spécifiquement, la politique de la FED (nombre de hausses des taux, réduction du bilan et dynamique du billet vert) jouera un rôle clé dans l'identification des retombées à attendre pour les marchés financiers internationaux.

L'inflation et les taux auront aussi un effet prédominant dans les scénarios de base et alternatifs. En réalité, les niveaux de volatilité extrêmement faibles des marchés et la complaisance forte laissent la porte ouverte à une hausse surprise de l'inflation, à une forte réaction des taux d'intérêt à long terme et, au final, à des impacts géopolitiques plus forts. La composante couverture macro mérite une attention particulière.

Il y a **3 aspects principaux** qui distinguent le régime de fin de cycle financier à venir de ce qu'on a pu observer par le passé et qui le rendent en cela unique en son genre. Nous devons les considérer dans l'évaluation du potentiel des classes d'actifs et dans la définition des directives d'investissement.

- Le **niveau modeste du coût unitaire salarial aux États-Unis, conjugué au scénario de croissance optimiste** et le contexte de resserrement sur le marché du travail. S'il progresse à la marge, le coût unitaire salarial sera loin de refléter les pressions inflationnistes tandis qu'il préserve la compression des marges sur les bénéfices des entreprises.
- Le **bas niveau des taux nominaux**, sur la partie longue de la courbe de rendement des marchés développés. Il représente en gros la moitié par rapport aux données historiques et il préserve l'argument de la valeur relative en faveur des actions par rapport aux obligations.
- La **resynchronisation des BPA internationaux et une dynamique de hausse**, même si les raisons en sont différentes aux États-Unis (marges et USD) ou en Europe (croissance des CA), au Japon (restructuration et amélioration des fondamentaux) et pour finir sur les marchés émergents (amélioration mais arrivée à maturité de la fin de cycle économique).

Tout est-il déjà intégré dans les prix de marché ?

Lorsque l'on compare les objectifs de prix au plan macro (à savoir le niveau attendu du prix à la juste valeur par rapport aux prévisions de notre scénario macro de base) et les performances historiques des principales classes d'actifs dans un régime de fin de cycle financier, nous en concluons que les marchés internationaux ont déjà intégré une bonne partie des dynamiques économiques anticipées. C'est l'une des raisons qui justifient un positionnement relatif par pays, secteur et par style/facteur plutôt qu'un positionnement direct (tant dans l'univers obligataire que pour les actions). D'autres facteurs de nature tactique (sentiment à l'égard du risque, positionnement) doivent être considérés pour améliorer la rémunération du risque au sein des allocations.

SCÉNARIO DE BASE IMPLICATIONS POUR LES INVESTISSEMENTS TOP DOWN

- Prise de risque avec couverture macro sur une sélection de risques clé (surprises inflationnistes, décompression des rendements, liquidation des marchés, géopolitique)
- Préférence pour le crédit par rapport aux emprunts d'État, en particulier le segment IG dans l'UE. Sélection à travers l'univers du crédit sur la base des critères sectoriels et de notation
- Flexibilité dans la gestion de la durée, positionnement relatif par pays
- Rotation du crédit (HY aux États-Unis) vers les actions internationales
- Côté actions, préférence géographique pour l'Europe, le Japon, une sélection de marchés émergents, mais rotation probable. Qualité, valeur et thèmes d'investissement principaux

Le contexte économique (croissance, inflation) justifie un risque de positionnement. Les profils rendement/risque des actifs étant fort susceptibles d'être inférieurs à ce qu'ils furent par le passé, les valorisations absolues sont comprimées (à l'exception de la volatilité) et les corrélations sont positives et très proches. La diversification via des positions relatives parmi les actifs, régions, secteurs, notations et styles sera essentielle.

Les valorisations du crédit sont parvenues à des niveaux assez riches : Les sociétés américaines sont dans une phase du cycle plus avancée tant par rapport aux indicateurs de crédit (endettement) que techniques. Dans la zone euro, la BCE devrait rester l'étai principal du marché IG via le CSPP indépendamment du fait qu'on n'observe pas de réendettement significatif (hors financières) et que les niveaux des ratios de trésorerie et de couverture restent au beau fixe.

Les **rendements à long terme des marchés développés**, qui restent peu élevés par rapport aux données historiques, pourraient grimper encore plus que ce qu'indiquent les taux à terme face à la révision à la baisse de l'assouplissement quantitatif des banques centrales. En réalité, c'est la vitesse de rééquilibrage de la politique monétaire qui fixera le rythme du mouvement : comme en 2017, les parties courte et longue de la courbe risquent fort de continuer à suivre des schémas différents tant aux États-Unis qu'en Allemagne. Un durcissement de la courbe est probable dans la zone euro : la partie courte devrait rester globalement ancrée sur les orientations à terme de la BCE alors que nous anticipons une certaine reconstitution des primes de risque face au retour progressif à la normale de la politique de la BCE (indépendamment de ses allégations sur les orientations à terme).

- En **Europe**, le PSPP continuera de soutenir les obligations périphériques. Les déviations croissantes par rapport aux principales règles de capitalisation profiteront aux obligations françaises, italiennes, belges et autrichiennes et l'échéance des achats au sein du système de l'euro restera nettement supérieure pour les périphériques par rapport aux valeurs allemandes. Le risque politique doit être envisagé (exemple des élections italiennes) par rapport à la volatilité à court terme ou à l'élargissement temporaire des *spreads* mais les récentes révisions à la hausse des notations (au cours des derniers mois, les ratings de l'Italie et du Portugal ont été relevés par S&P et l'Irlande par Moody's) sont une bonne nouvelle.
- Aux **États-Unis**, nous anticipons un aplatissement modéré tandis que la Fed poursuit son cycle de remontée en douceur des taux. Le risque principal à cet égard est la mise en œuvre potentielle de réformes fiscales importantes. Si elles se concrétisent, la Fed devra maîtriser ses hausses des taux du fait de retombées non négligeables sur les marchés financiers.

Au vu de ces considérations, il faut s'intéresser à la flexibilité et à la diversification géographique dans la gestion de la durée pour viser la valeur relative entre les pays.

Après avoir frôlé des niveaux totalement déprimés, les **seuils de rentabilité** devraient revenir à la normale dans la zone euro dans le sillage de la remontée progressive de l'inflation sous-jacente. À l'inverse, le seuil d'équilibre profite d'une juste évaluation aux États-Unis. Cependant, ils demeurent une bonne couverture en cas d'inflation surprise, l'un des risques énumérés parmi notre liste de préoccupations.

Les **positions de change des marchés développés** résisteront bien une nouvelle fois et elles affichent une réactivité implicite aux politiques conduites (yen, USD) et au phénomène de distorsion sur la scène politique (GBP). L'**euro** devrait rester sur une position modérée dans la fourchette de négociation sur la première partie de l'année avant d'enregistrer une appréciation modérée aux alentours de 1,22 sur fond de différentiel des taux d'intérêt à court terme et d'amélioration des fondamentaux macro. Le **yen** restera porté par les différentiels de taux ; nous tablons sur son maintien dans une fourchette de 115-118 par rapport au dollar. Les négociations du Brexit pèseront sur l'économie britannique et sur la Banque d'Angleterre. Nous tablons sur un maintien de la Livre sterling à 1,26-1,28 par rapport à l'USD. Le taux de change effectif de l'EUR s'appréciera de presque 3 % tandis que le DXY subira une dépréciation quasi équivalente.

Les marchés d'actions mondiaux s'appuieront sur la consolidation du cycle des BPA, un coût salarial unitaire maîtrisé qui préservera les marges et sur le bas niveau des taux qui permet de continuer à jouer sur les valorisations relatives.

La croissance des BPA sera essentielle et ses différences de rythme seront sûrement à la base des axes de rotation géographique et sectorielle. De manière générale, les BPA seront supérieurs (en Europe et aux États-Unis en particulier) à ce que nous avons été habitués à observer dans des phases de consolidation par le passé. Les raisons en sont la conjoncture financière favorable, le dynamisme des marchés - qui ont porté la croissance et rétabli les bilans - l'accumulation de liquidités prêtes à être consacrées à des investissements (dépenses d'investissement), comme c'est déjà le cas aux États-Unis, plus récemment en Europe et anticipé au Japon. Au plan régional ensuite :

- Aux **États-Unis**, la **pression modérée sur les salaires soutient les marges** tandis que la **dépréciation globale du dollar** en 2017 a permis un regain de dynamisme au cours de la dernière saison des résultats.
- **L'Europe et les marchés émergents ont enfin passé le creux de la vague.** Sur les marchés émergents, après quatre années de croissance négative, les résultats des entreprises dépassent les prévisions pour la première fois en 2017. La croissance des bénéfices restera supérieure à la moyenne historique en 2018 avec un dynamisme moindre sur un cycle plus mature.
- Le **Japon crée la surprise à la hausse** sous l'effet de l'amélioration tangible de ses fondamentaux, indépendamment du yen (qui reste pourtant un élément crucial).

Les prix des **obligations émergentes** (en monnaie forte) s'établissent à des niveaux élevés en moyenne, indépendamment des prévisions de resserrement des *spreads* EMBI (de 360 à 340). Nous réitérons l'argument d'une approche fondée sur la sélection et la valeur relative au niveau de chaque pays affichant une amélioration

des fondamentaux, un agenda de réformes crédible, des valorisations attractives et un carry ajusté du risque. Le positionnement est très marqué mais dans le scénario principal nous tablons sur des sorties très limitées même si les banques centrales des marchés développés s'avèrent moins conciliantes. Nous pensons que le meilleur est derrière nous concernant la dette émergente en devise locale : les valorisations à terme et les taux réels ont une marge de manœuvre limitée car l'inflation restera dans les objectifs des banques centrales. La correction des déséquilibres extérieurs évitera le risque de baisse bien qu'il soit préférable d'avoir une sensibilité réduite aux taux américains dans l'exposition à ces pays au cas où ils enregistreraient une hausse supérieure aux prévisions. Les **marchés de change émergents** continuent d'afficher un carry attractif et les valorisations sont porteuses à moyen terme sur la sélection de devises à carry élevé/ volatilité réduite, assorties d'une vulnérabilité extérieure réduite.

Implications financières des scénarios de risque alternatifs

L'essentiel de nos perspectives est centré sur une normalisation en douceur de la position des banques centrales, en parallèle d'une progression à la hausse dans le même rythme des prévisions de taux et d'inflation.

La reflation des actifs a permis aux marchés financiers de tirer leur épingle du jeu grâce au bas niveau des taux, à l'inflation plancher et à l'assouplissement quantitatif. Dès lors que l'inflation redémarre, il ne fait aucun doute que les taux d'intérêt ne seront pas tenables aux niveaux actuels. Les actions se retrouveront mises à mal face aux pressions accrues sur les marges et au rattrapage de l'écart de sous-évaluation par rapport aux obligations.

Le risque double "bear market" (actions et obligations)

Dans notre scénario de base, nous misons sur l'augmentation des taux d'intérêt sous l'effet du retrait de l'assouplissement quantitatif et d'une montée probable de l'inflation. Les scénarios alternatifs mentionnés dans les pages précédentes jouent sur l'**ampleur et la vitesse** d'évolution des taux. C'est un élément crucial pour mesurer la probabilité d'un **marché baissier des univers actions et obligations internationales** et positionner les portefeuilles de sorte à couvrir les pertes potentielles sur les deux catégories d'actifs.

Selon nos analyses et sur la base des signes empiriques passés, le **seuil critique des bons du Trésor à 10 ans** pour déclencher un marché baissier à double pont serait d'environ 3,5 % (hausse de 125 pb par rapport aux niveaux actuels). Par le passé, les titres obligataires comme les actions ont sous-performé dans de telles circonstances alors que l'or s'imposait comme la valeur refuge réelle.

Les risques extrêmes			
ERREURS DE POLITIQUE BUDGÉTAIRE			
Ralentissement économique imputable à une mauvaise mise en œuvre des politiques économiques et/ou à des erreurs de politique			
	DESCRIPTION	CONSÉQUENCES DE MARCHÉ	RISQUE
États-Unis	Une politique budgétaire mal conçue	Une croissance réduite, une inflation limitée, des taux plancher, une liquidité asséchée. Risque de récession	Élevé
Union européenne	Manque d'avancement sur les réformes structurelles dans certains pays		Faible
Marchés émergents	Court terme : un retrait prématuré/ accéléré du soutien budgétaire ou une consolidation budgétaire trop rapide Moyen terme : absence de réformes structurelles nécessaires		Moyen
ERREURS DE POLITIQUE MONÉTAIRE			
Les banques centrales s'engagent dans la normalisation mais les facteurs temps et volumes de leur action génèrent une instabilité financière et des marchés baissiers			
Mondial	Normalisation synchronisée totale de la politique monétaire des grandes banques centrales	Baisse de la liquidité mondiale, élargissement des <i>spreads</i> , hausse des taux et liquidation des obligations, dévaluations compétitives et pressions sur les classes d'actifs GEM	Moyen
Mondial	Trappe à liquidité : face aux ajustements sur les obligations et actions, les taux réels augmentent et imposent une dynamique qui ne corrobore pas la croissance et l'inflation. Dissociation des fondamentaux macro et micro et retour forcé des banques centrales à l'assouplissement monétaire	Les taux réels augmentent et déclenchent un marché baissier à la fois dans l'univers des actions et celui des obligations (double marché baissier)	Moyen
États-Unis	Rééquilibrage trop rapide des outils de première ligne non conventionnels par la Fed : ajustement brutal/hausse trop rapides des actions/obligations, taux supérieurs aux prévisions de marché	Les taux réels augmentent et déclenchent un marché baissier à la fois dans l'univers des actions et celui des obligations (double marché baissier)	Moyen

ÉCONOMIQUE

Inflation surprise dans les deux sens avec des probabilités asymétriques

Inflation plancher	Baisse structurelle en deçà des objectifs des banques centrales sans pour autant aboutir à la déflation	Les taux réels augmentent au-delà de la tolérance du marché mais l'inflation reste au plus bas, la croissance diminue avec le recul du soutien des banques centrales. Liquidation sur le marché des actions pour couvrir l'élargissement des <i>spreads</i> de crédit	Élevé
Augmentation de l'inflation	Pics imprévus et une inflation maintenue au-dessus des objectifs des banques centrales	Dépend de la fonction réactive des banques centrales à l'égard de la normalisation de leurs politiques. Hausse de la volatilité dans l'univers obligataire ou inflation surprise	Moyen
Dévaluations compétitives	Après une appréciation des devises lorsque la vigueur de la croissance se révèle insuffisante pour compenser la perte de compétitivité	Récession des matières premières et des bénéfices, dévaluations compétitives, liquidation des actifs à risque	Moyen

GÉOPOLITIQUE

Processus du Brexit	Incertitude concernant l'issue finale des négociations	Fléchissement au RU (économie, marchés financiers, GBP)	Élevé
Élections italiennes	Manque d'efficacité du gouvernement de coalition dans l'avancée des réformes structurelles	Élargissement des <i>spreads</i> souverains	Moyen
Escalade militaire en Corée du Nord	Conflit international	Aversion pour le risque	Faible
Tensions au Moyen-Orient et autour de la politique saoudienne	Conflit important au niveau de la région et répercussions mondiales	Fléchissement des économies et marchés au plan local, augmentation de la volatilité, risque de hausse des cours du pétrole	Moyen

LIQUIDATION DES MARCHÉS

Bulle boom/bust	Dissociation des fondamentaux de prix des actifs (explosion de la bulle)	Intensification des liquidations du fait des positionnements très marqués, hausse de la volatilité	Élevé
Pétrole	Hausse des cours du pétrole au-delà de la tolérance du marché	Resserrement des conditions financières, hors du contrôle des banques centrales Hausse de l'inflation	Élevé

Gestion diversifiée

L'analyse top down de la recherche Amundi

MONICA DEFEND, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche
LORENZO PORTELLI, Stratégie Multi-Asset

Vers un régime de fin de cycle financier

La normalisation harmonieuse des bilans et des taux sous-tendra la **transition d'un régime haussier vers un régime de fin de cycle financier** sur fond de consolidation de la croissance (tant sur le plan macroéconomique que microéconomique) et de faible inflation. La reprise économique mondiale n'est pas finie et les mesures d'assouplissement monétaire sont encore nécessaires pour relancer l'activité et stimuler l'inflation. La conjoncture économique favorable s'est traduite par une hausse des bénéfices par action. En 2017, les entreprises ont publié d'excellents résultats, dans toutes les régions du monde. Conformément à nos prévisions, nous tablons sur une consolidation de la croissance des BPA à environ 10 % en moyenne. La réorientation du cycle des BPA est une bonne chose pour l'allocation en actions à moyen terme. Aux États-Unis, la hausse limitée des salaires soutient les marges tandis que la hausse du dollar en 2017 a soutenu les résultats des entreprises lors de la dernière saison. Nous tablons sur une croissance des BPA des entreprises américaines d'environ 10 % en rythme annualisé (en excluant l'impact de la réforme fiscale). La hausse des taux et la pentification de la courbe des taux permettront aux entreprises européennes de combler leur retard en matière de bénéfices, à commencer par les établissements financiers. Les bénéfices des entreprises des marchés émergents devraient rebondir, après avoir touché un point bas. Les entreprises nippones publient des résultats meilleurs que prévu à la faveur d'une amélioration tangible de leurs fondamentaux, indépendamment de l'évolution du yen (qui reste un facteur crucial).

Les valorisations absolues des obligations et des actions sont globalement tendues. Les marchés mondiaux ont en effet pris en compte en grande partie l'amélioration de la conjoncture économique. Il convient d'exploiter toutes les opportunités géographiques, stylistiques et sectorielles pour déceler des poches de valeur. Cela étant, nous pensons que les multiples de valorisation des actions résisteront si les hausses de taux sont progressives et modérées et si les entreprises consolident leurs bénéfices, comme c'est généralement le cas en fin de cycle financier.

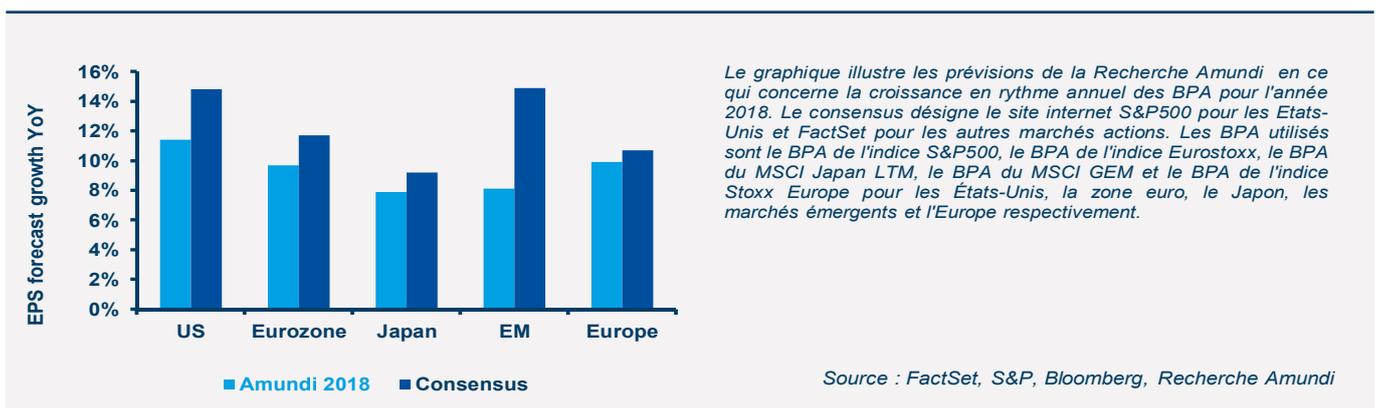
Les **primes de risque** des obligations d'entreprise « Investment Grade » et à haut rendement sont largement supérieures à la moyenne historique, du fait de la compression impressionnante des écarts de rendement et de la faiblesse des revenus de portage. Cela pourrait inciter les investisseurs à délaisser les obligations à haut rendement pour les actions. Les taux d'intérêt historiquement bas font que les actions sont plus intéressantes que les emprunts d'État en termes de valeur relative. Concernant les emprunts d'État, la faiblesse historique des taux d'intérêt rend les obligations vulnérables à une correction des marchés obligataires.

Le positionnement et les flux de capitaux sont des facteurs techniques clés qui auront une incidence sur la correction des marchés et l'amplifieront. À l'heure actuelle, les investisseurs ont délaissé les actions mondiales et se sont positionnés massivement sur les marchés obligataires, en particulier sur le segment du haut rendement.

Des rendements ajustés en fonction des risques plus faibles pour toutes les classes d'actifs

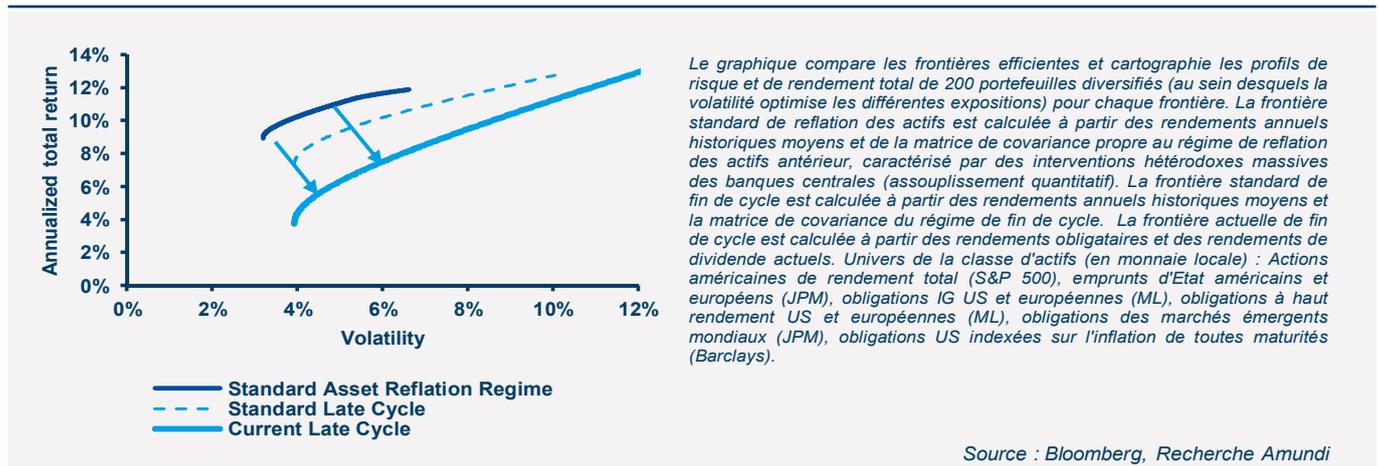
Comme évoqué précédemment, nous devrions passer sans encombre d'un régime de rebond des cours des actifs à un stade avancé du cycle économique. L'année 2018 se caractérisera principalement par l'abandon progressif des mesures

1/ Prévisions de croissance des BPA 2018



d'assouplissement excessives des banques centrales : il est fort à parier qu'elles réduiront le volume de leurs injections de liquidité, tout en maintenant des conditions de financement accommodantes, ce qui devrait entraîner une baisse des rendements escomptés ajustés en fonction des risques. Le régime vers lequel nous nous apprêtons à transiter pourrait se caractériser par des conditions macroéconomiques et financières sans précédent, comme nous l'avons évoqué dans les pages précédentes. Par conséquent, les rendements ajustés en fonction des risques devraient être plus faibles que ceux observés lors des cycles antérieurs similaires (voir la comparaison avec la frontière « normale » de fin de cycle et la frontière actuelle dans le graphique). Globalement, nous anticipons que la volatilité, faible à l'heure actuelle, devrait augmenter mais qu'elle restera assez faible en moyenne si les injections de liquidité demeurent adéquates.

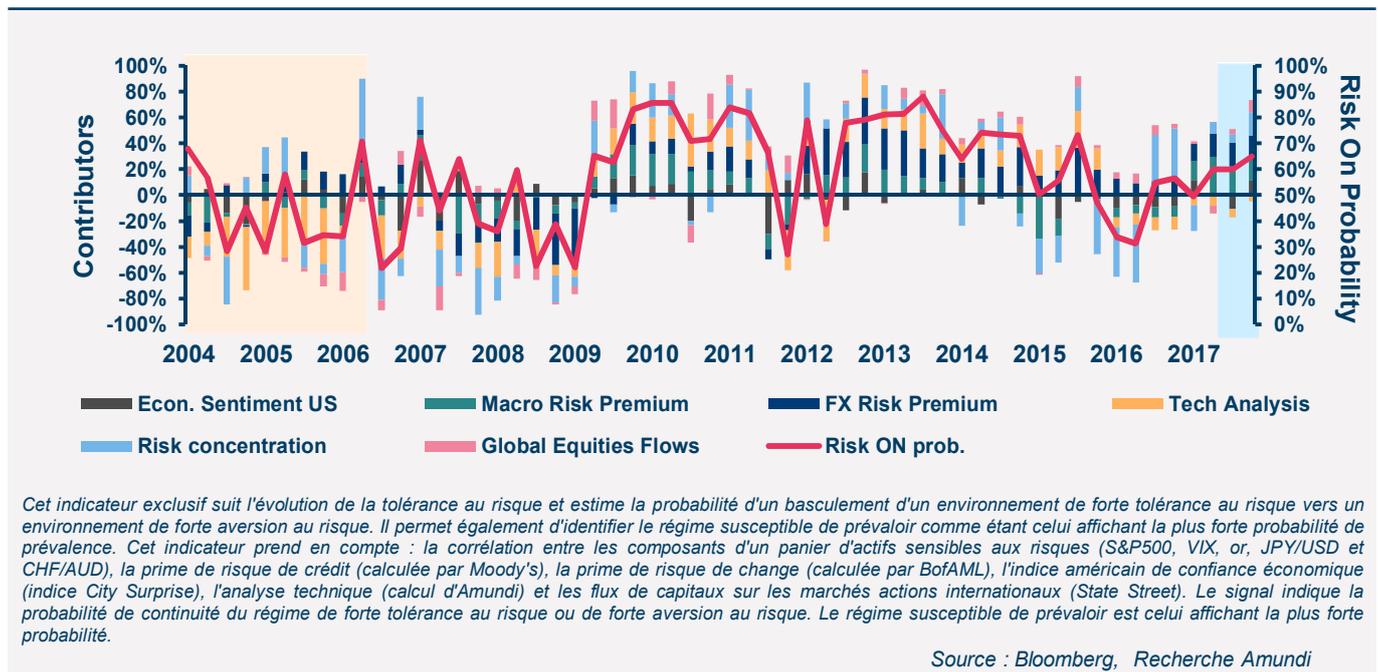
2/ **Frontières efficaces dans les différents régimes**



Par conséquent, nous recommandons aux investisseurs qui souhaitent optimiser leurs performances tout en continuant à contrôler les risques de se concentrer sur des opportunités bien ciblées et sur les titres sous-valorisés (en adoptant de préférence une stratégie directionnelle) au sein de chaque classe d'actifs.

Les **obligations** représentent la classe d'actifs la moins attractive. En effet, les risques liés à cette classe d'actifs apparaissent asymétriques lorsqu'on les analyse à l'aune de l'intégralité du spectre d'investissement : les coupons, globalement peu rémunérateurs, ne compenseront pas la hausse progressive attendue des taux d'intérêt. Pour ces raisons, il est important que les investisseurs diversifient géographiquement leur exposition obligataire et qu'ils gèrent la durée de leurs portefeuilles avec flexibilité. Les écarts d'IPC et les anomalies de valorisation représentent des opportunités rentables dans l'univers des obligations indexées sur l'inflation, notamment en Europe.

3/ **Indicateur Amundi de tolérance au risque/d'aversion au risque**



Concernant les **actifs risqués**, les primes de risque et les valorisations plus intéressantes des actions justifient que les investisseurs délaissent les **obligations à haut rendement au profit des actions**. Les **obligations d'entreprise offrent un rendement de portage plus intéressant que les emprunts d'État**, notamment parce qu'elles profitent du programme d'achat d'obligations d'entreprises des banques centrales. Les entreprises américaines et européennes se situent à des stades différents de leur cycle de crédit. Nous privilégions les obligations européennes Investment Grade car rien n'indique que les entreprises non financières européennes se sont réendettées alors que les entreprises américaines affichent des niveaux d'endettement très élevés.

À la lumière des fondamentaux et des valorisations, nous privilégions **les marchés d'actions de certains pays européens, du Japon et de certains marchés émergents (notamment en Asie)**. En particulier, l'Europe et le secteur financier devraient profiter de la hausse des taux d'intérêt et de la pentification de la courbe des taux. De leur côté, les entreprises japonaises devraient continuer à profiter de la faiblesse du yen et du programme d'achat d'actifs de la Banque du Japon. Les marchés d'actions d'Asie restent les plus attractifs du monde émergent, avec des thèmes à long terme intéressants dans un contexte d'amélioration des conditions intérieures et extérieures (Chine, Inde, Corée du Sud). Parallèlement, à un stade aussi avancé du cycle, les investisseurs auraient tout intérêt à miser sur **les actions de qualité en se concentrant sur les éventuels problèmes de liquidité dans un environnement de (légère) hausse des taux d'intérêt**. Pour les mêmes raisons, nous leur recommandons d'investir dans des valeurs de rendement pour diversifier leur exposition géographique aux actions. **Les devises** resteront probablement la classe d'actifs la plus réactive aux interventions des banques centrales et aux déclarations politiques et certaines tendances devraient se poursuivre (baisse de la livre sterling et du yen). Nous recommandons aux investisseurs de se positionner sur le dollar pour diversifier et protéger leurs portefeuilles.

En quête de protection contre les risques macroéconomiques

Le regain attendu de volatilité, la vulnérabilité sans précédent des marchés obligataires, l'accumulation excessive de positions sur les marchés obligataires et le tarissement potentiel de la liquidité font de la quête de protection un facteur crucial à l'heure où les surprises en matière d'inflation et/ou d'évolution des taux sont considérées comme des risques majeurs. 2017 s'impose comme l'une des plus longues périodes de tolérance au risque grâce aux interventions des banques centrales. En outre, il convient de noter le bel équilibre des contributions aux prises de risque à l'heure actuelle, tant en provenance de l'économie réelle que des marchés financiers (surprises économies et conjoncture macroéconomique, primes de risque des obligations d'entreprise et des devises, corrélations entre les classes d'actifs refuge). Cette situation devrait évoluer et nous devrions assister à une alternance d'épisodes de tolérance au risque et d'épisodes d'aversion au risque. En effet, durant les périodes de tension, les interactions entre les facteurs de risque ont tendance à augmenter et la corrélation entre les classes d'actifs devient plus étroite dès que la liquidité se tarit. La période 2004-2006 constitue un bon point de référence historique : à l'époque, la Fed avait commencé à durcir sa politique monétaire (voir le graphique ci-dessous sur l'évolution des indicateurs de tolérance au risque et d'aversion au risque).

Dans un tel contexte, il faut recalibrer le profil de risque/rendement en s'efforçant surtout de limiter les pertes maximales potentielles grâce à la mise en place d'options, sans se contenter des protections traditionnelles contre les risques macroéconomiques, car celles-ci peuvent se révéler inefficaces (comme ce fut le cas pour le dollar l'an dernier).

Le risque d'une correction simultanée des marchés d'actions et des marchés obligataires avec un effet multiplicateur et douloureux sur tous les marchés financiers et marchés de capitaux limite le nombre de stratégies de couverture traditionnelles susceptibles d'être mises en place tout en augmentant le coût de ces protections. Par conséquent, il est judicieux de gérer de manière dynamique les couvertures en l'absence de véritable diversificateur tel que les emprunts d'État. Selon nous, les couvertures liquides, telles que l'or, et les taux de change sensibles aux risques, à l'instar de la parité AUD/JPY, restent le moyen le plus rentable et le plus efficace de couvrir les risques macroéconomiques.

Stratégies d'investissement des CIO : Q&R

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions diversifiées

Q1 / Quels sont les principaux thèmes d'investissement pour l'année 2018 et quelle stratégie recommandez-vous aux investisseurs qui souhaitent en profiter ?

Les principaux thèmes d'investissement devraient être globalement les mêmes en 2018 qu'en 2017, quoiqu'avec un biais différent et avec des répercussions différentes sur la composition des portefeuilles. L'asynchronisme des politiques des banques centrales restera d'actualité : la Fed et la Banque d'Angleterre poursuivront le resserrement de leurs politiques monétaires, tandis que la Banque du Japon et la BCE maintiendront globalement le cap de leurs politiques accommodantes, moyennant quelques ajustements. Par conséquent, nous recommandons aux investisseurs de réduire plus avant la durée des écarts de rendement tout en conservant une exposition aux obligations d'entreprise dans l'optique de percevoir un revenu de portage. Nous leur recommandons également de conserver un positionnement court en durée sur les emprunts d'État. Sur le segment des obligations d'entreprises, nous recommandons aux investisseurs de privilégier les titres « Investment Grade » et à haut rendement, avec une préférence pour les obligations de la zone euro, qui bénéficient du programme d'achat de la BCE. Nous pensons que l'inflation sera un thème majeur en 2018, dans un marché qui peine à affirmer ses prévisions et dans un contexte de léger rebond des cours des matières premières. Nous recommandons donc aux investisseurs de privilégier les obligations à rendement réel par rapport aux obligations à rendement nominal, et plus particulièrement les obligations japonaises, américaines et européennes indexées sur l'inflation. Le **changement de paradigme** (passage de politiques d'assouplissement à des politiques d'expansion budgétaire) sera également un thème important. À cet égard, nous pensons que les investisseurs pourront s'appuyer sur des moteurs d'inflation supplémentaires pour renforcer leur exposition aux régions les moins performantes, et notamment à l'Europe, qui semble plus sensible à la pentification de la courbe des taux. En Europe, les valeurs financières pourraient encore offrir des opportunités en raison de la faible pentification des courbes de taux en Europe. Nous recommandons aux investisseurs de réduire leur exposition au Japon en se montrant progressivement plus sélectifs en réponse à la résorption partielle de l'écart de valorisation. Concernant les marchés émergents, nous continuons à croire que l'approche par pays permet d'identifier les titres porteurs des titres peu rémunérateurs et de profiter des différents rythmes de transition macroéconomique. S'exposer aux marchés émergents nous semble être un choix avisé dans un contexte de hausse du dollar et en prévision d'une hausse éventuelle des taux. Parmi les marchés émergents, nous émettons une opinion favorable à l'égard de la Corée du Sud et de la Russie, deux pays qui bénéficient d'une conjoncture macroéconomique porteuse. Nous conseillons aux investisseurs d'adopter une approche double à l'égard de la Chine : ce thème d'investissement peut être exploité sous l'angle de la valeur relative, en misant sur les progrès des réformes et sur le rééquilibrage économique (nouvelle économie vs ancienne économie), et par le biais d'une approche directionnelle, en prenant acte des valorisations de plus en plus tendues résultant de la hausse des marchés survenue en 2017 et des variables économiques qui semblent avoir atteint un point haut mais qui restent néanmoins porteuses. Nous recommandons aux investisseurs de miser sur des obligations émergentes liquides et de qualité et de privilégier, lorsque cela est possible, les opérations de portage sur les devises des marchés émergents, qui semblent être une alternative plus liquide que les obligations au comptant.

Q2 / Quels changements les investisseurs détenant des portefeuilles diversifiés doivent-ils apporter à leur stratégie 2018 par rapport à 2017 ? Pourquoi ?

Nous pensons que les investisseurs auraient tout intérêt à diversifier davantage leur exposition géographique/sectorielle/stylistique et à miser sur une éventuelle rotation des classes d'actifs en 2018. Concernant les styles et les secteurs, nous miserions sur un retour au style « Value » en cas d'accélération de l'inflation et d'évolution de la structure par terme des taux d'intérêt (pentification). Concernant les classes d'actifs, nous miserions sur une rotation des obligations à haut rendement vers les actions, à l'heure où les niveaux d'endettement sont en passe de se rétablir à leurs niveaux de 2008, rendant ainsi les entreprises vulnérables aux hausses de taux d'intérêt (notamment aux États-Unis). Concernant notre stratégie d'investissement, nous miserions sur une rotation vers une approche de valeur relative qui permettrait de tirer parti des différents rythmes d'ajustements économiques et politiques, en ciblant plus particulièrement les mesures visant à limiter les risques de volatilité, de liquidité et de crédit, en hausse. Concernant les actions, notre stratégie consisterait à remplacer progressivement nos actions au comptant par une stratégie d'options asymétriques, car nous sommes prêts à céder en partie nos participations en échange d'une meilleure protection.

Q3 / Quels sont les principaux sujets/événements à surveiller pendant l'année et pourquoi ?

Les taux réels US à court terme représentent l'une des principales variables à surveiller (voir graphique). Cette variable est extrêmement importante en ce qu'elle s'apparente à un baromètre du bon fonctionnement du marché des obligations d'entreprise (haut rendement plus qu'Investment Grade aux États-Unis) et des marchés actions. Le marché d'actions américain a largement profité des rachats d'actions qui semblent se raréfier lorsque les marchés des obligations d'entreprise sont en proie à des difficultés.

En dehors des États-Unis, nous pensons qu'il sera important de suivre l'évolution des indices des prix à la production (IPP) dans les marchés émergents, en particulier en Chine, car ils permettent de comprendre les dynamiques de prix dans les marchés développés également. Nous surveillons la résilience des actions des marchés émergents, qui dépend largement du niveau du dollar et de l'abondance de liquidité.

Q4 / Selon vous, quelles sont les principales opportunités et les principaux risques que les marchés n'ont pas anticipés pour l'année prochaine ?

Durant cette dernière partie de l'année 2017, les faibles chiffres de l'inflation et les déclarations prudemment conciliantes des banques centrales ont entraîné un aplatissement de la courbe des taux, empêchant les taux réels de connaître une véritable tendance haussière. Les cours du pétrole ont augmenté, mais sans effets notables sur les prévisions d'inflation telles que mesurées par les points morts d'inflation. Dans ce contexte, certains marchés actions fortement exposés aux valeurs financières et industrielles, en Europe notamment, ont ralenti plus fortement que le Japon et les États-Unis. Les actions européennes, en particulier les valeurs financières, peuvent offrir de bonnes surprises en cas de reflation durable, ce qui provoquerait une hausse de l'extrémité longue de la courbe des taux. Nous pensons que cela sera au centre de toutes les attentions en 2018, avec la probabilité de plus en plus forte d'assister à une transition vers une fin de cycle. Parmi les risques non anticipés par le marché figurent le risque de liquidité et le risque de crédit.

Peu volatils, ils sont clairement corrélés. Les conséquences des évolutions structurelles auxquelles sont confrontés les fournisseurs de liquidité à l'heure où les banques apurent leurs bilans sont largement inconnues et les investisseurs conservent des positions extrêmement longues dans l'espoir de percevoir des revenus. Une hausse plus rapide que prévu des taux réels pourrait provoquer une correction des marchés dans un environnement fragile au sein duquel les risques et les classes d'actifs devraient se révéler profondément interconnectés.

Q5 / Quelles stratégies les investisseurs doivent-ils mettre en œuvre pour atténuer les risques en 2018 ?

Un regain de volatilité, par rapport aux niveaux actuels extrêmement faibles, semble probable à l'heure où les banques centrales s'attèlent à réduire leurs bilans et à relever leurs taux (Fed). Nous prévoyons également une résurgence du risque de liquidité, aux États-Unis notamment, et du risque de crédit. Pour atténuer ce risque, les investisseurs peuvent utiliser diverses stratégies : augmenter la liquidité de leurs portefeuilles, améliorer la qualité de crédit moyenne des titres qu'ils détiennent en portefeuille, conserver une forte tolérance au risque tout en mettant progressivement en place une structure d'options plutôt que de détenir des actions au comptant et mettre en œuvre des stratégies de couverture.

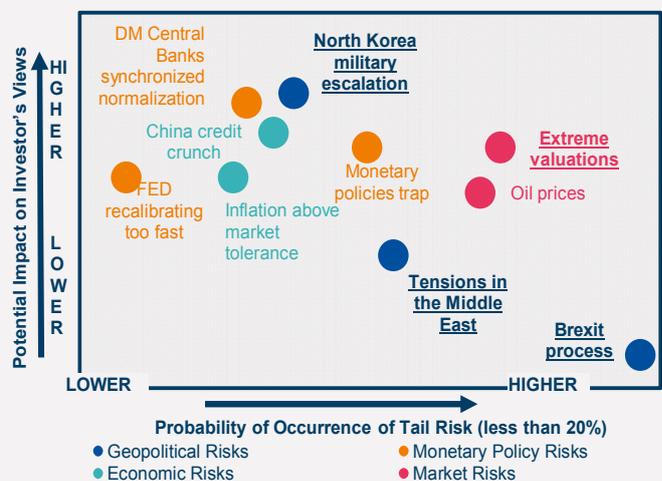
Concernant les stratégies de couverture, nous pensons que l'or pourrait faire son office si les dynamiques de taux réels renvoient des signaux contrastés en ce qui concerne la reflation des actifs par rapport à la fin de cycle. La paire de change AUD/YEN pourrait se révéler être une couverture efficace si la croissance chinoise commence à montrer des signes de ralentissement et que l'IPP se contracte. Nous continuerions à miser sur la paire USD/EUR comme actif refuge en cas de correction des marchés ou pour contrer les risques géopolitiques. Nous pensons que, compte tenu des niveaux actuels des écarts de taux et d'endettement, certaines stratégies de couverture sur les écarts de taux des obligations américaines à haut rendement pourraient se révéler utiles en cas de correction des marchés.

1/ Taux US réels à court terme, actions US et haut rendement US



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 10 Novembre 2017

2/ Matrice des risques top-down Amundi



Les risques soulignés sont les risques couverts par Multi-Asset. La diversification ne garantit pas la réalisation d'un bénéfice, pas plus qu'elle n'assure une protection contre les pertes.

Au regard des conclusions de notre enquête sur les risques internes qui compare la probabilité d'occurrence et l'impact des stratégies mises en œuvre, nous pensons que les investisseurs auraient tout intérêt à couvrir les risques suivants :

- Correction des marchés :
- Normalisation synchronisée des politiques des banques centrales entraînant un tarissement de la liquidité, un creusement des écarts de taux et une correction de toutes les classes d'actifs ;
- Tensions géopolitiques : Brexit, Moyen-Orient, Corée du Nord/Chine/États-Unis.

RISQUE	RÉPERCUSSIONS SUR LES MARCHÉS	COUVERTURES LIQUIDES DES RISQUES MACROÉCONOMIQUES
<ul style="list-style-type: none"> • Éclatement de la bulle (correction des marchés) 	<ul style="list-style-type: none"> • L'érosion de la confiance entraîne un découplage des fondamentaux et des cours des actifs, dont la dynamique est amplifiée par un repositionnement massif des investisseurs en dehors des marchés actions (ETF principalement) 	<ul style="list-style-type: none"> • Optionnalité actions et devises (AUD et JPY)
<ul style="list-style-type: none"> • Normalisation synchronisée et trop rapide 	<ul style="list-style-type: none"> • Diminution de la liquidité, creusement des écarts de taux, correction des marchés obligataires, dévaluations compétitives et correction des actifs des marchés émergents mondiaux. Décollecte sur les marchés (obligataires) émergents. 	<ul style="list-style-type: none"> • Optionnalité (CDS) (HY)
<ul style="list-style-type: none"> • Tensions géopolitiques 	<ul style="list-style-type: none"> • Régionales (Brexit, Moyen-Orient) et mondiales (Corée du Nord/États-Unis/Chine) 	<ul style="list-style-type: none"> • Positionnement long sur l'or

Portefeuilles obligataires & positions de change

L'analyse top down de la recherche Amundi Marchés obligataires souverains

BASTIEN DRUT, Stratégie Taux et Change

SILVIA DI SILVIO, Stratégie Taux et Change

ROBERTA FORTES, Stratégie Taux et Change

ABHISHEK GON, Stratégie Taux et Change

Marchés obligataires souverains des pays développés

Nous pensons que les taux longs américains et allemands augmenteront plus en 2018 que ce qu'indiquent les taux forward. La raison qui nous pousse à penser cela est que les politiques des banques centrales¹ seront moins expansionnistes qu'au cours des années précédentes : la BCE achètera moins d'obligations souveraines que pendant la période 2015-2017 et la Fed ne réinvestira pas 229 milliards de dollars de bons du Trésor US en 2018 (ni 267 milliards de dollars en 2019). Le montant d'émissions nettes d'obligations souveraines à long terme de la zone euro après les achats de la BCE a été très négatif en 2017, à environ -500 milliards d'euros. Il devrait s'établir à environ -60 milliards d'euros seulement en 2018.

Concernant la pente de la courbe des taux, nous tablons sur une pentification de la courbe en Allemagne et sur un aplatissement aux États-Unis. L'hypothèse d'une pentification de la courbe des taux allemands (sur la partie 2 ans - 10 ans) repose sur les éléments suivants :

- la Bundesbank continuera à acheter des obligations de maturité courte ;
- le montant d'obligations allemandes détenues par l'Eurosystème, calculées en 10 ans équivalent, devrait stagner ou diminuer en 2018 (cela dépendra notamment du calendrier des réinvestissements réalisés dans le cadre du PSPP et de la part de ce programme dans le QE de la BCE en 2018) ;
- la *forward guidance* de la BCE contribue à ancrer les taux courts européens ;
- malgré la réaffirmation de la *forward guidance* de la BCE, les primes de terme devraient remonter car la BCE commence progressivement à normaliser sa politique et car l'inflation devrait progressivement remonter.

Nous tablons sur un taux à 2 ans compris entre -0,40 % et -0,20 % et sur un taux à 10 ans de 1 % d'ici la fin de l'année 2018.

Nous misons par ailleurs sur un aplatissement de la **courbe des taux américains** (notamment pour la partie 5 ans - 30 ans) car :

- la partie courte semble davantage exposée à un risque de correction que la partie longue car la Fed devrait relever ses taux à deux reprises en 2018 ;
- la partie 2 ans - 10 ans pourrait s'aplatir davantage : si le gouvernement allège la fiscalité et que cela dope la croissance et l'inflation, la Fed pourrait relever ses taux une troisième fois en 2018, surcompensant ainsi toute hausse des taux à 10 ans ;
- historiquement, la courbe des taux s'est toujours aplatie lors des cycles de relèvement de taux de la Fed.

Nous tablons sur un taux à 2 ans de 2,10 % et sur un taux à 10 ans de 2,70 % d'ici la fin de l'année 2018.

Concernant l'Europe, nous avons globalement une **opinion positive sur les obligations périphériques**, lesquelles profitent du programme d'achat d'obligations souveraines de la BCE. En plus des achats massifs d'obligations par l'Eurosystème, la déviation de plus en plus forte par rapport à la règle de la clé de capital profitera de plus en plus aux obligations françaises, italiennes, belges et autrichiennes. Les maturités des obligations périphériques achetées par l'Eurosystème resteront sensiblement plus élevées que celles des obligations allemandes. Le rehaussement des notes souveraines de ces pays est un argument supplémentaire en faveur des obligations périphériques (S&P a relevé les notes de l'Italie et du Portugal et Moody's a rehaussé celle de l'Irlande). Concernant ce segment, les risques politiques restent le principal danger : il conviendra notamment de suivre attentivement les élections législatives italiennes, qui pourraient provoquer un écartement temporaire des *spreads*. Cela étant, l'adoption de la nouvelle loi électorale réduit le risque d'un gouvernement aux mains du Mouvement 5 étoiles : le système électoral est désormais plus proportionnel et devrait favoriser la formation d'une coalition, principe que le Mouvement 5 étoiles refuse catégoriquement.

¹ L'assouplissement quantitatif (QE) est un type de politique monétaire utilisée par les banques centrales pour stimuler l'économie en effectuant des achats d'actifs financiers auprès des banques commerciales et d'autres établissements financiers.

Nous avons une opinion positive sur les **obligations européennes indexées sur l'inflation**. Nous anticipons une normalisation des points morts d'inflation en 2018, car ils restent très faibles pour le moment (le point mort d'inflation 10 ans allemand reste inférieur à 1,30 %) et nous sommes persuadés que l'inflation sous-jacente augmentera dans la zone euro. En revanche, les points morts d'inflation américains sont proches de leur valeur d'équilibre (que nous évaluons à environ 2 %) et représentent selon nous une couverture intéressante en cas d'accélération inattendue de l'inflation.

Royaume-Uni : nous pensons que la Banque d'Angleterre n'aura pas les moyens de poursuivre son cycle de resserrement des taux directeurs en 2018. Nous pensons donc que les taux courts resteront proches de leurs niveaux actuels. Nous n'avons pas de conviction profonde sur les taux longs, mais l'anticipation de pression baissière sur la livre sterling devrait contribuer à maintenir les prévisions d'inflation à des niveaux assez élevés et exercer une pression haussière sur la partie longue de la courbe des taux.

Japon : nous pensons que la Banque du Japon maintiendra le cap de sa politique monétaire accommodante. Cela étant, elle sera peut-être obligée de relever sa cycle de taux 10 ans (de 0 % actuellement à environ 0,10 %) pour se rapprocher progressivement des niveaux de taux des autres banques centrales.

Dette émergente libellée en devise forte : prometteuse, mais il convient de se montrer sélectif

Nous pensons que la conjoncture macroéconomique mondiale sera favorable aux investisseurs en quête de rendement en 2018 et qu'elle soutiendra les obligations des marchés émergents. L'amélioration des fondamentaux, le très léger ralentissement de l'économie chinoise et la stabilité des cours des matières premières devraient permettre de contenir la volatilité à des niveaux bas. Malgré l'écartement des *spreads*, les valorisations des obligations émergentes libellées en monnaie forte semblent toujours plus tendues si l'on s'en réfère aux fondamentaux. À l'approche de 2018, nous anticipons un nouveau creusement des écarts de taux du fait de la hausse des taux directeurs américains et des différentiels de croissance entre les marchés émergents et les marchés développés. Nous recommandons aux investisseurs de privilégier une approche de valeur relative au niveau de chaque pays, et de privilégier les pays affichant des fondamentaux en amélioration, des programmes de réformes crédibles (Argentine, Egypte, Brésil), des valorisations attractives et des revenus de portage ajustés en fonction des risques intéressants. Nous excluons l'hypothèse d'une fuite massive des capitaux hors des marchés des obligations émergentes libellées en monnaie forte, quand bien même les banques centrales des marchés développés continueraient à resserrer leurs politiques monétaires et quand bien même les valorisations semblent un peu tendues. En outre, le risque existe de voir la Fed resserrer brutalement sa politique et le risque d'une forte baisse des cours des matières premières nous semblent relativement faibles.

Dette émergente en devise locale

Compte tenu de la réserve que nous manifestons à l'égard des devises émergentes pour l'année 2018 (voir les perspectives des marchés des changes), nous émettons une opinion neutre sur la dette des marchés émergents libellée en monnaie locale et invitons les investisseurs à se montrer sélectifs. Notre modélisation des taux réels des marchés émergents (indice GBI-EM pondéré²) révèle une marge de manœuvre limitée, car l'inflation devrait rester proche des objectifs des banques centrales (voir graphique ci-dessous). Les devises émergentes affichent

² Le GBI-EM Global Div est l'indice le plus utilisé de la famille des indices JPM EM Local Markets.

1/ Taux réels des marchés émergents (GBI pondéré)



un potentiel de valorisation limité à horizon de 12 mois. Nous pensons que les investisseurs feraient mieux de se concentrer sur les pays peu sensibles à l'évolution des taux américains à 10 ans dans un contexte de hausse des taux américains. Au regard de notre analyse de l'indice de vulnérabilité externe des pays émergents, nous privilégions les pays affichant de faibles déséquilibres externes. Il convient toutefois de noter que depuis le premier resserrement de la politique de la Fed en 2013, la plupart des marchés émergents (à l'exception de la Turquie) ont ajusté leurs bilans extérieurs. De fait, il est peu probable que ces pays sous-performent en cas de hausse mesurée des taux américains.

Globalement, nous pensons que les obligations des marchés émergents libellées en monnaie forte continueront à surperformer les obligations libellées en monnaie locale en 2018, en termes de compression des écarts de rendement. Les fondamentaux des marchés émergents restent solides et la classe d'actifs continue à attirer les capitaux. La sous-performance des obligations libellées en monnaie locale devrait résulter en grande partie de la dépréciation des monnaies locales, provoquée par la matérialisation des risques événementiels idiosyncratiques propres aux pays concernés. Entre les deux classes d'actifs (monnaie forte ou monnaie locale), nous privilégions les pays offrant un revenu de portage élevé et dont les fondamentaux s'améliorent (croissance, politiques monétaires prudentes et vastes programmes de réformes), à l'instar de l'Argentine et du Brésil.

L'analyse top down de la recherche Amundi

Marchés des obligations d'entreprises

VALENTINE AINOUIZ, Stratégie Crédit

SERGIO BERTONCINI, Stratégie Crédit

Les marchés des obligations d'entreprise libellées en dollar et en euros ont affiché de belles performances cette année. Les obligations IG US, les obligations IG libellées en euros, les obligations HY libellées en dollars et les obligations HY libellées en euros ont offert des primes de rendement par rapport aux emprunts d'État de 2,9 %, 3,3 %, 4,8 % et 7,2 % respectivement. Ces performances positives résultent d'une reprise synchronisée de l'économie mondiale, de politiques monétaires très accommodantes et d'une volatilité très faible. Nous pensons que les marchés des obligations d'entreprise continueront à profiter de cette conjoncture en 2018 : la croissance mondiale est bien orientée et les prévisions d'inflation modérées permettent à la BCE et à la Fed de resserrer progressivement leurs politiques monétaires. À la faveur de cette reprise, les *spreads* se replient à des points bas cycliques. Dès lors, les investisseurs s'interrogent sur les trimestres à venir.

Les facteurs techniques continuent à soutenir les marchés des obligations d'entreprise

Nous pensons que les facteurs suivants continueront à soutenir le marché des obligations IG US :

Des flux de capitaux. La demande des investisseurs étrangers augmente à un rythme soutenu. L'encours d'obligations d'entreprise libellées en USD détenues par des résidents étrangers a augmenté de 45 % depuis 2012 et représente actuellement 40 % du marché des obligations d'entreprise libellées en USD.

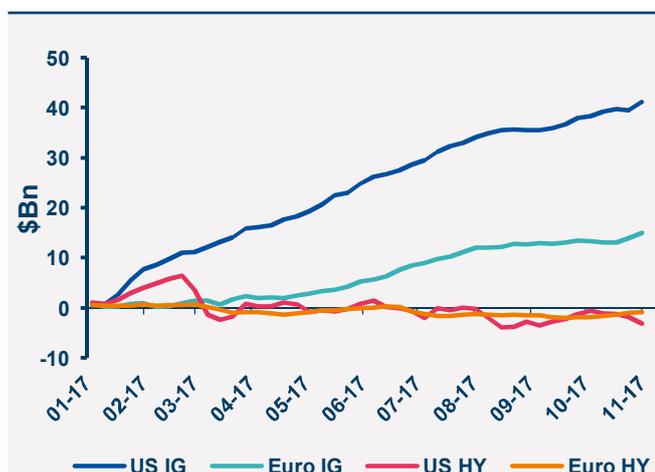
Une offre contenue, après le pic atteint en 2015 grâce à la récente contraction d'activité sur le marché des fusions-acquisitions (M&A) et des rachats d'actions. Les entreprises américaines ont levé un montant record sur le marché des obligations IG libellées en USD, principalement grâce aux opérations de M&A de fonds et aux rachats d'actions. La taille de ce marché a quasiment doublé depuis la faillite de Lehman Brothers.

La situation est différente sur le marché américain du haut rendement : les flux de capitaux sont faibles depuis le début de l'année, mais l'offre nette est négative depuis deux ans. Les entreprises préfèrent se financer sur le marché des *loans* pour profiter de l'assouplissement des *covenants*. Cette tendance devrait se poursuivre en 2018.

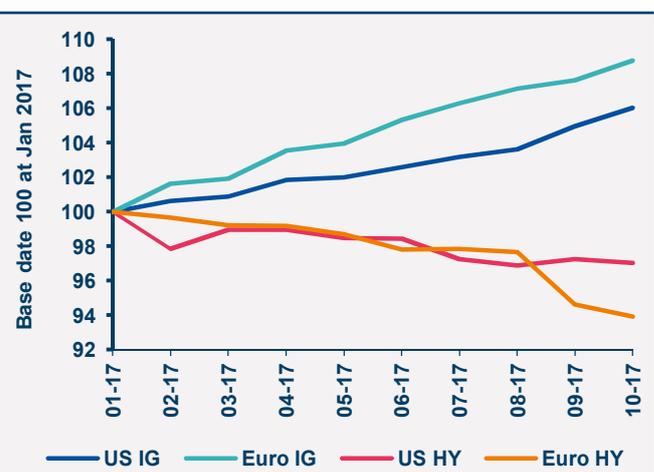
Le marché des obligations d'entreprise libellées en euros continuera à profiter des facteurs suivants :

- **La quête de rendement.** La BCE maintiendra probablement les taux souverains sous pression en 2018 (nous pensons que le volume net des émissions de dette souveraine après les rachats et hausses de taux de la BCE ne bougera pas pendant une longue période). Les marchés des obligations IG et HY devraient profiter de cette quête de rendement.
- **Les « montants considérables » des achats de la BCE.** En effet, la BCE n'est confrontée à aucune pénurie de titres sur le marché des obligations d'entreprise, alors que ce pourrait être le cas sur les marchés des obligations souveraines et des obligations garanties. Le montant total des titres acquis dans le cadre du programme d'achat d'obligations d'entreprise (CSPP) s'élevait à 114 milliards d'euros à fin septembre 2017, ce qui représentait 13 % des obligations pouvant être rachetées dans le cadre du CSPP. Nous pensons que la BCE achètera l'équivalent de 3,5/4 milliards d'euros d'obligations d'entreprise par mois entre janvier 2018 et septembre 2018.

1/ Flux cumulés



2/ Évolution de la taille des marchés



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 15 novembre 2017

- **Le fait que le volume net des émissions d'obligations d'entreprise HY libellées en euros se situe en territoire négatif** concourt également à soutenir le marché. Comme aux États-Unis, le marché des *loans* cannibalise les émissions sur le marché du haut rendement. Cette tendance devrait se poursuivre en 2018.

Les fondamentaux sont bien orientés

Les fondamentaux des entreprises américaines devraient poursuivre leur redressement en 2018. Les entreprises ont, pour la plupart, réussi à réduire ou stabiliser leur endettement au cours des derniers trimestres grâce à :

- **une hausse de leurs bénéfices.** La reprise économique mondiale, le rebond des cours du pétrole et la bonne performance du secteur des technologies sont autant de facteurs ayant soutenu la croissance des chiffres d'affaires,
- **un comportement plus prudent,** assez inhabituel à ce stade du cycle.

Cela étant, le nombre d'émetteurs HY affichant des ratios de couverture des intérêts très faibles reste élevé. À l'heure actuelle, un tiers des entreprises semblent être dans une situation difficile.

Les fondamentaux des entreprises européennes devraient continuer à converger vers les intérêts des créanciers obligataires. Les entreprises européennes sont globalement peu endettées. L'accélération récente de la croissance européenne n'a pas entraîné de rebond massif de l'activité sur le marché des M&A, pas plus qu'elle n'a dopé les rachats d'actions ou les distributions de dividendes.

Les entreprises sont généralement assez sereines vis-à-vis de leurs besoins de financement. Elles ont augmenté leurs rachats d'obligations pour se refinancer à plus long terme. Les taux de défaut des obligations HY en USD et en EUR devraient reculer au cours des prochains mois. Les taux de défaut sur les obligations spéculatives devraient ainsi se replier à 2,5 %-3,0 % aux États-Unis et à 1,5 %-2,0 % en Europe.

Suite au rebond récent des marchés, les valorisations semblent tendues

Nos modèles montrent que les valorisations sont tendues en regard des facteurs sous-jacents des deux côtés de l'Atlantique. Cela étant, les écarts de rendement semblent plus importants pour les obligations d'entreprise en USD et que pour les titres libellés en EUR, tant sur le segment IG que sur le segment HY, et ce malgré le soutien direct qu'offre la BCE via son CSPP. Les niveaux de rendement et les écarts de taux laissent entrevoir une baisse des rendements dans les années à venir (il s'agit toutefois d'une tendance commune à l'ensemble de l'univers obligataire).

Concernant les segments et secteurs de la courbe, nous privilégions toujours les rares oasis dans le désert de rendement de la zone euro, notamment sur le segment 1 an - 5 ans des courbes de taux européennes : les obligations financières IG subordonnées et les obligations spéculatives appartenant à ce segment sont les seules à offrir des rendements positifs, quoique faibles. Il est donc fort à parier qu'elles attireront les capitaux des investisseurs au cours des prochains trimestres.

Les marchés européens des obligations d'entreprise – qui bénéficient du programme CSPP – offrent des couples risque/rendement attractifs, notamment en matière de volatilité par rapport aux chiffres historiques. Les obligations IG US, qui affichent des valorisations élevées, offrent pour leur part des rendements absolus attractifs au sein des portefeuilles obligataires et des portefeuilles détenant des actifs libellés dans différentes devises.

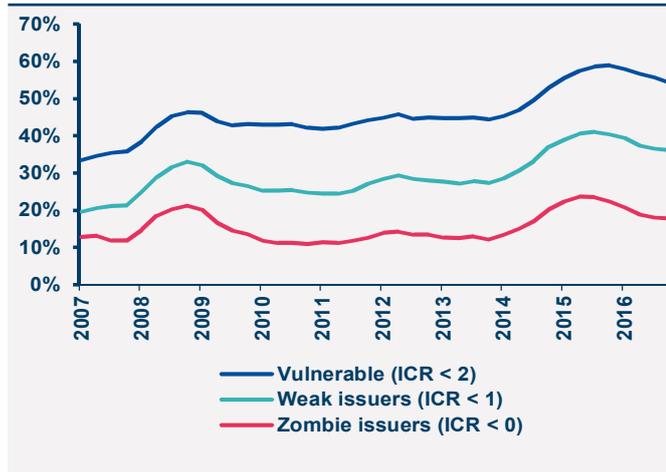
Dans l'univers du haut rendement, les segments mal notés affichent des taux de défaut implicites élevés. Les primes de risque des obligations à haut rendement de qualité (notées BB) libellées en USD ou en EUR procurent quant à elles un matelas de sécurité en cas d'événements de défaut : dans un environnement caractérisé par de faibles taux de défaut (taux bas, croissance faible, inflation faible), les écarts de rendement des obligations notées BB traduisent toujours un taux de défaut supérieur à la moyenne historique de long terme.

Nos prévisions sur les écarts de rendement pour l'année 2018 sont les suivantes :

Marché IG en euros : 90 pb, Euro HY : 260 pb, US IG : 110 pb, US HY 390 pb.

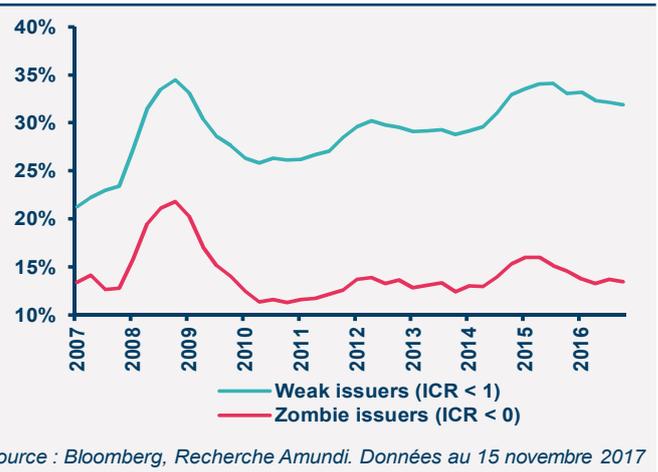
3/ Haut rendement US

Pourcentage d'entreprises en difficulté



4/ Haut rendement US (Hors énergie)

Pourcentage d'entreprises en difficulté



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 15 novembre 2017

L'analyse top down de la recherche Amundi Marchés des changes

BASTIEN DRUT, Stratégie Taux et Change
SILVIA DI SILVIO, Stratégie Taux et Change
ROBERTA FORTES, Stratégie Taux et Change
ABHISHEK GON, Stratégie Taux et Change

EUR/USD

La poursuite de la reprise économique de la zone euro et la réduction des mesures d'assouplissement monétaire de la BCE devraient créer un environnement favorable à la monnaie unique en 2018. La sous-évaluation de l'euro face au dollar s'est nettement réduite en 2017 mais l'euro reste sous-évalué face au billet vert. La réduction attendue du différentiel de taux 10 ans entre les États-Unis et l'Allemagne devrait réduire l'attractivité du dollar face à l'euro. La poursuite du QE de la BCE en 2018 et la perspective d'une réforme fiscale de grande ampleur aux États-Unis devraient toutefois limiter le potentiel haussier de la parité EUR/USD.

L'agenda politique sera sensiblement moins chargé en 2018 qu'il ne l'a été en 2017. Les risques se concentrent autour des élections législatives italiennes qui auront lieu au premier semestre. Les investisseurs pourraient décider de couvrir leurs positions longues sur l'euro à l'approche de cette échéance électorale.

Concernant le positionnement des marchés, nous pensons que les investisseurs institutionnels poursuivront leur rotation du dollar vers l'euro : les politiques monétaires accommodantes devraient continuer à aiguïser l'appétit des investisseurs et doper les investissements en actions européennes et, à terme, soutenir le cours de la monnaie unique.

Nous tablons sur une parité EUR/USD comprise entre 1,15 et 1,18 au premier semestre 2018. Le taux de change EUR/USD pourrait atteindre 1,22 au second semestre 2018.

USD/JPY

La Banque du Japon devrait maintenir le cap de sa politique monétaire très accommodante en 2018, ce qui devrait jouer en faveur du yen. Le yen pourrait se replier davantage face au dollar et à l'euro du fait de la hausse des taux longs aux États-Unis et en Europe, alors que la Banque du Japon a fixé une cible de taux 10 ans à 0 % dans le cadre de sa politique de contrôle de la courbe de taux. Les différentiels de taux resteront donc le principal facteur régissant l'évolution du yen. Nous excluons toutefois l'hypothèse d'une forte baisse du yen car la monnaie nipponne est déjà fortement sous-évaluée et parce qu'une hausse substantielle des taux longs dans les autres zones développées pourrait inciter la Banque du Japon à réagir et à relever sa cible de taux 10 ans. Une parité USD/JPY avoisinant les 120 contribuerait également à exacerber les accusations de manipulation de change lancées par les partenaires commerciaux du Japon. Les investisseurs institutionnels se sont positionnés à la vente sur le yen en 2017 et, en l'absence de recrudescence des risques géopolitiques ou de réorientation majeure de la politique de la Banque du Japon, il est fort à parier que cette tendance se poursuivra.

Nous tablons sur une parité USD/JPY comprise entre 115 et 118 d'ici la fin de l'année 2018.

GBP / USD

Nous anticipons la poursuite de l'affaiblissement de la croissance au Royaume-Uni en 2018, sur fond d'incertitudes concernant les négociations sur le Brexit. Ce ralentissement de l'activité devrait peser principalement sur les investissements. Dans un contexte aussi fragile, nous pensons que la Banque d'Angleterre aura du mal à relever ses taux en 2018. L'actualité relative aux négociations sur le Brexit restera déterminante et nous pensons que la livre sterling restera assez volatile et qu'elle se dépréciera face au dollar et à l'euro.

Nous tablons sur une parité GBP/USD comprise entre 1,26 et 1,28 d'ici la fin de l'année 2018.

Devises émergentes

L'année 2017 a été en grande partie favorable aux devises émergentes : le rebond marqué du commerce mondial, les taux d'intérêt faibles partout dans le monde, le ralentissement moins fort que prévu de l'économie chinoise et la baisse du dollar ont permis aux devises émergentes d'obtenir de bonnes performances jusqu'à l'été. Néanmoins, depuis septembre, ces vents porteurs se sont estompés et à l'approche de 2018, nous avons une opinion plus réservée vis-à-vis des devises émergentes en tant que classe d'actifs.

Nous pensons que le cours du dollar continuera à baisser, mais dans une mesure moindre que ce que nous anticipions début 2017. Les différentiels de croissance entre les marchés émergents et les marchés développés devraient se stabiliser, voire s'écarter très légèrement en 2018, car l'accélération de la croissance mondiale, jusqu'alors impulsée par la Chine, sera désormais le fait des marchés développés ou d'autres marchés émergents. La croissance des exportations

des marchés émergents ralentit après une forte accélération au premier trimestre 2017 (effet de base). Nous excluons l'hypothèse d'une hausse substantielle des cours des matières premières qui soutiendrait les cours des devises des marchés émergents l'an prochain. Il s'agit d'une composante clé des flux de capitaux à destination des marchés émergents. Les différentiels de taux entre les marchés émergents et les marchés développés devraient se réduire, au bénéfice des devises fortes.

Nous pensons que les banques centrales des marchés émergents resserreront leurs politiques monétaires en 2018. Selon la règle de Taylor¹ et notre évaluation macro, ce sont principalement les écarts de production, et non pas les écarts d'inflation, qui détermineront l'évolution des taux d'intérêt, car les taux d'inflation dans la plupart des marchés émergents (à l'exception de la Turquie) devraient rester proches des taux cibles fixés par les banques centrales. De plus, nous nous attendons à ce que les banques centrales continuent à accumuler des réserves de change à hauteur des niveaux de 2013, avant que la Fed commence à resserrer sa politique, car les taux d'inflation dans les marchés émergents devraient rester globalement faibles et proches des objectifs des banques centrales. Enfin, l'incertitude entourant la réforme fiscale américaine et les risques liés à une éventuelle hausse des taux américains pourraient provoquer une correction des devises émergentes. Par ailleurs, les calendriers politiques particulièrement chargés dans de nombreux pays émergents devraient provoquer des poussées de volatilité.

Nonobstant ces problèmes, les investisseurs peuvent se montrer sélectifs dans leurs expositions aux devises émergentes. Ils ont tout intérêt à privilégier les devises émergentes à haut rendement. Les valorisations à court terme semblent un peu tendues d'après nos modèles, mais à moyen terme, certaines devises émergentes pourraient évoluer à la hausse. Nous continuons à privilégier les devises sous-évaluées, peu volatiles et offrant un bon revenu de portage des pays moins sensibles aux événements extérieurs, à l'instar de la roupie indienne et du won sud-coréen.

¹ La règle de Taylor indique la façon dont les banques centrales doivent ajuster leurs taux d'intérêt à court terme en réponse aux écarts d'inflation ou de production.

Stratégies d'investissement des CIO : Q&R

Marchés obligataires mondiaux

ERIC BRARD, Directeur du Métier Fixed Income

LAURENT CROSNIER, Responsable gestion produits de taux mondiaux

Q1 / Selon vous, quelle stratégie les investisseurs devraient-ils adopter en termes de positionnement et de budgétisation des risques en 2018 ?

Nous observons un écart important entre les signaux envoyés par les performances des actifs risqués (obligations d'entreprise, actions, dette des marchés émergents) et ceux provenant des marchés des emprunts d'État. Nous constatons toujours la répression qu'exercent les banques centrales sur les primes de risque obligataires, dans un contexte marqué par la faiblesse historique des rendements. En conséquence, nous pensons que les investisseurs feront le choix de réduire leur positionnement en duration sur les emprunts d'État du "G4", notamment sur l'Allemagne et le Japon, où les valorisations sont très tendues et ne reflètent pas le rebond synchronisé de la croissance mondiale et la normalisation des politiques monétaires.

Pour l'année 2018, les investisseurs obligataires internationaux devraient allouer la majeure partie de leur budget de risque à des stratégies de valeur relative et se concentrer sur cinq idées phares :

1. Obligations indexées sur l'inflation vs obligations classiques : privilégier une exposition aux points morts d'inflation ;
2. Taux US vs taux européens : resserrement des écarts de taux entre les deux courbes de taux ;
3. Gestion de la courbe de taux : se concentrer sur l'aplatissement de la courbe des taux US et sur l'aplatissement de la partie 10 ans-30 ans de la courbe des taux européens ;
4. Marchés émergents vs marchés développés : privilégier les positions longues sur la dette des marchés émergents ;
5. Gestion de l'évolution des écarts de taux : préférence pour la dette des marchés émergents, les obligations d'entreprises et les obligations périphériques libellées en monnaie forte.

Q2 / Quels changements les investisseurs doivent-ils apporter à leur stratégie 2018 par rapport à 2017 ? Pourquoi ?

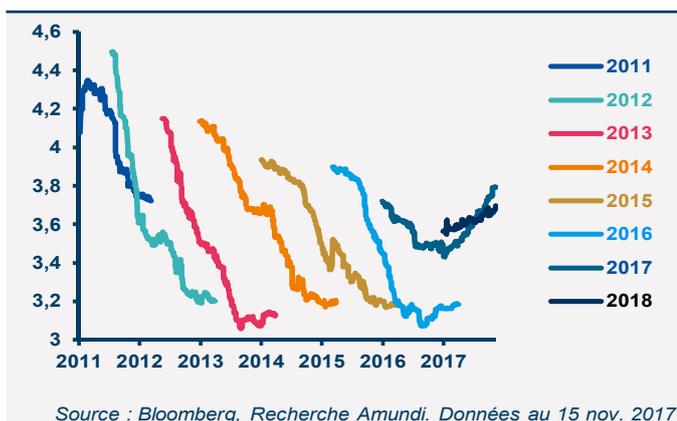
Les niveaux de valorisation, les différences d'ajustement des politiques des banques centrales, la volatilité des indicateurs macroéconomiques et les tensions géopolitiques nous conduisent de nous concentrer davantage sur les stratégies de valeur relative et sur les protections contre la volatilité sur les marchés obligataires mondiaux.

Q3 / Quels sont les principaux sujets/événements à surveiller pendant l'année et pourquoi ?

Nous avons identifié cinq facteurs à surveiller en 2018. Premièrement, sur le plan macroéconomique, l'évolution des perspectives d'inflation et, aux États-Unis, l'évolution du marché du travail (emplois non agricoles). Concernant les États-Unis, il sera également important d'évaluer les mesures de Donald Trump, en particulier son éventuelle réforme fiscale : les modalités et le calendrier de la réforme pourraient provoquer des mouvements de taux. Parmi les autres facteurs à surveiller, nous nous concentrons sur les perspectives de l'économie chinoise et sur la façon dont les autorités chinoises géreront le ralentissement de l'activité, ainsi que les perspectives de cours des matières premières (compte tenu de la récente hausse des cours du pétrole et des tensions au Moyen-Orient). En Europe, les principaux événements susceptibles d'avoir une incidence sur les marchés obligataires mondiaux sont les élections législatives italiennes (au printemps) et l'issue des négociations sur le Brexit.

1/ Prévisions de croissance du PIB mondial réel

2/ Surprises éventuelles à surveiller en 2018



Surprise positive	Surprise négative
<ul style="list-style-type: none"> • Réforme fiscale US • Hard Brexit • Croissance des marchés émergents 	<ul style="list-style-type: none"> • Forte accélération de l'inflation • Élections italiennes • Ralentissement de l'économie américaine

Q4 / Selon vous, quelles sont les principales opportunités et les principaux risques que les marchés n'ont pas anticipés pour l'année prochaine ?

Nous pensons que les marchés sous-estiment la probabilité d'une accélération de l'inflation et d'une normalisation plus rapide que prévu des politiques des banques centrales. Par conséquent, nous recommandons aux investisseurs de sous-pondérer leur exposition à la durée sur les emprunts d'État japonais, sur les dettes des pays « refuge » de la zone euro et sur les emprunts d'État britanniques et de surpondérer les obligations indexées sur l'inflation en portefeuille. Il conviendrait par ailleurs de privilégier les obligations d'entreprise aux emprunts d'État, en privilégiant les titres liquides et de qualité du segment « investment grade ». Concernant les obligations des marchés émergents, certaines obligations libellées en monnaies locales conservent un potentiel haussier intéressant, mais il faudra se montrer sélectif.

Q5 / Et quelle pourrait être la stratégie permettant d'atténuer les risques ?

Pour réduire les risques, les investisseurs peuvent combiner plusieurs stratégies : exposition au dollar, exposition à la durée des dettes des marchés « refuge » et exposition aux stratégies d'options pour profiter d'une hausse éventuelle de la volatilité boursière implicite.

Marchés obligataires européens

ERIC BRARD, Directeur du Métier Fixed Income

MARIE-ANNE ALLIER, Responsable Adjoint de la plateforme Fixed Income, Responsable Gestion Taux Aggregate

Q1 / Selon vous, quelle stratégie les investisseurs devraient-ils adopter en termes de positionnement et de budgétisation des risques en 2018 ?

La faible inflation, la forte croissance, les politiques monétaires ultra accommodantes et les conditions de liquidité favorables concourent à créer un environnement propice aux investisseurs obligataires. Les valorisations ne sont clairement pas historiquement attractives mais nous pensons qu'elles pourraient rester élevées pendant encore un certain temps. Cela étant, les investisseurs partisans d'une gestion flexible et dynamique auront de nombreuses occasions de surperformer le marché¹. Nous apprécions le marché des obligations d'entreprise. Nous pensons notamment que les investisseurs ont tout intérêt à continuer à surpondérer les valeurs financières par rapport aux valeurs industrielles d'une part et les obligations subordonnées par rapport aux obligations senior d'autre part. Cette opinion vaut pour l'année 2018 dans son ensemble, car la BCE s'est engagée à poursuivre son programme d'achat d'obligations d'entreprise (CSPP). Nous recommandons aux investisseurs de sous-pondérer les emprunts d'État des pays « refuge », avec un faible budget de risque. Le positionnement en durée ne sera pas un facteur clé à ce stade du cycle. Sur le segment des obligations périphériques, nous conseillons aux investisseurs de délaisser progressivement leur stratégie de « surpondération permanente » au profit d'un positionnement plus dynamique. Compte tenu des écarts de taux actuels, les événements politiques et économiques provoqueront probablement des poussées de volatilité et, partant, des occasions de sous-pondération ou surpondération. Enfin, les obligations indexées sur l'inflation n'ont toujours pas pris en compte le rebond de l'économie. C'est la raison pour laquelle nous pensons que les investisseurs devraient privilégier les obligations indexées sur l'inflation aux obligations classiques, au moins jusqu'à ce que les valorisations augmentent.

Q2 / Quels changements les investisseurs doivent-ils apporter à leur stratégie 2018 par rapport à 2017 ? Pourquoi ?

Comme en 2017, les investisseurs obligataires devront se concentrer sur les fondamentaux et mettre en œuvre une stratégie de gestion dynamique. Nous savons que les valorisations sont excessives et avons conscience de la faible volatilité et du positionnement du marché : par conséquent, nous pensons qu'il faudra adopter un positionnement tactique pour faire face aux obstacles de marché. Les obligations périphériques illustrent bien ce qu'est un positionnement tactique. Les troubles politiques qui ont secoué l'Espagne et les élections législatives italiennes qui auront lieu l'an prochain pourraient faire bouger les marchés et créer des opportunités sur ces marchés assez liquides.

Q3 / Quels sont les principaux sujets/événements à surveiller pendant l'année et pourquoi ?

En 2016 et 2017, tous les regards étaient braqués sur les événements politiques. Nous pensons qu'en 2018, les marchés concentreront leur attention sur les banques centrales. La politique de la BCE sera un facteur clé pour les investisseurs obligataires. Nous estimons que le taux de refinancement négatif de la BCE a fortement pesé sur les primes de risque et a permis de fortement limiter la volatilité. Tant que la BCE exclura toute normalisation de sa politique monétaire, l'hypothèse d'un changement de régime (en termes de rendement et de volatilité) ne sera pas le scénario que nous privilégierons.

¹ Désignant la prime de rendement par rapport au rendement escompté du marché ajusté en fonction du bêta, un coefficient alpha positif indique qu'un gérant a surperformé son indice de référence en termes de création de valeur.

Q4 / Selon vous, quelles sont les principales opportunités et les principaux risques que les marchés n'ont pas anticipés pour l'année prochaine ?

L'inflation est la variable macroéconomique à surveiller. Il s'agit de la source de performance potentielle la plus importante car, les obligations indexées sur l'inflation² sont bon marché dans la zone euro. Il s'agit également du risque le plus important pour les marchés des obligations d'entreprise, car un rebond de l'inflation pourrait obliger la BCE à accélérer le resserrement de sa politique monétaire.

Q5 / Et quelle pourrait être la stratégie permettant d'atténuer les risques ?

Compte tenu de notre opinion positive sur les obligations d'entreprise, la surpondération des obligations indexées sur l'inflation pourrait être un bon moyen de se protéger contre le risque d'une accélération de l'inflation et d'un durcissement de la politique monétaire de la BCE. Miser sur la volatilité pourrait également être un bon moyen.

1/ Inflation sous-jacente et PMI de la zone euro

2/ Surprises éventuelles à surveiller en 2018



Marché obligataire japonais

ERIC BRARD, Directeur du Métier Fixed Income
 SHINICHIRO ARIE, Responsable gestion produits de taux pour le Japon

Q1 / Selon vous, quelle stratégie les investisseurs devraient-ils adopter en termes de positionnement et de budgétisation des risques en 2018 ?

Nous tablons sur une croissance modérée du PIB en 2018, dans un contexte marqué par la croissance régulière des bénéfices des entreprises, par une reprise des dépenses d'investissement, par une relance des dépenses publiques destinées à financer la construction ou la rénovation d'infrastructures et par une inflation sensiblement inférieure aux objectifs d'inflation. Par conséquent, nous excluons toute évolution notable du marché des obligations d'entreprise ou du marché des créances hypothécaires titrisées (« mortgage-backed securities » ou « MBS » en anglais). Ce dernier devrait se révéler assez calme et stable, à l'image d'un marché du logement apathique. Nous recommandons aux investisseurs de privilégier les portefeuilles d'obligations d'entreprise à court terme assorties de maturités allant jusqu'à trois ans et de surpondérer massivement (de plus de 10 %) les MBS avec protection contre le risque de taux d'intérêt. Nous ne prévoyons pas d'évolution notable de la politique monétaire de la Banque du Japon. Tout en maintenant la structure de base de leur positionnement sur la courbe des taux, qui consiste à nouer des positions sur le coussin de rendement, des positions sur la structure par termes et des positions de retour à la moyenne, les investisseurs auront tout intérêt à modifier leurs surpondérations en temps opportun pour profiter des mouvements de la courbe des taux souverains japonais. D'aucuns pourraient arguer que la politique monétaire actuelle permet de générer des primes de rendement régulières grâce à la gestion de la courbe des taux, quand bien même ces primes diminuent progressivement.

² Le point mort d'inflation désigne l'écart entre le rendement nominal d'une obligation à taux fixe et le rendement réel d'une obligation indexée sur l'inflation assortie d'une maturité similaire et d'une note de crédit identique.

Q2 / Quels principaux changements avez-vous apportés à vos perspectives d'investissement 2018 par rapport à celles de 2017 et pourquoi ?

Conformément à ce que nous avons évoqué plus haut, nous n'avons pas l'intention de modifier grandement nos perspectives d'investissement pour l'année 2018 car nous sommes convaincus que la Banque du Japon maintiendra le cap de sa politique monétaire.

Q3 / Quels sont les principaux sujets/événements à surveiller pendant l'année et pourquoi ?

Le mandat du gouverneur de la Banque du Japon, Haruhiko Kuroda, expirera en avril 2018. Le marché pourrait redouter la fin de la politique monétaire actuellement mise en œuvre, exceptionnellement accommodante depuis que M. Kuroda a pris ses fonctions. Cela étant, la quasi-totalité des observateurs s'accordent à dire que Haruhiko Kuroda sera reconduit à la tête de la Banque du Japon pour un second mandat. La perspective d'une réorientation de la politique monétaire l'an prochain est donc peu probable. Toutefois, à mesure que l'économie croît et que les prix à la consommation augmentent, même lentement, la Banque du Japon pourrait être obligée de réviser sa politique monétaire d'ici la fin de l'année 2018.

Nous pensons que la Banque du Japon modifiera à la marge sa politique de contrôle de la courbe des taux en relevant son objectif de taux à 10 ans, qui se situe actuellement entre 0 et 10 points de base, ou en abaissant la maturité cible des taux qu'elle souhaite contrôler de 10 ans à 5 ans. Quel que soit le changement apporté, il aura une incidence sur le niveau du taux à 10 ans et sur la forme de l'extrémité longue de la courbe.

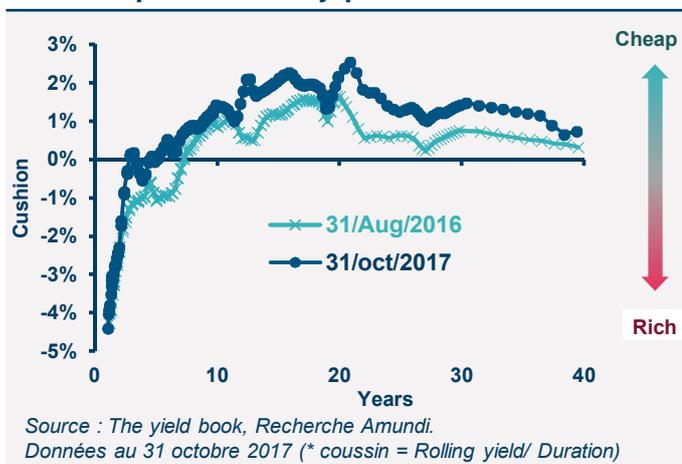
Q4 / Selon vous, quelles sont les principales opportunités et les principaux risques que les marchés n'ont pas anticipés pour l'année prochaine ?

Il est communément admis que les marchés actions affichent des valorisations excessives, et pas seulement au Japon. Les marchés mondiaux des obligations d'entreprise sont également considérés comme survalorisés. Nous pourrions donc assister à une forte correction des marchés actions et, par ricochet, des marchés des obligations d'entreprise. Les investisseurs en obligations d'entreprise pâtiraient d'une correction des marchés. Cela étant, les portefeuilles d'obligations échelonnées³ pourraient surperformer le marché. En outre, il est possible de profiter des corrections de marché pour augmenter la prime de rendement d'un portefeuille en investissant le produit des obligations échues dans des obligations affichant des primes de risque nettement plus élevées.

Q4 / Quelle stratégie permettrait d'atténuer les risques ?

Nous pensons que les investisseurs devraient se concentrer sur la liquidité des titres qu'ils détiennent en portefeuille. Les emprunts d'État japonais restent très liquides, mais ils le sont moins qu'il y a cinq ans. Le marché japonais des obligations d'entreprise étant relativement peu liquide, nous pensons que les investisseurs ont tout intérêt à privilégier les titres assortis d'une durée inférieure à trois ans pour conserver un portefeuille d'obligations échelonnées de maturité maximale 3 ans, capable de générer des flux de trésorerie réguliers, au rythme des produits de rachat versés tous les deux ou trois mois.

1/ Forme du coussin de rendement des emprunts d'État japonais*



2/ Surprises éventuelles à surveiller en 2018

Surprise positive	Surprise négative
<ul style="list-style-type: none"> Faible baisse du marché des obligations d'entreprise Forte croissance du marché du logement Augmentation du nombre d'émissions d'obligations Samurai 	<ul style="list-style-type: none"> Forte accélération de l'inflation Forte dépréciation du yen Aplatissement de la courbe des taux provoqué par la Banque du Japon

³ Un portefeuille d'obligations échelonnées est un portefeuille regroupant des obligations ayant toutes des dates d'échéance différentes.

Marché obligataire américain

KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

Q1 / Quelles sont vos perspectives pour l'économie et les taux d'intérêt aux États-Unis en 2018 ?

L'équipe reste optimiste concernant la croissance du PIB aux États-Unis comme dans le monde. Aux États-Unis, le dynamisme du marché de l'emploi devrait continuer à soutenir la consommation tandis que l'économie pourrait toujours bénéficier de la hausse des bénéfices des entreprises, qui reflète la reprise de la croissance mondiale, des conditions financières accommodantes et l'allègement de la réglementation. La probabilité des baisses d'impôts a également augmenté, ce qui pourrait fournir un élan supplémentaire aux bénéfices des entreprises et à l'économie en 2018. Alors qu'il a intégré dans les cours des anticipations plus fortes concernant un relèvement des taux directeurs en décembre 2017, le marché tablait, début novembre, sur un taux de 1,69 % à la fin 2018, soit bien en dessous de 2,13 %, le niveau médian des projections du comité de politique monétaire (FOMC) de la Réserve fédérale (Fed). Selon nous, le marché reste en retard dans son appréciation du niveau approprié des taux d'intérêt. Malgré les craintes de la Fed concernant l'inflation relativement faible, nous estimons qu'elle maintiendra les relèvements de taux prévus en 2018.

Q2 / Quel pourrait être l'impact de ces perspectives sur la construction des portefeuilles obligataires ?

Comme tenu des perspectives ci-dessus, nous estimons que les investisseurs maintiendront leur positionnement sur la hausse des taux d'intérêt et la solidité de l'économie. Dans le cadre d'une approche multisectorielle, il conviendrait d'adopter une surpondération dans divers secteurs du crédit et une sous-pondération sur les bons du Trésor américains. Selon nous, la grande majorité des emprunts d'État américains sont inintéressants tandis que les secteurs du crédit pourraient bénéficier du raffermissement de la croissance, de la baisse des impôts et de l'allègement des réglementations. En outre, une position sous-exposée en duration pourrait se révéler bénéfique dans un environnement de hausse des taux. Le marché pourrait être en retard sur la courbe des taux, compte tenu de la croissance solide du PIB, du peu de réserves du marché de l'emploi, du dynamisme des indices PMI mondiaux et d'un taux d'inflation moyen compris entre 1,5 et 2 % pour le reste de l'année et en 2018. Dans ce contexte, notre préférence va également aux TIPS (titres du Trésor américain protégés contre l'inflation) à échéance longue dans la mesure où nous estimons que les points morts d'inflation ne reflètent pas exactement le potentiel à plus long terme de l'inflation à 2 %.

Compte tenu du niveau élevé des valorisations, la réduction du risque de crédit permet de protéger les portefeuilles des investisseurs obligataires. Les fondamentaux solides (croissance économique vigoureuse et perspectives de baisse de l'impôt sur les sociétés) sont neutralisés par les valorisations tendues. Les spreads des obligations d'entreprise *investment grade* se situent à leurs plus bas niveaux depuis la crise, reflétant une qualité moindre et une duration globalement plus longue en comparaison avec leurs niveaux historiques. Les valorisations sont plus nuancées sur le segment du haut rendement. Alors que les *spreads* étroits évoluent autour de 350 pb, ils restent bien supérieurs à leurs plus bas niveaux de 241 pb en 2007, bien que nous pensions que le potentiel de rétrécissement ultérieur des *spreads* soit plus limité. Une nouvelle fois, les perspectives fondamentales des marchés du haut rendement sont positives avec une croissance économique forte, la hausse des prix de l'énergie et les perspectives de baisse d'impôts, même si la limite de déduction des intérêts envisagée pourrait pénaliser les entreprises très endettées. Toutefois, à la lumière des valorisations tendues, il est important de réduire progressivement l'exposition au haut rendement et d'en améliorer la qualité tout en maintenant un biais positif sur ce marché, compte tenu de l'opportunité croissante de dégager une surperformance du secteur et de la sélection des titres. En outre, les investisseurs pourraient avoir une opinion neutre sur les MBS (*mortgage-backed securities*) d'agences. Dans l'ensemble, nous recommandons aux investisseurs, outre l'attention portée aux MBS d'émetteurs privés, de rester favorables aux MBS résidentiels. Les MBS d'agences proposent actuellement une juste valeur, mais peuvent être utilisés pour améliorer la qualité globale du portefeuille obligataire. En outre, les fondamentaux du secteur immobilier restent solides, compte tenu de l'embellie sur le front de l'emploi, des niveaux toujours bas des taux hypothécaires et de l'accessibilité à la propriété toujours intéressante.

Q3 / Quels événements clés seront susceptibles d'influencer le marché obligataire américain au cours de l'année et pourquoi ?

La normalisation de la politique monétaire des banques centrales aura un impact significatif sur les marchés obligataires américains au cours de l'année. Dans la mesure où la Réserve fédérale est au tout début de la normalisation de son bilan, les investisseurs en suivront avec attention l'impact sur la courbe des taux et l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché obligataire américain. En outre, les détails et le calendrier d'un éventuel *tapering* de la BCE dans le courant de l'année 2018 aura de vastes conséquences sur les taux d'intérêt internationaux, d'autant plus que le programme de la Fed sera déjà bien avancé. Les milieux politiques américains suivront la situation avec attention, dans la mesure où la réforme fiscale pourrait avoir lieu en début d'année, ce qui donnerait une impulsion supplémentaire à l'économie et impacterait sensiblement les taux d'imposition des sociétés. L'efficacité de l'administration Trump et la viabilité de son calendrier législatif pourraient être entravées pendant l'année par l'enquête en cours dirigée par le procureur spécial

Robert Mueller. En outre, l'issue des élections de mi-mandat au Congrès et son éventuelle prise de contrôle par les Démocrates pourraient devenir un enjeu clé dans la poursuite de la politique de l'administration.

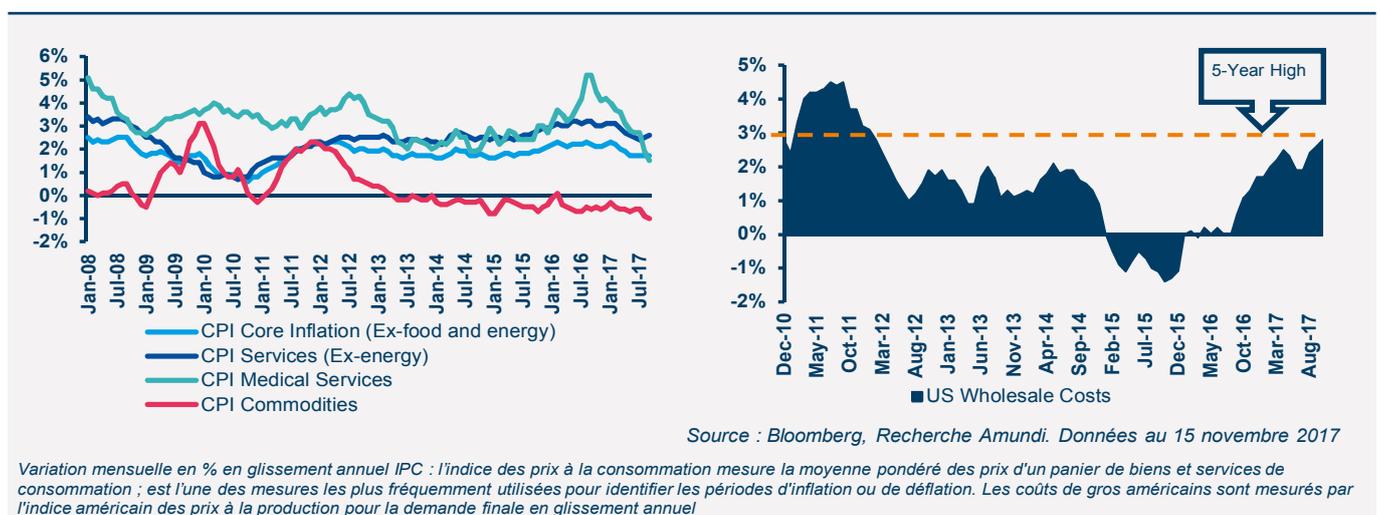
Q4 / Selon vous, quelles sont les principales opportunités et les principaux risques que le marché n'a pas anticipés pour l'année prochaine ?

Compte tenu du dynamisme de l'emploi et des données du PIB aux États-Unis, il existe, selon nous, des sources potentielles d'inflation plus élevée que prévu. Les premiers signes d'accélération de la croissance des salaires, l'inflation des services, le resserrement du marché de l'emploi dans les industries clés telles que la construction résidentielle et des politiques d'immigration plus restrictives pourraient alimenter la hausse des prix dans l'année à venir. La réforme fiscale peut également fournir un catalyseur d'inflation supplémentaire. Selon nous, les investisseurs doivent se positionner sur le rebond de l'inflation avec une sous-exposition en duration et une allocation aux TIPS. Par ailleurs, compte tenu des fondamentaux sous-jacents positifs du marché de l'immobilier résidentiel, qui a bénéficié du dynamisme de l'emploi et de la pénurie d'offre, un biais positif sur les MBS résidentiels pourrait être approprié. Risque potentiel à surveiller de près en 2018 : tandis que le resserrement des *spreads* des obligations d'entreprise et la hausse de l'endettement sont actuellement compensés par des fondamentaux solides, tout ralentissement de la croissance mondiale ou changement de politique des banques centrales pourrait entraîner un élargissement des *spreads* et/ou accroissement de la volatilité. Pour atténuer ces risques, les investisseurs devraient envisager une exposition plus prudente aux obligations d'entreprise *investment grade* ou à haut rendement.

Q5 / Et quelle pourrait être la stratégie visant à atténuer les risques ?

Dans un contexte de valorisations tendues, il sera primordial de limiter le risque baissier et d'éviter la perte de valeur durable du capital. C'est possible grâce à une approche rigoureuse visant à limiter les concentrations d'émetteurs combinée à une recherche crédit fondamentale, qui évite les secteurs à risque et les pertes de valeur de marché en cas de hausse des taux d'intérêt. Selon nous, les investisseurs qui cherchent à atténuer les risques l'année prochaine devraient continuer de s'en tenir à ces principes de base.

1/ Variable clé à surveiller : l'inflation



2/ Surprises éventuelles à surveiller en 2018

Surprise positive	Surprise négative
<ul style="list-style-type: none"> • Poursuite de la croissance du PIB • Normalisation progressive de la Fed • Dissipation des querelles partisans 	<ul style="list-style-type: none"> • Ralentissement de la croissance mondiale • Fléchissement de la politique des banques centrales • Hausse des incertitudes géopolitiques

Marchés obligataires des pays émergents

MAURO RATTO, Responsable des Marchés émergents

Q1 / Quelle stratégie les investisseurs devraient-ils adopter en termes de positionnement et de budgétisation des risques en 2018 ?

Notre scénario de base pour 2018 vise des performances modérées d'environ 5 % pour la dette émergente en devise forte et d'environ 10 % pour la dette en devise locale.

Les marchés émergents devraient continuer à récompenser la confiance des investisseurs par une performance macroéconomique solide couplée à une forte rentabilité des entreprises. Ceci se reflète dans les excédents de comptes courants des pays et dans les marges saines des entreprises sous revue. Dans un passé récent, ces conditions ont coïncidé avec un effet d'approfondissement du marché significatif tant en devise forte qu'en devise locale. Selon nous, l'approfondissement continu du marché sera favorable à la génération de performance par le biais de la sélection de titres. En tant que seule classe d'actifs proposant à la fois une croissance réelle et des taux réels sur le segment obligataire, les marchés émergents semblent bien positionnés pour continuer d'attirer des flux positifs en 2018, et refléter, au moins en début d'année, les conditions visibles au second semestre 2017. L'année a été marquée par des entrées de capitaux régulières, traduisant l'intérêt des investisseurs pour la durée plus courte et les rendements supérieurs offerts par les obligations émergentes. Sauf risques externes, cela devrait continuer l'année prochaine.

Ceci étant dit, les pressions inflationnistes sur les marchés émergents semblent s'atténuer, laissant à la performance en devise locale uniquement un levier de désinflation résiduelle. Les prix de l'énergie représentent un risque significatif dans ce contexte, notamment à la lumière des événements récents dans certains pays producteurs d'énergie (Arabie saoudite, Venezuela, Iran et Kurdistan). Dans notre scénario de base, nous estimons que la hausse modérée des prix de l'énergie contribuera à un assouplissement général des conditions financières.

Q2 / Quels sont les principaux changements dans vos perspectives d'investissement 2018 en comparaison avec 2017 et pourquoi ?

Les enjeux extérieurs pourraient jouer un rôle plus important en 2018. C'est notamment dû à l'importance accrue de la reprise économique qui devient plus visible aux États-Unis et en Europe. L'activité des marchés émergents étant très sensible aux exportations, l'augmentation de la demande en provenance du monde développé et de la Chine peut avoir un impact sensible sur la performance. Les spreads des marchés émergents restent tendus par rapport à leurs moyennes historiques, ce qui reflète la hausse des anticipations du marché concernant la croissance mondiale, lesquelles, à leur tour, semblent être une dérivée seconde de la reprise économique aux États-Unis.

Cette dépendance manifeste à la reprise conjoncturelle américaine indique que le calendrier des éventuelles baisses d'impôts est à la fois un catalyseur et un risque central pour la performance des marchés émergents en 2018. Si l'administration Trump réussit à imposer une vraie réforme, l'augmentation d'activité qui en résulterait devrait inciter la Fed à procéder à de nouveaux relèvements des taux, ce qui pourrait soutenir les arguments en faveur des durées courtes.

Q3 / Quels sont les principaux sujets/événements à surveiller pendant l'année et pourquoi ?

Nous continuons de chercher des preuves de la solidité de la reprise économique dans les pays développés, dans la mesure où cela reflète une demande positive pour les marchés émergents. La croissance des pays émergents a généralement un impact sur les services, lesquels sont à leur tour sources de performance. Au niveau local, les indices mesurant l'inflation et les conditions financières devraient fournir des informations sur la performance économique intérieure, et donc sur les niveaux d'activité locaux. C'est important dans la plupart des pays, mais essentiel dans ceux présentant les risques les plus élevés.

Alors que les taux d'intérêt commencent à remonter timidement dans le monde développé, la sélection deviendra, selon nous, un véritable outil de différenciation de la performance. La capacité d'éviter les émetteurs aux fondamentaux les plus fragiles permettra d'atténuer la contribution négative à la performance. En 2018, des élections auront lieu en Amérique latine, avec la possibilité que le Mexique et la Colombie basculent à gauche. Cette issue pourrait se traduire par une hausse des rendements domestiques, et donc offrir des opportunités. Enfin, les tensions géopolitiques pourraient accroître la volatilité des prix de l'énergie. Il est toujours utile de suivre avec attention les cours du pétrole.

Q4 / Selon vous, quelles sont les principales opportunités et les principaux risques que le marché n'a pas anticipés pour l'année prochaine ?

De manière générale, les marchés émergents ont enregistré de bonnes performances pour les investisseurs obligataires ces dernières années, et 2018 devrait leur offrir à nouveau des rendements positifs. Toutefois, les sources de performance évoluent en fonction de la dynamique du marché. Or, celle-ci devrait changer de nature en 2018. Ces dernières années, la classe d'actifs a enregistré des afflux, au moins en partie grâce à la prime de rendement positive par rapport à ses pairs. Mais en 2018, le principal moteur de performance pourrait s'orienter vers les titres à durée plus courte, dans

la mesure où les investisseurs cherchent à se protéger de la hausse des taux. Au moment de la rédaction de ce texte, l'appétit pour le risque des investisseurs étrangers reste favorable au risque des marchés émergents. La performance devrait continuer à être soutenue par les afflux de capitaux. Nous continuons à rechercher des performances positives en monnaie locale, sachant qu'une classe d'actifs combinant qualité, liquidité, duration courte et haut rendement devrait rester attrayante. Côté devises fortes, nous visons des performances aussi bien dans les obligations d'entreprise que dans la dette souveraine. Selon nous, des émetteurs souverains plus sûrs associés à une approche plus vaste du crédit pourraient s'avérer gagnants.

Q5 / **Et quelle pourrait être la stratégie visant à atténuer les risques ?**

Nous avons conscience des risques et de leur possible impact, positif comme négatif, sur la performance. En 2018, l'approche en matière de gestion du risque devrait se concentrer sur un positionnement sous-exposé en duration qui puisse atténuer l'impact de la hausse des taux tout en supprimant en partie les effets de la volatilité. Une approche activement axée sur la recherche peut également contribuer efficacement à limiter le risque par une meilleure compréhension de la dynamique des émetteurs et l'identification d'éventuelles issues négatives.

Portefeuilles actions

L'analyse top down de la recherche Amundi

DEBORA DELBÒ, Stratégie Actions

ERIC MIJOT, Stratégie Actions

IBRA WANE, Stratégie Actions

Les marchés n'anticipent la fin de cycle que quelques mois à l'avance. Comme une récession américaine, donc globale, est peu probable en 2018, les marchés d'actions devraient encore pouvoir tirer leur épingle du jeu. Mais la hausse des marchés rime aussi avec une hausse du risque.

La cherté du marché américain peut-elle empêcher sa progression ?

Non, mais elle démontre la détérioration du couple rendement-risque

En relatif aux taux, la valorisation du marché américain n'est pas extrême. Toutefois l'assèchement de l'offre en matière de rendement a poussé les taux à des niveaux anormalement bas. Il est donc judicieux de comparer la valorisation des actions directement au niveau de l'inflation. C'est ce que permet de faire la « règle des 20 ». Chaque fois que le PER calculé sur les profits des 12 derniers mois passe au-dessus du ratio « 20-inflation », il est surévalué, ce qui est le cas aujourd'hui, comme en 1987 ou en 1996. Cette mesure est un bon indicateur de l'exubérance du marché, sachant que si 1987 avait débouché sur une chute brutale, 1996 a autorisé une poursuite de la hausse pendant encore plus de 3 ans.

La volatilité a-t-elle disparu ? Non, elle finira par remonter courant 2018.

La volatilité est une fonction retardée de la politique monétaire. Elle remonte généralement environ 2 ans après le retournement des taux directeurs à la hausse. Or la Fed a initié ce mouvement en décembre 2015. Cela s'explique via la liquidité. L'ajout de liquidité réduit la volatilité et inversement. Ainsi, même si les banques centrales procèdent avec prudence, l'argument de la liquidité, qui a porté les marchés depuis 2009, inverse désormais sa dynamique. Ce mouvement va s'intensifier courant 2018.

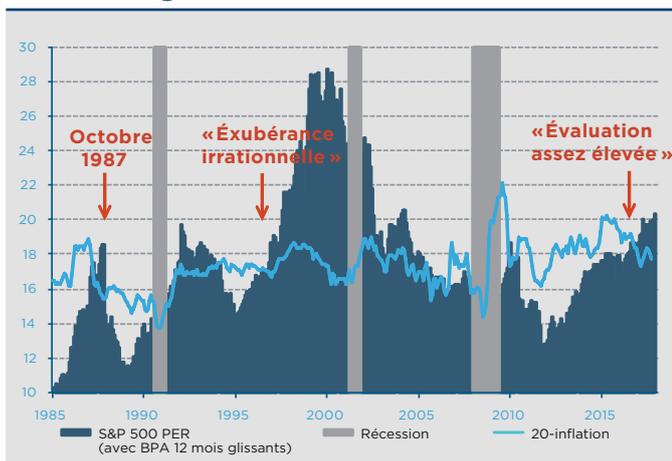
Les profits peuvent-ils continuer à soutenir les marchés ? Nous pensons que oui

La synchronisation de la croissance mondiale est incontestablement un facteur favorable. Aux États-Unis, à marges stables (hypothèse conservatrice), la croissance des profits serait proche de la croissance nominale du PIB, soit +4 %, à laquelle s'ajoutera la baisse des impôts, l'effet relatif des rachats d'actions et l'effet retardé de la faiblesse du dollar ; le consensus IBES d'une hausse de 11 % des profits est donc crédible. Ailleurs, une progression des marges est probable. En zone euro, le décalage avec les États-Unis est cette fois-ci de 22 mois. La hausse des taux longs, favorable aux banques, est un facteur clé de cette reprise. Au Japon, les marges, au plus haut depuis les années 1980, ne montrent pas non plus de signes d'affaiblissement. Enfin, la reprise des profits des pays émergents devrait se prolonger en 2018.

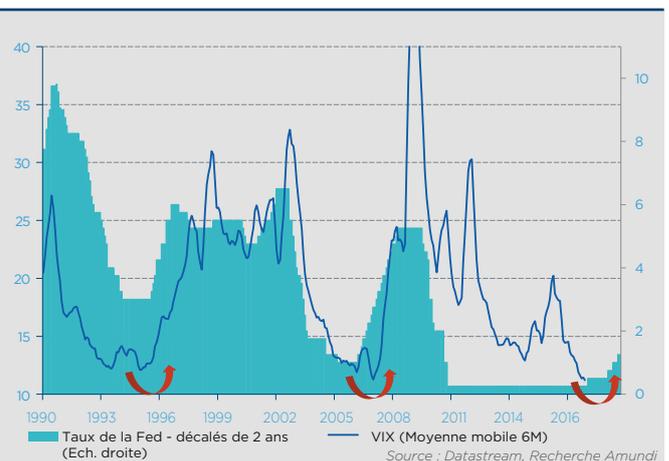
Dans ce contexte, que faire au niveau régional ?

Alors que le marché américain est cher et que le cycle est censé pouvoir durer au-delà de 2018, les autres marchés, moins chers, en retard et désormais synchronisés avec les États-Unis, sont plus attractifs. Compte tenu du beta élevé de ces marchés et de la maturité du cycle, il conviendra néanmoins de modérer ses paris ou d'envisager des couvertures.

1/ PER du S&P500 et la "Règle des 20"



2/ Taux de la Fed et volatilité



- **La zone euro** : amélioration des marges, repentification de la courbe des taux (ce qui favorise les banques), retour des flux (qui plaident en revanche pour une appréciation de l'euro) sont des éléments porteurs. Le risque politique (Catalogne) est moins systémique. Le Brexit reste bien sûr un événement destructeur, mais qui pèsera davantage sur les actifs britanniques qu'europeens.
- **Le Japon** : poursuite de la hausse des marges, amélioration de la gouvernance, flux (BoJ et fonds de pension) sont structurellement positifs. L'évolution du yen, très corrélée aux actions, restera cependant déterminante. Le succès électoral de M. Abe suggère une continuité de politique économique et monétaire, ce qui affaiblit le Yen. Mais un choc important de marché, s'il devait se produire, viendrait au contraire renforcer la devise nipponne et peser sur les actions.
- **Les marchés émergents** profitent actuellement à plein de la synchronisation de la croissance mondiale, également favorable aux matières premières. Ce scénario, modérément positif pourrait être écorné par un dollar trop fort, une hausse des taux de la Fed trop marquée, la normalisation de son bilan ou une décélération de la croissance mondiale (et chinoise).

Quels thèmes pour 2018 ?

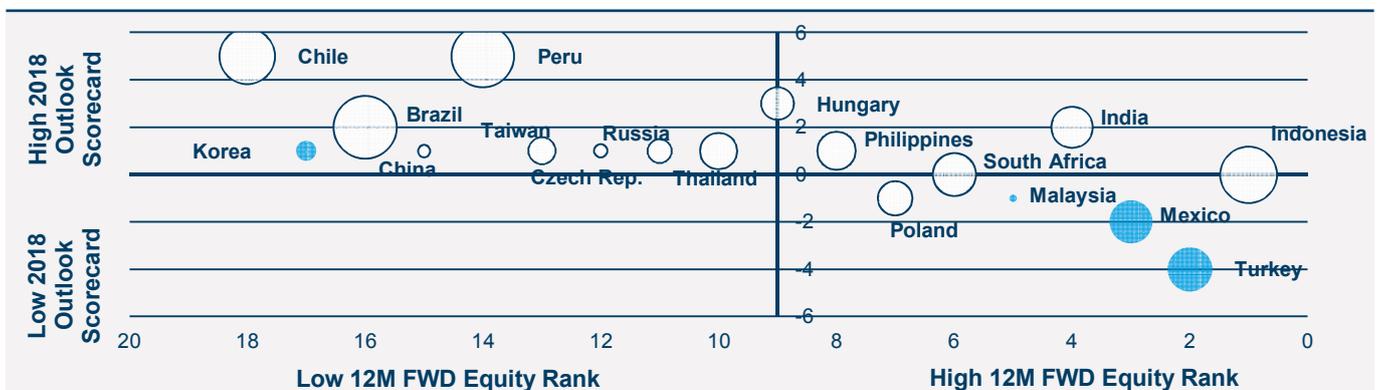
La maturité de la reprise économique invite à s'intéresser à 4 thèmes clés :

- **Reprise de l'inflation** : privilégier les entreprises avec du *pricing power* (par exemple les valeurs du luxe). Les financières pourraient aussi profiter de la hausse des taux longs qui arrive tardivement dans ce cycle.
- **Reprise de l'investissement ?** Resynchronisation de la croissance globale et reprise des profits plaident pour cette thématique. Mais la baisse de la croissance potentielle vient tempérer l'enthousiasme. Si on élargit la proposition, on peut considérer au minimum qu'il est trop tôt pour basculer sur une stratégie purement défensive.
- **S'intéresser à la qualité** : les valeurs de croissance sont très chères au niveau global, ce qui alimente la théorie de la bulle. Les valeurs de qualité, moins endettées et moins chères, sont certainement un bon compromis.
- **Attention à la liquidité** : sur les actions, cette thématique concerne essentiellement les petites valeurs. Certes leurs profits continuent d'être très bien orientés, jusqu'ici en Europe et au Japon. Dans le cas américain, la réforme fiscale à venir plaide vraiment pour ces valeurs plus domestiques. Mais la dimension pro-cyclique devrait finir par se heurter à la dimension liquidité.

Qu'en est-il des marchés émergents ?

- **L'Asie est la zone la plus attrayante pour 2018**, principalement l'Inde, l'Indonésie et les Philippines. Trois raisons à cela : 1) recherche de qualité, 2) convergence macroéconomique positive (croissance, inflation et liquidité), 3) faible vulnérabilité au sein des émergents et bons fondamentaux. Après une forte reprise en 2017, la valorisation du marché chinois s'est tendue, mais le processus de réformes en cours pourrait en améliorer la lecture. Les devises semblent surévaluées dans de nombreux pays asiatiques, ce qui justifie une stratégie de couverture.
- **Nous restons également positifs sur la zone EMEA** (surtout Turquie et Afrique du Sud), grâce à de bons fondamentaux et une croissance favorable. L'Afrique du Sud est attrayante (bénéfices solides et valorisation décente). La croissance y reste faible mais s'améliore, malgré une faiblesse sur le plan budgétaire. La Turquie est bon marché avec une rentabilité élevée et une croissance solide des bénéfices. Cependant, un ralentissement conjoncturel en 2018 nécessitera davantage de soutien budgétaire et monétaire et compliquera la tâche pour que l'inflation atteigne sa cible. La devise est attrayante à 12 mois.
- **Nous sommes plus prudents sur l'Amérique Latine**. La situation macroéconomique s'est améliorée au cours de cette année, mais la reprise du marché d'actions a rendu la région chère, à la seule exception du Mexique. On attendra une correction pour se positionner.

3/ Tableau de bord des marchés émergents



Le graphique présente le croisement entre le classement actions interne sur les 12 prochains mois et le tableau de bord interne des perspectives 2018. Les pays figurant dans la section en haut à droite sont les plus prometteurs. La variable économique « réformes en Chine » n'est pas incluse dans cette analyse. Les cercles représentent l'attractivité des taux de change : en blanc = baisse à 12 mois ; en bleu = hausse à 12 mois. Source : Recherche Amundi, tableau de bord des perspectives 2018 fondé sur différents indicateurs macroéconomiques (croissance du PIB, demande extérieure, secteur public, inflation, liquidité). Classement d'actions sur les 12 prochains mois fondé sur la hausse attendue à 12 mois (à partir de la juste valeur macroéconomique), les valorisations à moyen terme, les anticipations de croissance du ratio cours/bénéfices, la rentabilité, le positionnement et l'attrait à moyen terme des taux de change.

Stratégies d'investissement des CIO : Q&R

Marchés d'actions globaux

ROMAIN BOSCHER, Co-Directeur du Métier Actions

Q1 / Selon vous, quelle stratégie les investisseurs devraient-ils adopter en termes de positionnement et de budgétisation des risques en 2018 ?

Les niveaux de valorisation et la durée du marché haussier indiquent que les risques liés aux actions auront toutes les chances d'être plus élevés que les années précédentes. Toutefois, la croissance des bénéfiques continue d'accélérer, le resserrement monétaire des banques centrales est modeste et les afflux de capitaux plaident en faveur des actions. En conséquence, les bénéfiques mènent la danse et les flux pourraient continuer à faire gonfler les valorisations. En revanche, l'attitude des banques centrales pourrait déclencher un scénario plus défavorable si les taux d'intérêt enregistrent une hausse marquée. En d'autres termes, les perspectives susceptibles d'émerger sont à double tranchant : soit un scénario « conte de fées », soit la fin de celui-ci, selon la rapidité et l'intensité de la normalisation des politiques monétaires. Concernant l'importance des bénéfiques à ce stade, nous prêtons non seulement attention à leur croissance, mais également à la pérennité de cette croissance. Côté émetteurs, nous privilégions l'Europe et les marchés émergents qui combinent des perspectives de hausse du bénéfice par action (BPA) plus élevées et de meilleure qualité, qui sont davantage alimentées par l'augmentation des marges que par les rachats d'actions, comme le graphique ci-dessous l'indique. Mais s'agissant de la qualité et de la durabilité des bénéfiques, le Japon présente des arguments convaincants. Du point de vue sectoriel, nous prêtons attention à ces actions qui ont particulièrement bénéficié d'un environnement de taux toujours plus bas. Ces valeurs *bond proxy* (dont l'évolution en bourse est fortement corrélée à celle des taux d'intérêt) pourraient souffrir, au moins en termes relatifs, ce qui explique pourquoi notamment, nous recommandons aux investisseurs de privilégier la consommation discrétionnaire aux biens de consommation de base. Il pourrait également être judicieux de sous-pondérer les valeurs industrielles britanniques et américaines.

Q2 / Quels sont les principaux changements dans vos perspectives d'investissement 2018 en comparaison avec 2017 et pourquoi ?

Nous estimons qu'il est trop tard pour prendre le train en marche. En d'autres termes, les investisseurs devraient éviter les stratégies de momentum au profit des investissements axés sur la qualité et la valeur. Après avoir enregistré une sous-performance significative, mais pas massive, certaines actions à dividendes élevés pourraient tirer leur épingle du jeu dans un environnement plus chaotique.

Q3 / Quels sont les principaux sujets/événements à surveiller pendant l'année et pourquoi ?

Selon nous, les taux d'inflation américains, la politique des banques centrales (aux États-Unis, au Japon et en Europe) et les rendements obligataires américains à 10 ans seront de loin les facteurs les plus importants à surveiller en 2018. L'augmentation des taux courts et longs, associée à une légère pentification de la courbe, pourrait annoncer la normalisation du cycle 11 ans après la grande crise financière et déclencher une rotation importante sur les marchés actions. Une normalisation accélérée de l'inflation, notamment aux États-Unis, augmenterait la possibilité d'erreurs de la part des banques centrales, ce qui signifierait sans doute la fin de ce cycle de marché. Ce n'est pas le scénario que nous privilégions, mais c'est un risque à ne pas négliger.

1/ Régions MSCI : ventilation de la croissance du BPA (5 dernières années)



Q4 / Selon vous, quelles sont les principales opportunités et les principaux risques que les marchés n'ont pas anticipés pour l'année prochaine ?

En 2018, nous pourrions encore bénéficier de la croissance mondiale synchrone associée à une inflation faible. La hausse de la croissance nominale pourrait avoir un impact important sur les bénéfices, notamment si elle s'accompagne d'une expansion budgétaire modeste. Ce contexte serait favorable aux financières, aux titres sensibles à l'économie et aux plus petites capitalisations au détriment des actions de croissance à méga-capitalisation. Cela permettrait de combler les dernières anomalies de valorisation restant sur le marché.

Q5 / Quelle pourrait être la stratégie la plus appropriée pour atténuer les risques ?

Selon nous, le moyen le plus judicieux d'atténuer les risques du scénario décrit plus haut consisterait à miser sur les opportunités géographiques, à prêter une attention rigoureuse aux valorisations, à éviter les leviers financiers excessifs ainsi que les cadres de mauvaise gouvernance et à conserver quelques titres de bonne qualité, y compris après un rebond marqué.

Marchés d'actions européens

DIEGO FRANZIN, Co-Directeur du Métier Actions

Q1 / Selon vous, quelle stratégie les investisseurs devraient-ils adopter en termes de positionnement et de budgétisation des risques en 2018 ?

Selon nous, nous assisterons probablement en 2018 à l'ultime phase d'un des cycles les plus longs de ces 100 dernières années. En règle générale, ces périodes de consolidation s'accompagnent d'un ralentissement économique dans la mesure où les pressions inflationnistes et la hausse des taux d'intérêt impactent la croissance des salaires, l'investissement et au final, la rentabilité. Nous estimons que cette phase de fin de cycle, atypique, se caractérisera par : (i) un faible niveau d'inflation, en hausse en Europe, mais pas au point de contraindre la Banque centrale européenne à prendre des mesures énergiques ; (ii) une reprise des investissements afin de satisfaire la demande en hausse des consommateurs à l'intérieur et à l'extérieur de l'Europe et, plus important encore, (iii) la poursuite de la reprise des bénéfices qui a tant marqué l'année 2017. Les entreprises européennes devraient continuer de bénéficier du soutien du levier opérationnel qui s'est amélioré dans le sillage de la grande crise financière et de la crise de la dette souveraine et leur permettra de récolter les fruits d'une augmentation de la croissance des chiffres d'affaires.

Enfin, même si elles semblent avoir atteint leur point culminant en termes absolus, les valorisations sur le marché européen sont assez intéressantes du point de vue relatif, ce qui devrait fournir un élan supplémentaire à la classe d'actifs dans les mois à venir.

Q2 / Quels sont les principaux changements dans vos perspectives d'investissement 2018 en comparaison avec 2017 et pourquoi ?

En 2018, nous estimons que l'environnement de marché restera favorable aux actions européennes. La croissance bénéficiaire devrait être la première source fondamentale de performance aux côtés de facteurs extérieurs (événements macroéconomiques, élections politiques, changements de politique monétaire) susceptibles d'accroître la volatilité et donc, la rotation éventuelle du marché. Plus que jamais, il nous semble essentiel de maintenir une approche équilibrée de la construction de portefeuille qui évite les grands biais de style et se concentre autant que possible sur les opportunités d'investissement idiosyncratiques susceptibles de dégager une croissance bénéficiaire régulière et fiable à moyen terme, indépendamment de la phase du marché.

Les investisseurs devraient à tout le moins commencer de penser à construire leur portefeuille avec une « couverture » pouvant prendre différentes formes en fonction de la stratégie d'investissement choisie. La qualité et la pérennité des modèles d'activités feront, selon nous, office de protection naturelle pour les approches de sélection de titres et devraient être favorisées à ce stade du cycle. Pour d'autres stratégies, une dose de libre choix pourrait être appropriée. Ainsi, nos maîtres-mots pour 2018 sont « équilibre et protection » avec priorité aux opportunités offertes par chaque entreprise.

Q3 / Quels sont les principaux sujets/événements à surveiller pendant l'année et pourquoi ?

Comme nous l'avons dit précédemment, la croissance continue des bénéfices devrait rester le principal catalyseur de hausse du marché, et nous suivrons donc de très près les publications de résultats à venir. D'un point de vue plus macroéconomique, nous considérons que toute initiative des banques centrales concernant leur intention de mettre fin à la relance monétaire est susceptible d'influencer le sentiment du marché. Sur le front politique, la moindre avancée de l'administration américaine sur la réforme fiscale (qui pourrait avoir un impact sur les perspectives bénéficiaires des entreprises américaines) pourrait avoir des répercussions non seulement sur les marchés actions européens, mais également dans le reste du monde. Par ailleurs, 2017 aura été une année charnière dans le paysage politique européen, dans la mesure où le résultat positif aux présidentielles française et, plus récemment, aux

élections allemandes a repoussé le spectre du populisme. Ceci étant dit, l'Italie se rendra aux urnes en 2018, ce qui pourrait être source de volatilité à court terme, tandis que la situation actuelle en Espagne concernant l'indépendance de la Catalogne pourrait déclencher des accès de fébrilité. Enfin, le raffermissement de l'euro pourrait également soutenir les actions européennes, mais nous estimons qu'il pèsera davantage sur le sentiment que sur la capacité bénéficiaire effective.

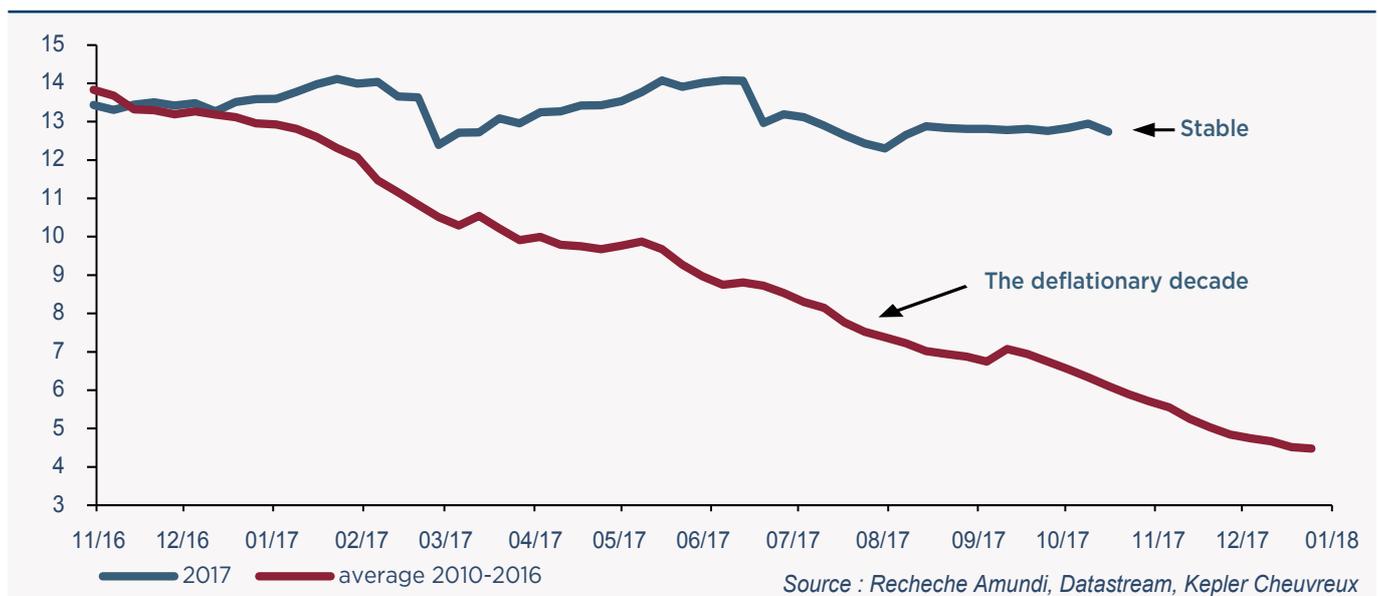
Q4 / Selon vous, quelles sont les principales opportunités et les principaux risques que le marché n'a pas anticipés pour l'année prochaine ?

Selon nous, des événements politiques et macroéconomiques imprévus au niveau mondial pourraient faire dérailler un marché autrement favorable aux actions européennes. La vigueur et l'étendue géographique de la reprise mondiale pourraient bien réserver quelques surprises aux investisseurs en actions, notamment ceux suffisamment rigoureux pour concentrer leurs allocations dans des secteurs qui bénéficieront d'un environnement de marché expansionniste. À ce niveau, les actions sous-évaluées pourraient offrir quelques opportunités intéressantes.

Q5 / Et quelle pourrait être la stratégie visant à atténuer les risques ?

Les principaux risques à garder à l'esprit sont associés à une hausse de la volatilité et à une diminution des corrélations, aussi bien entre les secteurs que sur le marché en général. Notre scénario central mise sur une performance positive de fin de cycle pour les marchés actions, toutefois, compte tenu du risque de rotations brutales, nous recommandons aux investisseurs de se concentrer sur des opportunités idiosyncratiques ou d'envisager de se couvrir contre le risque systémique.

1/ Croissance du BPA par an en glissement annuel (en %)



Marché d'actions japonais

ROMAIN BOSCHER, Co-Directeur du Métier Actions

Q1 / Selon vous, quelle stratégie les investisseurs devraient-ils adopter en termes de positionnement et de budgétisation des risques en 2018 ?

Les conditions macroéconomiques ne devraient pas changer significativement l'an prochain au Japon. Selon nous, la Banque du Japon n'a guère de marge de manœuvre pour renverser la vapeur. Les entreprises nippones devraient enregistrer une hausse de leurs bénéfices, mais les perspectives du consensus indiquent un ralentissement significatif, de 16 % en glissement annuel pour l'exercice fiscal 2017 à 7 % en glissement annuel pour l'exercice fiscal 2018 (nos prévisions sont conformes à celles du consensus), après avoir bénéficié de la reprise économique mondiale. Au niveau des secteurs, malgré des valorisations élevées, nos perspectives sont positives dans l'électronique, les semi-conducteurs et les machines industrielles à la faveur des progrès de l'Internet des objets et de l'impérieuse nécessité de remplacer la main-d'œuvre. Les systèmes avancés d'aide à la conduite (ADAS) offrent des opportunités croissantes dans ces secteurs, aux côtés des smartphones et des jeux. La tendance des véhicules électriques finira par entraîner une transition des

leaders du marché, de l'automobile vers l'électronique. De plus, de nombreuses entreprises ont naturellement commencé à investir dans l'automatisation pour accroître leur productivité (automatisation des chaînes d'assemblage et systèmes de caisses automatiques dans le commerce de détail), en réaction aux changements démographiques à l'œuvre au Japon.

Q2 / Quels sont les principaux changements dans vos perspectives d'investissement 2018 en comparaison avec 2017 et pourquoi ?

Le style de gestion pourrait progressivement s'orienter vers les actions sous-évaluées compte tenu de la décélération de la croissance bénéficiaire en 2018. Les investissements étrangers pourraient favoriser les grandes capitalisations dans la mesure où davantage d'allocataires d'actifs mondiaux reconstituent leur exposition au Japon après la confirmation de la stabilité politique de l'administration Abe.

Q3 / Quels sont les principaux sujets/événements à surveiller pendant l'année et pourquoi ?

Nous voyons quatre grands thèmes à surveiller l'an prochain qui sont susceptibles d'influencer le marché :

1. La BOJ pourrait recalibrer la trajectoire de sa politique. Alors que la Fed et la BCE entament la réduction du bilan pour la première et le tapering pour la seconde, la BoJ pourrait subir des pressions politiques si le yen se dépréciait significativement dans la mesure où il maintient les politiques actuelles « QQE + YCC » (assouplissement quantitatif et qualitatif + contrôle de la courbe des taux). Selon nous, la BoJ a trois options : ancrer le rendement officiellement visé de la BoJ sur une échéance plus courte, réviser à la hausse l'objectif de la BoJ pour le rendement à 10 ans des obligations d'État japonaises ou réduire progressivement ses rachats d'actifs. Le recalibrage de politique mentionné ci-dessus aurait comme principale implication le soutien des banques.
2. La révision du code du travail pour répondre à la pénurie de main-d'œuvre dans le cadre de la réforme de la « manière de travailler ». Le passage aux emplois permanents pourrait entraîner la réduction de l'épargne de précaution, avec un possible impact positif sur les titres de consommation/en relation avec la demande intérieure.
3. Des arguments concernant une nouvelle hausse de la TVA (de 8 % à 10 %) pourraient être avancés. Malgré les déclarations du Premier Ministre Shinzo Abe avant les élections anticipées, une augmentation pourrait avoir un impact négatif prolongé sur la consommation et l'activité, et donc sur les titres de consommation.
4. La sensibilisation accrue à la thématique ESG (Environnement, Social, Gouvernance) pourrait influencer les décisions politiques. Il s'agit d'une tendance mondiale. Le marché commencerait à intégrer les éléments ESG dans les cours à mesure que les entreprises tentent d'intégrer des informations non financières dans leurs processus tout en répondant à la nécessité d'une transparence accrue. Cette situation offre le potentiel de créer des asymétries dans les revenus des entreprises, augmentant l'éventail de sélection et la gestion active.

Q4 / Selon vous, quelles sont les principales opportunités et les principaux risques que le marché n'a pas anticipés pour l'année prochaine ?

Un facteur positif pour le marché et qui n'est pas entièrement intégré dans les cours pourrait être le débat sur l'imposition des bénéfices non distribués, une question qui a été soulevée pendant la campagne électorale. Cela pourrait bien soutenir les dépenses d'investissement et la distribution des bénéfices aux actionnaires et/ou aux employés. En revanche, les marges pourraient fondre sous l'effet de l'explosion des coûts de l'énergie dans un contexte de risques géopolitiques croissants. Ce scénario pourrait se matérialiser si les cours du pétrole s'acheminaient vers le seuil de 70 dollars le baril. Pour atténuer le risque au cours de l'année, il sera essentiel d'appliquer une analyse fondamentale rigoureuse aux aspects financiers et non financiers, et de revoir en permanence la situation des entreprises cibles sur une base économique et bénéficiaire, et en relation avec la manière dont des scénarios alternatifs (positifs et négatifs) pourraient se dérouler.

1/ Migration du leadership : ratios cours/valeur comptable sectoriels et Topix



Marché d'actions américain

MARCO PIRONDINI, Directeur Actions, États-Unis

Q1 / Quelles sont les opportunités d'investissement les plus intéressantes en 2018 ?

Les actions sous-évaluées (ou « Value ») des grandes capitalisations américaines offrent selon nous le meilleur ratio de risque-rendement pour trois raisons :

- Les actions « Value » des grandes sociétés américaines sont plus exposées à la croissance cyclique que les actions de croissance. Le rebond persistant de l'économie américaine et de l'économie mondiale devrait profiter aux actions sous-évaluées aux dépens des actions de croissance.
- La réforme fiscale, si elle est adoptée, sera probablement à l'origine d'une accélération de la croissance économique, profitant ainsi au thème « Value ».
- Le thème « Value » sous-performe le thème de la croissance de plus de 16 % en 2017, les investisseurs privilégiant les titres à forte croissance tels que Netflix et Tesla aux actions sous-évaluées. Cette nette surperformance du thème de la croissance par rapport au thème « Value » ne devrait, selon nous, pas se poursuivre, surtout compte tenu du contexte favorable pour la plupart des secteurs et des actions sous-évalués.

Au sein de l'univers « Value », les financières seront particulièrement performantes car elles devraient bénéficier d'un environnement de relèvement des taux d'intérêt et de la faiblesse du défaut de crédit. Nous pensons en outre que les valeurs technologiques correctement valorisées sont attrayantes étant donné leur exposition à la fois à une économie en expansion et à des tendances de croissance séculaires sous-jacentes, telles que la transition vers l'informatique mobile. À l'inverse, nous sommes moins optimistes vis-à-vis des secteurs sensibles aux taux d'intérêt comme les biens de consommation de première nécessité, les REITS et les services aux collectivités.

Même si l'entrée en vigueur de la réforme fiscale est loin d'être certaine, celle-ci devrait, si elle était adoptée, fournir un coup de pouce supplémentaire à la croissance du PIB. L'allègement des impôts pour les entreprises et les ménages se traduira sans doute par une hausse des investissements et des dépenses privées, ce qui devrait profiter aux actions liées au cycle économique.

Bien que l'environnement soit favorable à l'investissement en actions américaines en 2018, cette perspective comporte des risques. Dans un premier temps, le risque que la Fed procède à des hausses de taux d'intérêt plus offensives que prévu si l'inflation repart à la hausse. Dans un deuxième temps, le risque d'incertitude sur le front de la politique publique et de la géopolitique.

Nous pensons qu'il est aujourd'hui particulièrement judicieux d'investir sur les marchés actions en adoptant une approche de gestion active visant à équilibrer le risque et le rendement.

Q2 / Quels principaux changements avez-vous apporté à vos perspectives d'investissement 2018 par rapport à celles de 2017 et pourquoi ?

Notre approche d'investissement de 2018 diffère essentiellement de celle de 2017 par l'accent que nous portons aux actions qui devraient, selon nous, profiter de la relance économique américaine. Bien que la croissance économique ait été solide en 2017, elle n'a pas été aussi robuste que certains l'imaginaient après les élections présidentielles de 2016. L'économie s'est néanmoins raffermie tout au long de l'année : la confiance des ménages est élevée, l'investissement des entreprises progresse et la productivité augmente. Nous pensons par conséquent que la croissance du PIB pourrait surprendre à la hausse en 2018, et qu'elle pourrait atteindre son plus haut niveau depuis plusieurs années.

Q3 / Quels principaux risques menacent le marché des actions en 2018 et pourquoi ?

Le principal risque pour les marchés actions réside dans l'incapacité du Congrès américain à adopter la réforme fiscale. En cas d'échec de la réforme, nous modifierions nos perspectives pour les actions en 2018. Nous craignons également que les taux d'intérêt soient relevés plus fortement que prévu du fait d'une hausse de l'inflation supérieure aux attentes. Avec un taux de chômage de 4,1 % en octobre, l'économie américaine semble en situation de quasi-plein emploi, si bien que tout nouveau raffermissement de la croissance pourrait entraîner une accélération de l'inflation. Cette situation pourrait entraîner un repli des marchés actions dans l'expectative d'une éventuelle contraction de la croissance économique en 2019. Parmi les autres risques figurent les risques géopolitiques et l'impasse politique à Washington DC.

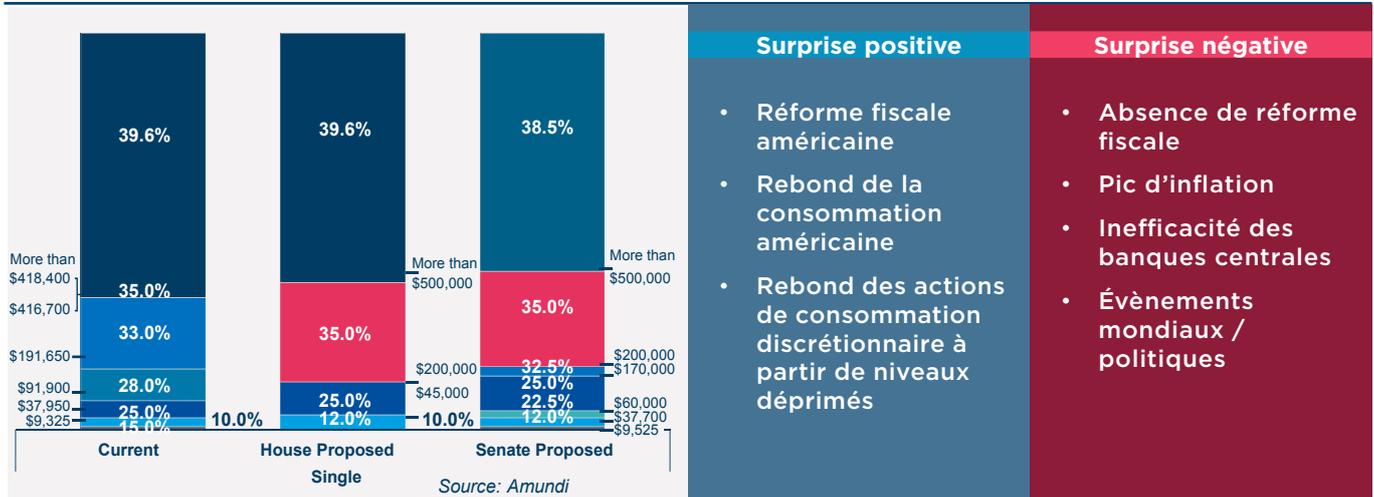
Q4 / Quelle est, à votre avis, la stratégie qui permettrait d'atténuer les risques ?

Il existe deux manières d'atténuer les risques. La première consiste à miser sur la qualité. Les investisseurs doivent se concentrer sur les entreprises affichant un rendement du capital élevé, des avantages concurrentiels durables et un faible niveau d'endettement par rapport à leurs homologues. La deuxième manière d'atténuer les risques passe par la construction du portefeuille, en définissant la taille des positions au niveau des titres, de l'industrie et du secteur afin de maximiser le rendement tout en limitant les risques. L'accélération des taux

d'intérêt étant le principal risque que nous anticipons, l'un des moyens de l'atténuer serait de surveiller de très près les secteurs sensibles aux taux d'intérêt.

1/ **Taux d'imposition effectif de l'indice MSCI USA par secteur: moyenne 2007-2016**

2/ **Éventuelles surprises à surveiller en 2018**



Marchés des actions des pays émergents

MAURO RATTO, Responsable des Marchés émergents

Q1 / **Comment, à votre avis, les investisseurs doivent-ils aborder l'environnement d'investissement en 2018, à la fois en termes de positionnement et de budgétisation des risques ?**

Bien que nous anticipions un ralentissement de la solide dynamique macroéconomique actuelle, nous maintenons des perspectives généralement positives sur les marchés émergents. Les conditions budgétaires et financières, à quelques exceptions près, sont relativement stables dans toutes les régions grâce aux réformes mises en œuvre ces trois ou quatre dernières années, et facilitées dans certains cas par l'embellie de la conjoncture mondiale. L'histoire de la reprise au Brésil en est un bon exemple, car ce pays continue d'offrir des opportunités attrayantes dans les secteurs exposés à la dynamique cyclique (les secteurs de l'énergie, de la consommation et de l'industrie). Sur une base sélective, la Russie constitue également une très belle opportunité. Nous avons salué l'amélioration des pratiques de gouvernance qui ont récemment permis à la plus grande banque du pays de relever ses ratios de distribution de dividendes. Cela pourrait profiter à l'ensemble du marché en termes de prime de risque sur les actions. D'éventuelles surprises pourraient surgir d'Afrique du Sud, en particulier concernant le nouveau leader qui viendra succéder au président Zuma. Ce nouveau leadership pourrait se traduire par une reprise économique portée par les réformes, similaire à celle observée au Brésil. On pourrait appliquer la même analyse au Mexique, où la situation politique est très floue.

La Chine semble à l'aise avec son nouveau modèle de croissance du PIB, qui repose sur une reprise de la croissance domestique alimentée par la consommation, et dans lequel le secteur de la nouvelle économie contribue fortement à la croissance globale. Un modèle amélioré d'entreprise détenue par l'État (SOE) a provisoirement été mis en place. Il a permis de gérer les déséquilibres entre l'offre et la demande dans des domaines clés tels que le secteur des matières premières. Ce nouveau modèle semble pouvoir s'accompagner d'un indice positif des prix à la production (IPP) en 2018, qui est un facteur clé de la transition. Un IPP en territoire positif est effectivement déterminant à la fois pour la rentabilité des entreprises chinoises et pour prévenir l'exportation de nouvelles pressions déflationnistes. Il est également très probable que des mesures restrictives visant à empêcher la formation de bulles seront mises en place dans le secteur de l'immobilier. Ces dernières devront faire l'objet d'une étroite surveillance, car ce secteur est vital pour l'économie et la confiance du marché. Le stock existant de propriétés invendues recule néanmoins sur des niveaux raisonnables: le repli des stocks dans les villes de 2^e et de 3^e catégorie atténuera les effets des mesures restrictives envisagées. Les valorisations foncières sont en effet tendues et l'euphorie des investisseurs est tout aussi préoccupante.

Pour la toute première fois depuis 2010, les marchés émergents affichent des hausses généralisées de leurs bénéfices, le BPA progressant à un rythme à deux chiffres plus proche de 15 % que des 10 % prévus en début

d'année. Cette performance est alimentée par plusieurs facteurs : une reprise dans les secteurs des matériaux et de l'énergie (la hausse des prix des matières premières étant tirée par l'offre et la demande), la pertinence croissante des valeurs technologiques grand public, qui continuent de croître rapidement (à hauteur de 40-50 %), et une nouvelle accélération du secteur industriel, portée par la reprise mondiale synchronisée. Ce scénario devrait se pérenniser en 2018, car nous n'anticipons aucun changement au niveau des perspectives macroéconomiques, ni au niveau politique. S'agissant des valorisations, les marchés émergents semblent toujours attrayants par rapport aux marchés développés, grâce à des valorisations supérieures à la moyenne représentant 12 à 14 fois les bénéfices, les secteurs « Value » de l'économie traditionnelle offrant les meilleures perspectives (valeurs financières, industrielles) dans des pays comme la Chine, le Brésil et le Nigeria. En excluant les valeurs technologiques/de consommation, la valorisation est encore plus attrayante un peu en deçà, ou, sur le niveau de 10x le BPA. Une croissance à un chiffre élevé ou à deux chiffres est attendue en 2018. Les flux se sont nettement améliorés depuis le milieu de l'année dernière, mais continuent d'être dominés par les ETF. La position dominante des ETF explique en partie la surperformance du style « croissance » et la portée limitée d'une réévaluation des stratégies « Value » (la tendance de la capitalisation boursière explique largement les rendements en 2017).

Nous entrevoyons des opportunités au Nigeria, où l'économie est repartie à la hausse grâce à la production de pétrole/la hausse des prix, aux réformes et à l'amélioration du régime de changes, ce qui a permis aux investisseurs de s'engager à nouveau dans le pays. Nous privilégions les banques de Tier 1, qui sont très bon marché par rapport à leur secteur (un ratio cours/valeur comptable de 0,6 pour une rentabilité des capitaux propres de 15-20 %). Nous apprécions les matériaux (le ciment/acier) en Chine grâce aux avantages induits par la réforme de l'offre et à une demande solide tirée par des projets d'infrastructures et un secteur immobilier solide.

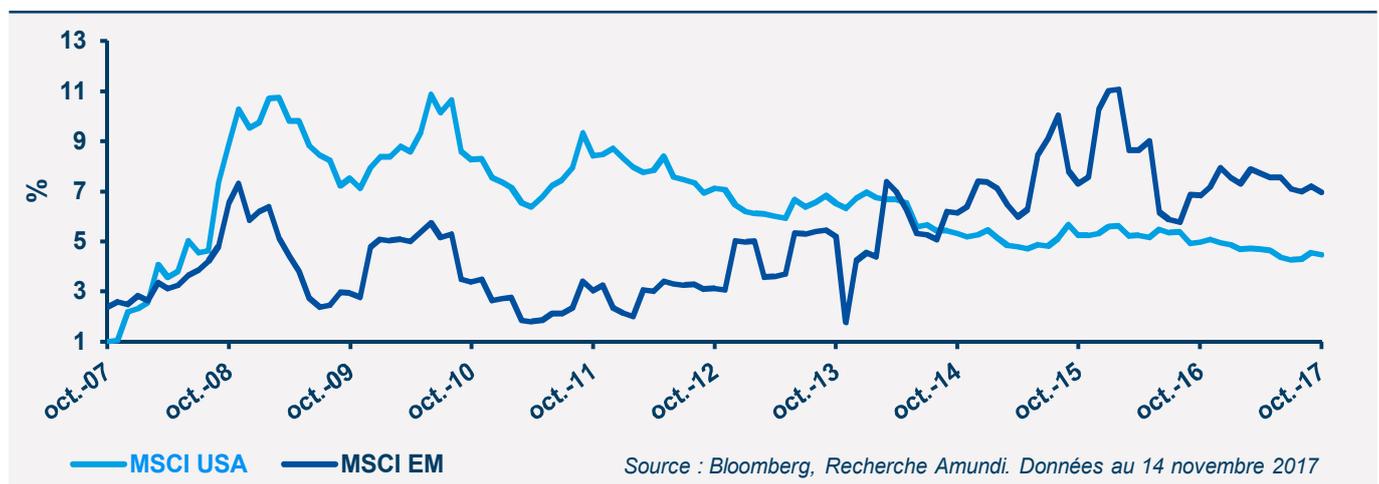
Q2 / Quels sont les principales problématiques/événements à surveiller au cours de l'année et pour quelles raisons ?

S'agissant de l'investissement au sein des marchés émergents, les facteurs externes à surveiller seront l'éventuelle réforme fiscale aux États-Unis et la normalisation des politiques monétaires non conventionnelles aux États-Unis et en Europe. Il est essentiel que les anticipations de réforme fiscale américaine se concrétisent pour soutenir l'idée de rebond mondial synchronisé. Dans un environnement de croissance, la normalisation monétaire entraînera une hausse des taux et une pentification des courbes de rendement, mais nous ne prévoyons pas d'élargissement important des spreads de crédit. En effet, le rebond de la croissance implique une amélioration des bilans, qui prévient ou retarde la hausse des taux de défaut. Si cette prédiction s'avère incorrecte, nous assisterons probablement à une correction significative à la fois des marchés actions et des produits de taux.

L'essentiel de la performance des actions émergentes s'explique depuis vingt ans par une croissance plus rapide du PIB des économies émergentes que de celui des économies développées. Nous nous attendons à ce que les actions des marchés émergents bénéficient de plus en plus de l'amélioration des conditions micro-économiques.

Nous avons tout particulièrement noté l'amélioration visible de la qualité des bénéfices en Asie. Il convient de noter que la performance des marchés asiatiques est portée par la croissance des bénéfices et non par l'expansion des multiples. La croissance des bénéfices est soutenue par une forte génération de flux de trésorerie libre (FCF), et pour la première fois en dix ans, le rendement du FCF est plus élevé en Asie qu'aux États-Unis. Nous nous attendons à ce que la croissance du BPA et l'amélioration de sa qualité (rendement FCF) constituent les principaux facteurs de rendement à la fois en termes absolus et relatifs. L'amélioration observée en matière de gouvernance en Corée du Sud, une fois qu'elle se sera propagée d'autres pays/régions, pourrait devenir la marque distinctive et la pierre angulaire du prochain rebond durable des pays émergents.

1/ Rendement du FCF libre américain par rapport à celui des ME



Q3 / Selon vous, quelles sont les plus grandes opportunités et les risques qui ne sont pas intégrés sur le marché pour la nouvelle année ?

Au-delà des risques géopolitiques anticipés, les politiques de la Fed et leurs implications sur le dollar américain constituent à nos yeux les principaux risques. Sur le plan géopolitique, nous craignons que la Corée du Nord demeure un risque sous-estimé, alors que la situation au Moyen-Orient est certainement une préoccupation plus immédiate. Les événements les plus récents au Liban constituent une sérieuse menace à l'équilibre précaire de la région. Le risque d'une guerre dans la région et les conséquences économiques ainsi que les répercussions des cours du pétrole sur le dollar américain pourraient perturber les fondements du scénario positif présenté jusqu'ici. En ce qui concerne les événements déjà intégrés, nous suivons de près l'issue des prochaines élections au Brésil et au Mexique. Selon notre scénario central, nous continuons de penser qu'un candidat favorable au marché sera le résultat le plus probable dans les deux pays. Nous suivons également de près la situation politique en Afrique du Sud, car les évolutions y sont cruciales pour les perspectives du pays et de ses entreprises.

Q4 / Quelle est, à votre avis, la stratégie qui permettrait d'atténuer les risques ?

Le portefeuille idéal tenant compte des convictions et des risques mis en évidence ci-dessus doit, à notre avis, combiner des titres ad hoc et de qualité dans lesquels tout cas d'investissement apporte autant que possible un risque idiosyncrasique¹. Cet effort de construction de portefeuille doit refléter un cadre macro-économique qui tient compte de tous les sujets abordés jusqu'ici. Nous pensons en ce sens que les investisseurs devraient favoriser les pays dont les fondamentaux sont solides et qui sont moins exposés à un raffermissement du dollar américain ou à une flambée des prix du pétrole. Notre scénario central plaide toujours en faveur d'un cours du pétrole stable sur ou près des niveaux actuels (50-60 USD/baril).

Q5 / Quels principaux changements avez-vous apportés à vos perspectives d'investissement 2018 par rapport à celles de 2017 et pourquoi ?

Selon nous, en 2018, la construction du portefeuille doit être établie en se reposant sur la fin du cycle. Les thèmes à jouer doivent être moins sensibles au levier opérationnel et financier. Conformément à ce dont nous avons parlé, il est important de miser sur certains des thèmes qui renforcent l'aspect qualité, avec un bon potentiel de croissance. La composante « G » d'une approche ESG (Environnement, Social et Gouvernance) pourrait ajouter une valeur significative, surtout à ce stade du cycle. En d'autres termes, nous pensons que les investisseurs devraient moins compter sur un scénario de « croissance » pure, tel que ce fut le cas récemment, et se concentrer davantage sur la qualité et les opportunités dissimulées. À la marge, les scénarios de « restructuration » peuvent également s'avérer intéressants. Dans l'ensemble, nous pensons que dans l'environnement de marché envisagé pour 2018 (moins directionnel, et où les opportunités de valeur relative doivent être exploitées pour générer de la valeur), il sera particulièrement important d'adopter une approche d'investissement intégrée combinant des vues macro- et micro-économiques « bottom-up ». Comprendre cela devrait aider les investisseurs à naviguer sur les thèmes macroéconomiques (mondiaux, régionaux et spécifiques au pays) et les facteurs propres au secteur/action afin de capter le potentiel de hausse sur le marché et de limiter le risque de baisse.

¹ Le risque idiosyncrasique est le risque associé à un investissement particulier du fait des caractéristiques uniques de cet investissement. Le risque idiosyncrasique peut être géré par la diversification au sein d'un portefeuille d'investissement.

Gestion factorielle

L'analyse top down de la recherche Amundi

ERIC MIJOT, Stratégie Actions

Le facteur qualité: le bon compromis pour 2018

Il est trop tôt pour adopter un profil purement défensif. Il est trop tard pour suivre les valeurs de croissance qui sont déjà très chères. Si on ne devait se positionner que sur un seul facteur, la qualité serait sûrement le meilleur compromis. Voici pourquoi en 2 étapes.

Quels facteurs privilégier à ce stade du cycle?

Depuis le retournement des prix du pétrole en janvier 2016 et les efforts de la Chine pour éviter les fuites de capitaux, les marchés d'actions sont repartis à la hausse et se sont resynchronisés, tout comme les économies, dans une phase ii du cycle.^{1 2} Au niveau des styles, cette phase est d'abord favorable au Momentum, puis à la Qualité, avant d'être rejoints par les facteurs Hauts Dividendes et Minimum Volatilité, plus défensifs. Le graphique ne fait pas référence au couple *Value-Growth*; le style *Value* fonctionne bien surtout en phase i, mais il n'existe aucune récurrence solide au sein du cycle court pour le style *Growth*, si ce n'est qu'il surperforme quand des bulles se forment.

Prenons maintenant une photographie de la réalité présente

L'axe vertical de notre *mapping* représente le momentum boursier; si le facteur est positionné en haut, il surperforme le *MSCI World* (en US dollar) et inversement s'il se positionne en bas. L'axe horizontal représente le momentum des profits; Enfin, la taille du cercle fait référence à sa valorisation relative. Les marchés anticipant les profits, le sens logique est le sens de rotation des aiguilles d'une montre. Un code couleur met en évidence 3 types de facteurs: *Value Growth* (valeurs décotées, valeurs de croissance) grandes - moyennes - petites valeurs, puis les autres styles.

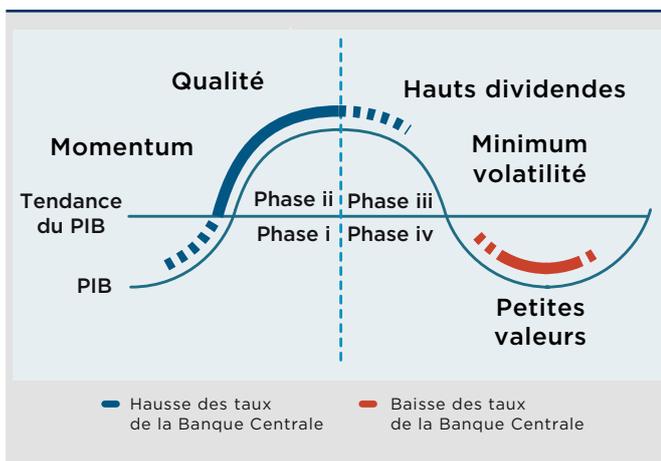
Conclusion

Le style *Growth* surperforme et est cher, ce qui nourrit le scénario de bulle. Le risque de porte de saloon est non négligeable. Plus cycliques, plus domestiques, les petites valeurs sont encore plutôt bien positionnées en Europe et au Japon. Le retour des espoirs de réformes fiscales les stimulent à nouveau aux États-Unis. Toutefois, le bas niveau des *spreads* High Yield et de la volatilité, des marges au plus haut, le M&A qui plafonne aux États-Unis et le retrait progressif des liquidités devraient in fine avoir raison d'elles en 2018. Moins chère que le style *Growth* et moins endettée, la Qualité est le candidat idéal pour prendre le relais du Momentum qui surperforme encore pour de bonnes raisons, puisque les profits sont encore bien orientés. Enfin, les facteurs Hauts Dividendes et Minimum Vol sont à la traîne, tant en matière de rentabilité que de comportement boursier; ce qui corrobore bien notre lecture d'un positionnement des marchés en phase ii.

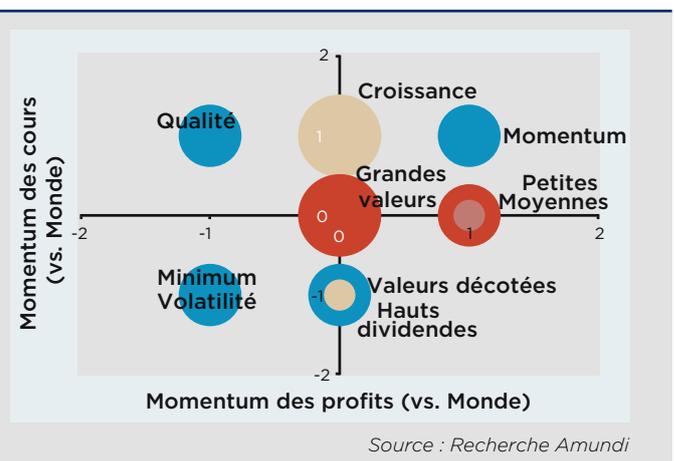
¹ Voir le Discussion Paper: « Cycles courts de l'investissement: notre feuille de route »

² L'Europe et le Japon sont en phase ii. Les États-Unis sont en fait en phase iii depuis la fin du tapering mi-2014, mais la resynchronisation du cycle a généré une sorte de phase ii au sein de la phase iii.

1/ Facteurs: Notre feuille de route



2/ Mapping des facteurs (MSCI Monde)



Stratégies d'investissement des CIO : Q&R

LAURENT TROTTIER, Responsable de la Gestion ETF, Indicielle & Smart Beta

Q1 / Comment les investisseurs pourraient-ils jouer les perspectives d'investissement 2018 à travers des facteurs de risque ?

Les stratégies factorielles permettent aux investisseurs de mettre en œuvre leurs opinions sur le marché d'une manière très transparente et rentable. Il existe en effet une relation étroite entre la performance factorielle et les conditions du marché/macroéconomiques. Un investisseur dont le scénario central serait axé sur la croissance du PIB et sur une politique monétaire accommodante pourrait, par exemple, mettre en œuvre un programme « Value et Momentum ». Les investisseurs doivent néanmoins se concentrer sur la diversification entre les facteurs de risque récompensés et compléter leur allocation en ajoutant des facteurs tels que la « Low Vol » et la « Quality » pour réduire l'éventualité de pertes. Les facteurs « Low Vol » et « Quality » auraient également l'avantage de fournir une couverture contre un éventuel retour de la volatilité sur le marché. En 2018, il sera important de suivre de près le niveau de valorisation des différents facteurs, afin d'éviter toute surchauffe potentielle. Nous remarquons que le facteur « Momentum » a fait figure de coqueluche aux yeux des investisseurs en 2017, tant en Europe qu'aux États-Unis, en raison de son positionnement pro-cyclique. Cependant, une surperformance prolongée du facteur « Momentum » peut entraîner une exubérance des prix et mener à des valorisations tendues. Toute matérialisation du risque entraînerait une rotation rapide des facteurs, ce qui aurait une incidence négative sur la performance des portefeuilles « Momentum ».

Q2 / Quels sont les différents domaines visés à cet égard ?

Avec un scénario central de croissance du PIB et de politique monétaire accommodante, il paraît logique de conserver une exposition aux actions. Cependant, les marchés actions ont progressé assez régulièrement ces dernières années, avec de très faibles niveaux de volatilité. Il est donc crucial pour les investisseurs d'envisager des stratégies asymétriques qui surperformeront au moment où la volatilité reviendra, si tel est le cas, ou qui permettront de réduire le risque de perte. L'autre point à surveiller est la matérialisation croissante des risques ESG et la rapidité croissante de leur impact sur le cours des actions des entreprises. Les répercussions du scandale des émissions sur le secteur de la construction automobile en sont le parfait exemple. Nous notons en outre un nombre croissant de réglementations et d'initiatives de marché visant à s'attaquer aux problèmes climatiques/environnementaux. Les investisseurs sont de plus en plus nombreux à nous demander de prendre en compte les critères ESG au sein de leurs portefeuilles passifs et factoriels, preuve de l'importance croissante de ces risques pour les détenteurs d'actifs. Cette tendance peut contribuer à améliorer le comportement de l'entreprise qui alimente, comme nous avons pu l'observer, un cercle vertueux.

Correlation des performances relatives vs. MSCI World

	Qualité	Valeur	Taille	Volatilité minimum	Momentum
Qualité	100 %				
Valeur	-54 %	100 %			
Taille	-31 %	29 %	100 %		
Volatilité minimum	39 %	-30 %	-18 %	100 %	
Momentum	32 %	-22 %	17 %	35 %	100 %

1/ Mapping de nos facteurs de risques



Portefeuille actifs réels

L'analyse top down de la recherche Amundi

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

L'environnement macroéconomique et financier tel qu'il est décrit par nos équipes de recherche et de gestion reste favorable aux actifs réels :

- **Une croissance plutôt solide et résiliente** : croissance autour de son potentiel aux États-Unis, stabilisation relative en Chine, regain de vigueur en zone euro (avec un repli du taux de chômage et une reprise de l'investissement), amélioration du commerce mondial, monde émergent encore en progression avec, en outre, la Russie et le Brésil qui sortent de récession... ;
- **Des politiques monétaires encore accommodantes**, mais qui ont commencé à subir des inflexions, États-Unis et zone euro en tête ;
- **Des résurgences de craintes d'inflation**, certes modérées, mais qui ne manqueront pas de redonner de l'intérêt aux classes d'actifs protectrices, comme on peut en trouver dans le monde des actifs réels ;
- **Des hausses de taux modérées.**

Attention toutefois : sous le vocable « actifs réels » se cachent des sous-classes d'actifs très différentes. On parle souvent d'immobilier (qui comprend à lui seul de nombreuses sous-classes d'actifs), de private equity, de dette privée, de hedge funds, mais aussi de matières premières, de ressources naturelles ou encore d'obligations indexées sur inflation. Autant dire qu'il ne s'agit pas d'un bloc homogène, ce qui en fait toute sa richesse. En un mot :

- Il y a de nombreuses classes et sous classes d'actifs dont le positionnement sur un cycle économique ou un cycle d'inflation est différent ;
- Les faibles corrélations entre ces sous-classes d'actifs confirment l'intérêt de les considérer séparément (en complémentarité), et non en bloc (en substituabilité) ;
- Ces faibles corrélations incitent également à considérer les sous-classes d'actifs à différentes étapes du cycle, et non de façon uniforme.

Le tableau ci-dessous rend compte de cette réalité (il présente, à titre indicatif, le positionnement des différentes classes d'actifs dans des cycles « traditionnels ») :

	Accélération de la croissance et accélération de l'inflation	Ralentissement économique et accélération de l'inflation	Contraction économique et ralentissement de l'inflation	Accélération économique et ralentissement de l'inflation
Classes d'actifs traditionnels	<ul style="list-style-type: none"> • Actions • Emprunts d'État 	<ul style="list-style-type: none"> • Or • Actions 	<ul style="list-style-type: none"> • Emprunts d'État 	<ul style="list-style-type: none"> • Obligations d'entreprises • Actions émergentes • Emprunts d'État
Classes d'actifs réels	<ul style="list-style-type: none"> • Matières premières • Immobilier • Dette privée • Capital de développement • Buyout 	<ul style="list-style-type: none"> • Obligations indexées sur inflation • Immobilier 	<ul style="list-style-type: none"> • Restructuration • Dette en détresse 	<ul style="list-style-type: none"> • Capital de développement • Buyout • Restructuration • Dette en détresse • Immobilier • Dette privée

D'autres caractéristiques essentielles doivent être mentionnées :

- Ces actifs permettent de contourner l'environnement de taux bas ;
- Ils permettent de se protéger contre l'inflation, notamment grâce à la récurrence de leur *cash flows* et à leur mode d'indexation ;
- Ils permettent aussi de bénéficier de corrélations intéressantes...
- L'intégration des actifs réels (immobilier, private equity et dette privée) dans un portefeuille diversifié permet enfin de mieux vivre les périodes de crise. Selon nos travaux ; l'ajout en termes de diversification et la captation de primes de liquidité améliorent en effet les indicateurs de risque des portefeuilles (maximum *drawdown*, temps de récupération des *drawdowns*...).

Rappelons enfin que les **investisseurs institutionnels sont encore sous-investis**. Ils sont en effet très en deçà de leurs cibles, et cela est vrai pour l'ensemble des classes d'actifs, et surtout pour l'infrastructure. Ce sous-investissement peut être expliqué de plusieurs manières :

- L'abondance de capital,
- Un taux de déploiement du capital moins élevé qu'auparavant,
- La rareté relative (offre vs. demande) des « deals »,
- Des valorisations élevées dans certains pays majeurs,
- Des pays proches de la fin de cycle,
- La perspective (la crainte) de remontée des taux américains,
- Des risques géopolitiques plus grands.

Malgré cela, les tendances restent intactes. Si l'on se fie aux enquêtes les plus récentes (Preqin 2017), quatre classes d'actifs réels devraient faire l'objet d'investissements plus ambitieux dans les années à venir : le private equity (48 % des investisseurs prévoient d'allouer une plus grande portion de leur portefeuille dans cette classe d'actifs contre 6 % qui prévoient de la réduire), l'immobilier (36 % vs. 10 %), les infrastructures (53 % vs. 11 %), et enfin – et surtout – la dette privée (62 % vs. 8 %). La classe d'actifs hedge funds est la seule qui semble devoir être délaissée pour les années à venir (31 % des investisseurs prévoient des désinvestissements, contre 15 % qui prévoient d'investir davantage).

Stratégies d'investissement des CIO

PEDRO ANTONIO ARIAS, Directeur du Pôle Actifs Réels et Alternatifs

Nous pensons que la demande en actifs réels dans les pays développés et émergents restera soutenue par les conditions de marché, ainsi que par des facteurs structurels. Les investisseurs affichent un biais net en faveur des actifs non cotés illiquides, où les levées de fonds ont renoué avec leur niveau d'avant-crise avec 600 milliards USD d'investissements dans le private equity, l'immobilier, la dette privée et les infrastructures en 2016. L'actif sous gestion de ces classes d'actifs a atteint un plus haut record à 7700 milliards USD en 2016, et d'après les estimations de PwC, le marché des actifs dits « alternatifs » devrait peser entre 13600 et 15300 milliards USD en 2020¹. Dans un environnement caractérisé par des rendements faibles et une demande structurellement élevée pour les produits de revenu, nous pensons que les investisseurs vont probablement chercher à diversifier leurs expositions de portefeuille pour capter la prime d'illiquidité et augmenter leur performance. En plus de ces facteurs, la réglementation prudentielle (Solvabilité II pour les assureurs, Bâle III pour les banques) et l'évolution de la démographie (espérance de vie, urbanisation) contribuent à orienter la demande en sources de financement alternatives pour compléter l'intermédiation bancaire dans l'économie réelle.

Dans la perspective de la hausse des taux d'intérêt à moyen terme qui suivra l'accélération de la croissance et de l'inflation, les actifs réels peuvent être considérés comme une couverture contre l'inflation dans un horizon plus éloigné. Dans cette optique, l'immobilier et l'infrastructure représentent les stratégies les plus intéressantes. Les actifs réels peuvent aussi être considérés comme un substitut possible aux obligations, même s'ils présentent un risque de liquidité plus élevé, à ne pas négliger. En réalité, certains actifs réels bénéficient d'un modèle de flux de trésorerie très prévisible dans un cadre contractuel rigoureux (dette privée, immobilier core/core+, infrastructure).

■ DETTE PRIVÉE

La dette privée est un segment de l'univers obligataire traditionnel utilisée dans le continuum du crédit pour couvrir les actifs résultant de la désintermédiation du marché bancaire. Ce marché a connu une forte croissance ces cinq dernières années. Nous estimons que le financement des entreprises en Europe a dépassé 100 milliards d'euros l'année dernière. Depuis la crise de 2008, l'offre de crédit des banques a été extrêmement limitée par les réglementations nationales et internationales, telles que Bâle 3. Dans un tel contexte de taux longs et extrêmement bas, de nombreux investisseurs recherchent des rendements et la diversification que procure la classe d'actifs de dette privée.

La dette privée a des moteurs similaires à ceux des titres obligataires avec des flux de trésorerie stables et prévisibles et une préservation du capital. Cependant, elle capte d'autres primes de rendement (sourcing, complexité, taille, etc.) et accroît la diversification, réduisant ainsi les risques de concentration pour les portefeuilles de crédit ayant accès aux actifs d'entreprises et aux actifs réels (immobilier, infrastructure, aéronaves, etc.), non disponibles sur les marchés traditionnels de la dette.

■ IMMOBILIER

La performance immobilière est affectée par deux facteurs principaux: la valorisation des propriétés et les variations de loyers. La reprise économique européenne pourrait favoriser l'immobilier car la demande d'espace de la part des locataires devrait augmenter, entraînant une hausse des loyers comme cela est largement attendu en France. Les évolutions locatives pourraient devenir le nouveau moteur de la performance immobilière, alors que les cinq dernières années ont vu les prix de l'immobilier essentiellement portés par les compressions de rendement. Les prix pourraient toutefois être affectés par une hausse potentielle des taux d'intérêt en Europe, pour certains actifs, malgré la préservation attendue d'une prime de risque immobilière attractive. Les investisseurs doivent tenir compte du fait que l'immobilier couvre un large éventail de stratégies (core, core+, valeur ajoutée à opportuniste) avec une grande hétérogénéité des actifs (bureaux, commerces, logistique, résidentiel). Chacune de ces spécificités a un impact à la fois sur le profil d'investissement et la stratégie de sortie, et donc sur sa liquidité. Selon nous, les stratégies actives de gestion immobilière (par exemple, leasing, rénovation ou rénovation totale) sont plus cruciales que jamais pour faire face aux valorisations élevées actuelles et au risque futur de hausse des taux d'intérêt.

■ PRIVATE EQUITY

Le private equity est l'une des classes d'actifs les plus performantes de l'histoire de la gestion d'actifs, avec une prime d'illiquidité attrayante (jusqu'à 400 points de base par rapport aux marchés d'actions cotés locaux comparables). Fort de cette solide performance historique, le private equity est devenu la deuxième plus importante catégorie d'actifs alternatifs avec 2500 milliards USD d'actifs sous gestion. Cette popularité a incité les investisseurs à engager des sommes sans précédent, mais encore non investies: la poudre sèche dans le private equity a atteint un niveau record de plus de 800 milliards USD. Nous nous demandons donc si les bonnes performances de la classe d'actifs peuvent être maintenues à une époque où les transactions coûtent cher, et, si les gérants de private equity peuvent trouver de nouvelles opportunités d'investissement intéressantes. Des valorisations élevées peuvent être bénéfiques aux gérants de fonds qui peuvent clôturer leurs investissements aux prix actuels. Dans l'ensemble, les investisseurs doivent garder à l'esprit que la création de valeur dans cette catégorie d'actifs nécessite du temps et que le private equity ne doit pas être utilisé à un horizon d'investissement inférieur à 10 ans. En récompense de cette forte illiquidité - et aucun remboursement avant sept ans en moyenne - nous pensons que le private equity reste la meilleure solution d'investissement d'optimisation des rendements.

■ INFRASTRUCTURE

Dans les prochaines années, les responsables politiques vont donner la priorité à une transition vers une reprise moins cyclique, mais plus structurelle: investir dans les infrastructures peut donc être un moyen intéressant de diversifier les risques et d'accroître les performances. La satisfaction des investisseurs vis-à-vis de la classe d'actifs a atteint son plus haut niveau en trois ans, 89 % des investisseurs ayant désormais une opinion positive de la classe d'actif. La demande pour ce type d'investissement étant très élevée, il est capital d'opérer une sélection pour identifier de bonnes opportunités à un prix raisonnable. La classe d'actifs est très hétérogène, certaines solutions d'infrastructure sont risquées par nature parce qu'elles sont liées aux cycles économiques ou au prix des matières premières (par exemple, les aéroports, le secteur pétrolier, l'exposition des commerçants), tandis que d'autres offrent d'excellents flux de trésorerie prévisibles, en raison d'un cadre contractuel à long terme très robuste (par exemple, la transition énergétique française). Il est cependant complexe d'investir dans cette classe d'actifs - notamment en termes de liquidité et de sortie: certains actifs d'infrastructure peuvent être vendus en quelques mois, d'autres bénéficient de conditions fiscales ou réglementaires particulières et doivent être conservés pendant 20 ans.

¹ Analyse PwC Market Research Centre établie à partir des données de Preqin, HFR et Lipper. Rapport PwC publié en juin 2015: « Alternative Asset Management 2020 - Fast forward to centre stage ». Toutes les autres données fournies dans cette page proviennent de Preqin.

Prévisions & « expected returns »

Tendances à long terme: croissance vs. stagnation séculaire, mégatendances, géopolitique et dettes publiques... Les grands thèmes structurels

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

Dans les pages qui précèdent ont été développés nos scénarios pour 2018 et au-delà, ainsi que les thèmes d'investissement, les facteurs de risque, et les stratégies mises en place dans les différents portefeuilles. Tout cela repose sur des convictions, des prévisions, des valorisations d'actifs, des impacts potentiels des différents facteurs de risque et donc des allocations de risque. Mais au-delà des prévisions et des scénarios pour les 2/3 ans à venir, se posent d'autres questions cruciales, à plus long terme cette fois. La réponse à ces questions détermine les vues à 10 ans recensées dans les tableaux de prévisions et d'expected returns.

Q1 / Est-on réellement entré dans une ère de stagnation séculaire (voire même de déflation séculaire) ?

C'est une question cruciale car si tel est le cas, non seulement l'embellie actuelle de la croissance globale serait de faible ampleur, mais elle serait en outre peu durable. Les facteurs qui conduisent à la stagnation séculaire sont désormais bien connus : i) la démographie et le vieillissement de la population, ii) le repli des gains de productivité, iii) le coût grandissant et clivant de l'éducation, iv) le poids de la dette (publique et privée) et le « deleveraging » qui contraignent les politiques pro-cycliques (politiques budgétaire et fiscale en particulier), v) les politiques monétaires (dont l'efficacité est réduite et les marges de manœuvre désormais inexistantes), vi) la globalisation (qui pousse à la baisse des salaires réels notamment). Une façon simple de calculer la croissance potentielle est de prendre en compte l'évolution de la force de travail (la population en âge de travailler) et les gains de productivité. On montre ainsi aisément la baisse généralisée de la croissance potentielle, plus prononcée dans certains pays du fait de la démographie (la Chine par exemple, vieille avant d'être riche), et dans d'autres à cause du repli des gains de productivité (États-Unis). C'est une méthode simple, mais dont les résultats sont incertains, et en particulier à cause de la composante productivité. Plusieurs « écoles » s'affrontent : certains auteurs considèrent qu'il n'est pas possible de mesurer correctement cet indicateur ; d'autres considèrent que les écarts entre entreprises, secteurs, régions et pays troublent le message global ; d'autres avancent l'idée que la mise en application des nouvelles technologies prend du temps, et que l'impact sera visible dans quelques années seulement ; d'autres affirment que la première phase de l'innovation se traduit par des « destructions (immédiates) créatrices » à terme, et d'autres enfin estiment que les effets de la troisième révolution industrielle liée aux NTIC (Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication), qui a débuté dans les années 60, seraient désormais (déjà) terminés. Au total, les calculs de croissance potentielle sont peu fiables, car trop dépendants d'une composante sujette à débats. Raisonner en termes de croissance potentielle paraît bien hasardeux. Il faut nuancer tout cela. Non seulement les facteurs de stagnation / déflation n'ont pas tous la même portée, mais ils ne s'appliquent pas non plus à l'ensemble des pays. Certains sont très présents, d'autres moins cruciaux actuellement. D'autres peuvent être corrigés par des actions de politique économique. **Au total, il nous paraît raisonnable de miser sur une amélioration des conditions de productivité, mais compte tenu du poids de certains facteurs structurels évoqués plus haut, la croissance long terme ne devrait pas fortement progresser.**

Q2 / Quels sont, parmi les nombreux facteurs qui sous-tendent la stagnation séculaire, ceux qui sont durables, et ceux qui ne le sont pas ?

Répondre à cette question permet de mieux préciser les pays ou les zones en danger de stagnation séculaire, et ceux qui pourront éventuellement s'en affranchir durablement. Le tableau ci-après montre l'état du débat et nos convictions.

Au total, **les craintes de stagnation séculaire sont plus légitimes dans les pays avancés que dans les pays émergents (hors Chine) et les pays en développement**¹. Mais certains facteurs structurels ne sont pas une fatalité : des mesures correctrices sont possibles.

¹ Les plus pessimistes vont néanmoins encore plus loin et font référence à la déflation séculaire, considérant déflationnistes les facteurs mentionnés ci-dessus. Les progrès techniques (nouvelles technologies, informatique, robotique...) seraient donc globalement déflationnistes car ils permettent de produire beaucoup plus et bien mieux avec de moins de salariés (thème de la « croissance sans emploi »). Les politiques de rigueur ou d'austérité budgétaire et fiscale et de politiques de revenus extrêmement stricts (souci de compétitivité notamment) seraient également déflationnistes car elles auraient pour objectif quasiment unique de permettre le paiement des intérêts de la dette.

	Facteur réel de stagnation	Facteur durable? Notre conviction
Gains de productivité		
Progrès technologiques	Débat sur les gains de productivité (trop faibles)	Sans doute pas durable
Disruptions	Destruction créatrice vs. création destructrice	Disruption, un phénomène durable... et des opportunités de croissance séculaire
Démographie		
Vieillesse	OUI, surtout dans les pays développés, la Chine... L'Afrique en situation plus favorable	Durable... enjeu de l'immigration qui peut atténuer les tendances (L'Allemagne un bon exemple)
Infrastructure	Ce facteur aurait pu être plus favorable à la croissance (retard pris par rapport aux besoins)	Devrait devenir un facteur positif pour la croissance
Inégalités		
The « Global divide »	OUI / creusement des inégalités de richesse	Pas durable car politiques salariales et fiscales correctrices probables
The « Digital divide »	OUI / inégalités d'accès au digital	Pas durable car actions correctrices probables
Éducation	OUI notamment aux États-Unis	Durable sans actions correctrices
Globalisation		
Pays avancés vs. pays émergents et pays en développement	Redistribution de croissance et de richesse en faveur de pays émergents et des pays en développement	Durable
Endettement		
Montagne de dettes	OUI mais est-ce une cause ou une conséquence?	Durable... et une large partie du <i>deleveraging</i> reste à faire
Politiques monétaires		
Taux ultra-bas et QE	OUI mais est-ce une cause ou une conséquence?	Politiques monétaires parvenues à leur terme

Q3 / Comment un investisseur peut-il éviter l'environnement de taux bas et de craintes de stagnation séculaire? Qu'apportent les mégatendances aux investisseurs de long terme?

Les mégatendances sont des changements structurels qui impactent la société, l'économie, la vie politique, notre vie de tous les jours. Elles représentent des ruptures, des « disruptions », et donc des opportunités d'investissement. Elles ont 3 caractéristiques majeures : i) des effets de grande ampleur, ii) des effets durables, et iii) des effets globaux. Les mégatendances peuvent être regroupés sous quatre rubriques : i) la démographie, ii) la technologie, iii) l'environnement et iv) les valeurs sociales, comportementales, éthiques.

Investir dans les mégatendances présente dans l'environnement actuel plusieurs avantages : c'est un bon moyen d'investir dans les futurs « gagnants », de sortir des benchmarks (composés des gagnants des dernières décennies), de sortir des thèmes de stagnation séculaire (croissance faible, environnement à taux bas) et de mieux s'exposer à la croissance séculaire, en réduisant l'exposition aux facteurs purement cycliques et bénéficiant d'approches thématiques. C'est aussi un bon moyen de trouver un rapport risque / rendement plus favorable, et d'investir là où le risque est encore rémunéré.

Q4 / Comment sort-on à terme des situations d'accumulation de dettes?

Le niveau d'endettement continue de poser problème car il contraint les politiques économiques et surtout parce que le véritable désendettement est encore à venir. Certains pays font face à une montagne de dette publique (le Japon et la Grèce en sont de bons exemples); pour d'autres, c'est l'endettement privé qui pose problème (celui

des entreprises en Chine ou en Suède, celui des ménages et entreprises au Danemark ou en Corée par exemple), d'autres enfin sont contraints à la fois par l'endettement privé et par l'endettement public (Irlande, Espagne, Portugal, Singapour). La seule voie pour éliminer / réduire les primes de risques liées à la solvabilité des États réside dans le retour de la croissance, la reprise de l'inflation, et le maintien des taux réels bas. Il est bien difficile d'avoir tout cela en même temps, et même plus simplement d'avoir une partie de ces conditions remplies actuellement : en l'absence d'une telle configuration, cinq solutions alternatives se dessinent : 1) le défaut, 2) la restructuration, 3) la monétisation de la dette, 4) la poursuite des programmes d'achats d'actifs (pouvant conduire à terme à des effacements croisés de dettes) ou 5) la mutualisation des dettes, dans le cas de la zone euro (ce qui représenterait un saut supplémentaire vers le fédéralisme). Dans le contexte actuel, on peut réellement douter du saut vers le fédéralisme, ce qui revient à miser sur la recherche de la croissance et le maintien d'un bilan BCE élevé pendant encore quelque temps.

Q5 / Doit-on intégrer de façon permanente les risques géopolitiques ?

Une caractéristique de la période actuelle et à venir réside dans l'importance des risques politiques et géopolitiques. Ceux-ci sont tellement importants et récurrents qu'ils font désormais partie du paysage naturel et doivent être intégrés dans les constructions de portefeuille comme des risques permanents. La montée du protectionnisme et plus généralement du « populisme » n'est pas un phénomène mineur ou isolé, et ce d'autant plus que se sont considérablement creusées les inégalités entre pays, et à l'intérieur des pays. Avec la montée des économies émergentes (Chine et Russie en tête) se profilent également de nouveaux types de relations internationales, avec un déplacement de la puissance économique et politique vers ces économies. Le commerce mondial et plus généralement la globalisation ont été depuis le début des années 2010 des victimes de ce nouvel équilibre. Cela peut-il (doit-il?) être extrapolé ?

A long terme, plusieurs scénarios se dessinent, avec deux situations extrêmes: 1) une tendance à l'auto-centrisme ou 2) une plus grande coopération internationale. Nous assistons depuis quelques années à une montée des tensions entre États et à l'intérieur de ceux-ci. La combinaison des tensions entre États et des risques terroristes est en train de donner naissance à un monde fragmenté et sur la défensive, avec des États qui cherchent à se protéger des problèmes extérieurs, formant ainsi des "îles" dans un océan d'instabilité. Un auto-centrisme grandissant conforterait le repli du commerce mondial et la faiblesse de la croissance, et donc des taux d'intérêt. Une plus grande coopération internationale serait de nature à donner une plus grande impulsion à la croissance.

Q6 / Quel scénario pour les années à venir ?

Pour les années à venir, il nous semble raisonnable de miser sur la situation suivante :

- **Une croissance structurelle plus faible qu'avant la grande crise financière ;**
- Une inflation basse, mais qui devient graduellement un sujet de préoccupation plus présent, du fait du partage de la valeur ajoutée (salariés contre actionnaires), de la **fin de la désinflation /déflation** exportée par la Chine dont le rôle et l'influence vont encore se transformer... etc... ;
- Des taux d'intérêt plus élevés qu'aujourd'hui, mais qui restent faibles au regard des standards historiques (**l'équilibre économique actuel justifie des taux d'équilibre plus bas qu'avant**) ;
- Ceci dit, l'environnement de croissance plus forte, de remontée probable des anticipations d'inflation et d'inflation, de fin progressive des programmes d'achats d'actifs des banques centrales... tout cela plaide pour **une remontée des taux courts et longs**. Même si celle-ci, hors choc majeur, est modérée, cela nous paraît devoir être la **tendance de fonds** pour les prochaines années ;
- **Le maintien des risques politiques et géopolitiques à des niveaux élevés**, avec tensions (et crises) restant des phénomènes permanents ;
- **Un environnement marqué par des transformations significatives**: mégatendances, disruptions technologiques... ;
- **Des risques sous-jacents importants**: la faible volatilité actuelle, des taux très bas, des spreads de crédit serrés, des valorisations parfois jugées excessives... tout cela indique qu'une phase de correction interviendra nécessairement au cours des trimestres – années à venir. **Les marchés financiers vivent régulièrement dans des phases de complaisance... nous sommes actuellement dans l'une d'entre elles.**

« Expected returns » : perspectives à court terme et à long terme

DELPHINE GEORGES, Stratégie Multi-Asset

VIVIANA GISIMUNDO, Responsable Adjointe du Conseil aux Institutionnels

Monétaire

La rentabilité espérée pour un placement à court terme renouvelé sur les différentes périodes de détention (1 an, 3 ans, 5 ans 10 ans) repose sur notre prévision de trajectoire des taux de politiques monétaire à moyen terme et à long terme. Dans la zone euro, la rentabilité nominale attendue du cash sur 10 ans est faible, à 0,8 % par an en moyenne, car elle est fortement influencée par la lente et difficile normalisation de l'inflation en zone euro et par la prudence des perspectives de croissance à long terme. Notre trajectoire de politique monétaire découle de notre estimation du taux directeur réel d'équilibre (défini comme le taux réel compatible avec le plein-emploi et une inflation stable à moyen terme) et de la projection d'une trajectoire de normalisation vers ce taux réel d'équilibre. Pour la zone euro, nous prenons en compte un taux réel neutre à -1 % depuis 2009 (à peu près égal aux estimations de la BCE) contre 1 % avant 2009 et nous faisons l'hypothèse d'un taux à 0 % à plus long terme. Concernant la normalisation des taux d'intérêt vers des taux neutres, la règle de Taylor indiquerait une première hausse de taux début 2019 sur la base des projections économiques de la BCE et de notre estimation du taux d'équilibre. La dernière étape de l'estimation consiste à intégrer une prévision d'inflation, notre projection étant de 1,7 % sur 10 ans dans la zone euro et de 2 % aux États-Unis.

Obligations

Dans notre cadre d'analyse, la rentabilité espérée sur les 10 prochaines années pour les bons du Trésor américain s'établit à 2,6 %, tandis que nous projetons une performance de 1,2 % par an en moyenne pour les emprunts d'État de la zone euro, une rentabilité faible compte tenu des valorisations tendues sur les obligations d'états et du faible niveau des rendements obligataires aujourd'hui. Ces hypothèses s'appuient sur un scénario de hausse modérée des rendements obligataires. En nous reposant sur la trajectoire attendue des taux réels de court terme, nous formons notre prévision de trajectoire des rendements obligataires à moyen et long terme en ajoutant le niveau d'inflation attendu sur la période de détention et une prime de terme nominale dont nous supposons qu'elle restera faible. Ce calcul nous mène à notre scénario de hausse modérée des rendements obligataires. La prime de terme correspond au rendement supplémentaire que les investisseurs exigent pour détenir une obligation de long terme plutôt que de renouveler une obligation à court terme, elle peut être décomposée en une prime d'inflation et une prime liée à l'incertitude sur les taux réels. Cette prime de terme rester modérée selon nous dans un environnement projeté de taux réels bas et de faible inflation.

Crédit

Les performances attendues des obligations d'entreprises restent faibles, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, pénalisées par un environnement de faibles taux d'intérêt et de *spreads* de crédit très resserrés. Les obligations IG en USD devraient signer une performance de 3,6 % par an sur une période de 10 ans, tandis que les obligations

Prévisions recherche Amundi			
	Niveau actuel	Prévision à un an	Niveau d'équilibre
Taux courts			
US	1,25 %	2,0 %	2,8 %
Euro	-0,3 %	-0,3 %	1,7 %
Rendements obligataires			
US 10y	2,33 %	2,7 %	3,5 %
UK 10y	1,26 %	1,3 %	2,7 %
Japan 10y	2,50 %	0,0 %	1,1 %
German 10Y	0,33 %	0,9 %	2,4 %
Spreads zone euro vs Allemagne			
France 10Y	23	40	50
Italy 10y	136	140	130
Spain 10y	116	100	80
Spreads de crédit			
Investment Grade Euro	87	90	105
Investment Grade US	104	110	130
Spreads de High Yield			
High Yield Euro	238	260	350
High Yield US	357	390	450

IG en EUR devraient atteindre 1,3 % par an, des performances inférieures à la moyenne historique et proche des plus bas historiques. La prime de crédit sera par conséquent modérée à l'avenir: la surperformance par rapport aux emprunts d'État devrait être de 1 % pour les obligations IG en USD contre les bons du Trésor américain et de 0,7 % pour les obligations IG en EUR contre les obligations allemandes.

Actions

Nous prévoyons une prime de risque intéressante (à savoir, une surperformance par rapport aux obligations) pour les actions de la zone euro malgré une incertitude accrue quant aux perspectives macroéconomiques, les investisseurs se demandant si l'environnement actuel est cyclique ou structurel. La valorisation des actions de la zone euro est attractive par rapport à celle des emprunts d'État. Nous anticipons en outre sur les 3 prochaines années une surperformance des actions de la zone euro, soutenues par une amélioration de la rentabilité des entreprises. Les actions américaines devraient dégager une performance proche de la moyenne historique, mais leur surperformance par rapport aux obligations est moins intéressante, les taux américains ont en effet grimpé et les actions américaines ont surperformé alors que l'Europe est restée en retrait.

	Rentabilité espérée			
	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Actifs en devise locale				
Obligations souveraines				
Tnote 10 ans	-0,3 %	1,0 %	1,5 %	2,6 %
Gilt 10 ans	4,4 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %
Japon 10 ans	0,8 %	0,0 %	0,2 %	0,2 %
Indice US Bond-JPMTUS	0,3 %	0,6 %	1,7 %	2,7 %
Euro hard core/Bund 10 ans	-4,1 %	-1,8 %	-0,5 %	0,6 %
Euro semi core/OAT 10 ans	-4,4 %	-1,8 %	-0,3 %	1,0 %
Indice EMU Bond - Core-JPMTWG	-3,6 %	-1,9 %	-0,7 %	0,4 %
Italie 10 ans	-2,8 %	0,2 %	1,0 %	1,9 %
Espagne 10 ans	-2,1 %	0,5 %	0,9 %	1,8 %
Zone euro Peripherique	-2,5 %	0,3 %	0,9 %	1,8 %
Zone euro	-2,9 %	-0,8 %	0,2 %	1,2 %
Indice EMU Bond - Peripherie-JPMTIT	-1,1 %	0,5 %	0,7 %	2,0 %
Indice EMU Bond AM - JPMGEMUI	-2,3 %	-0,7 %	0,0 %	1,3 %
Barclays Obligations monde	-0,1 %	0,3 %	0,8 %	1,3 %
Monétaire				
Euro	-0,3 %	-0,1 %	0,3 %	0,8 %
US	1,7 %	2,0 %	2,2 %	2,6 %
Crédit				
Crédit Euro IG	-2,1 %	-0,9 %	-0,5 %	1,3 %
Crédit US IG	0,1 %	0,4 %	2,6 %	3,6 %
Barclays Euro Aggregate	-2,7 %	-0,8 %	0,1 %	1,1 %
Barclays US Aggregate	0,4 %	1,0 %	2,1 %	3,0 %
Barclays Global Aggregate	-0,1 %	0,4 %	1,2 %	1,9 %
Obligations haut rendement				
Obligations haut rendement euro	-0,8 %	0,1 %	0,0 %	1,9 %
Obligations haut rendement USD	1,8 %	2,3 %	2,3 %	3,7 %
Dette Emergente				
Dette émergente	1,2 %	2,6 %	4,0 %	5,5 %
Actions				
Etats-Unis	5,1 %	5,3 %	6,0 %	6,0 %
Europe	9,1 %	8,5 %	6,5 %	6,5 %
Zone euro	9,6 %	9,2 %	6,5 %	6,5 %
Royaume Uni	8,2 %	7,2 %	6,5 %	6,5 %
Japon	7,1 %	5,2 %	4,7 %	4,7 %
Pacifique ex-Japon	7,0 %	7,9 %	8,3 %	8,3 %
Marchés Emergents	8,0 %	8,5 %	9,3 %	9,3 %
Monde	6,2 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %

Prévisions macroéconomiques et financières

Stratégie et Recherche Économique

Prévisions PIB inflation						
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
États-Unis	1,5	2,2	2,1	1,3	2,1	2,0
Japon	1,0	1,5	1,2	-0,1	0,4	0,6
Zone euro	1,8	2,2	2,0	0,2	1,5	1,3
Allemagne	1,9	2,5	2,0	0,4	1,7	1,6
France	1,2	1,8	1,6	0,3	1,2	1,6
Italie	0,9	1,6	1,3	-0,1	1,3	0,9
Espagne	3,2	3,0	2,4	-0,2	2,0	1,2
Royaume-Uni	1,8	1,5	1,2	0,7	2,6	2,5
Brésil	-3,6	0,7	1,9	8,7	3,5	3,9
Russie	-0,2	1,6	1,8	7,0	3,8	3,7
Inde	7,1	6,4	7,2	4,5	3,2	4,1
Indonésie	5,0	5,1	5,3	3,5	3,8	3,7
Chine	6,7	6,8	6,5	2,0	1,5	2,4
Turquie	3,2	5,1	3,9	7,8	11,0	9,5
Pays développés	1,6	2,1	1,9	0,7	1,7	1,6
Pays émergents	4,3	4,8	4,9	3,5	3,5	3,8
Monde	3,1	3,6	3,7	2,3	2,7	2,9

Dernière mise à jour le 17 novembre 2017

Prévisions de taux directeurs								
	Fin 2014	Fin 2015	Fin 2016	17/11/2017	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018
États-Unis	0,25	0,50	0,75	1,25	1,50	1,85	2,00	2,15
Zone euro	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	0,10	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,25	0,50	0,50	0,55	0,50	0,70
Chine	5,60	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Inde	8,00	6,75	6,25	6,00	6,00	5,90	6,00	5,90
Brésil	11,75	14,25	13,75	7,50	7,00	6,85	7,00	7,00
Mexique	3,00	3,25	5,75	7,00	7,00	6,95	7,00	6,35
Russie	17,00	11,00	10,00	8,25	7,50	7,40	7,00	7,00
Turquie	8,25	7,50	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Afrique du Sud	5,75	6,25	7,00	6,75	6,75	6,55	6,75	6,55

Source: Recherche Amundi

Taux 2 ans

	Fin 2014	Fin 2015	Fin 2016	16/11/2017	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018	Forward + 12m.
US	0,63	1,04	1,18	1,71	1,80/2,00	2,00	1,89	2,00/2,20	2,29	1,97
Allemagne	-0,08	-0,34	-0,80	-0,71	-0,60/-0,40	-0,56	-0,65	-0,40/-0,20	-0,36	-0,57
Japon	-0,03	-0,05	-0,19	-0,19	-0,20/-0,00	-0,09	-0,16	-0,20/-0,00	-0,07	-0,13
RU	0,51	0,65	0,08	0,49	0,40/0,60	0,70	0,54	0,40/0,60	0,88	0,60

Taux 10 ans

	Fin 2014	Fin 2015	Fin 2016	16/11/2017	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018	Forward + 12m.
US	2,17	2,27	2,45	2,36	2,40/2,60	2,70	2,45	2,60/2,80	2,89	2,52
Allemagne	0,54	0,63	0,11	0,39	0,60/0,80	0,74	0,55	0,80/1,00	0,96	0,68
Japon	0,33	0,25	0,05	0,05	0	0,07	0,12	0	0,08	0,17
RU	1,76	1,96	1,24	1,30	1,20/1,40	1,52	1,44	1,20/1,40	1,69	1,54

Prévisions de taux de change vs USD

	Fin 2014	Fin 2015	Fin 2016	16/11/2017	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018
EUR/USD	1,21	1,09	1,05	1,18	1,20	1,19	1,22	1,22
USD/JPY	119,9	120,3	116,6	113	115	114	117	112
GBP/USD	1,56	1,47	1,24	1,32	1,26	1,30	1,28	1,32
USD/CHF	0,99	1,00	1,02	0,99	1,00	0,98	0,98	0,97
USD/NOK	7,50	8,85	8,61	8,20	7,83	7,80	7,54	7,44
USD/SEK	7,83	8,43	9,08	8,41	7,92	7,86	7,54	7,41
USD/CAD	1,16	1,39	1,34	1,28	1,25	1,24	1,20	1,22
AUD/USD	0,82	0,73	0,72	0,76	0,72	0,78	0,70	0,80
NZD/USD	0,78	0,68	0,70	0,69	0,70	0,71	0,70	0,73

Prévisions de taux de change vs EUR

	Fin 2014	Fin 2015	Fin 2016	16/11/2017	Amundi + 6m.	Consensus T2 2017	Amundi + 12m.	Consensus T4 2017
EUR/USD	1,21	1,09	1,05	1,18	1,20	1,19	1,22	1,22
EUR/JPY	145,08	130,68	123,02	133	138	136	143	137
EUR/GBP	0,78	0,74	0,85	0,89	0,95	0,92	0,95	0,92
EUR/CHF	1,20	1,09	1,07	1,17	1,20	1,17	1,20	1,18
EUR/NOK	9,07	9,62	9,08	9,66	9,40	9,28	9,20	9,08
EUR/SEK	9,47	9,16	9,58	9,90	9,50	9,35	9,20	9,04
EUR/CAD	1,40	1,51	1,41	1,50	1,50	1,48	1,46	1,49
EUR/AUD	1,48	1,49	1,46	1,55	1,67	1,53	1,74	1,53
EUR/NZD	1,55	1,59	1,51	1,72	1,71	1,68	1,74	1,67

Source: Recherche Amundi

Publications récentes

WORKING PAPERS



The covariance matrix between real assets

Marielle DE JONG — Quantitative Research — Amundi

Analysing the Exposure of Low-volatility Equity Strategies to Interest Rates

Lauren STAGNOL — Quantitative Research — Amundi, Bruno TAILLARDAT Smart Beta & Factor Investing — Amundi

Understanding the Momentum Risk Premium

Paul JUSSELIN, Edmond LEZMI, Hassan MALONGO, Côme MASSELIN, Thierry RONCALLI — Quantitative Research — Amundi, TUNG-LAM DAO — Independent Researcher, Paris

Factor Investing: The Rocky Road from Long-Only to Long-Short

Marie BRIÈRE — Head of Investor Research Center — Amundi, Ariane SZAFARZ — Université Libre de Bruxelles

DISCUSSION PAPERS



Actifs réels: quel apport dans une allocation d'actifs, notamment en période de crise?

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche

Le défi alimentaire: comment aller vers plus de transparence

Marie NAVARRE, Aurélie RENARD, Jérôme TENDEAU — Analyse ESG

The Quest for Diversification; Why Does It Make Sense to Mix Risk Parity, Carry and Momentum Risk Premia?

Edmond LEZMI, Hassan MALONGO, Thierry RONCALLI — Recherche Quantitative, Alexandre BURGUES, Edouard KNOCKAERT, Raphaël SOBOTKA — Gestion diversifiée

Opportunités de l'extraction minière en eaux profondes et ses enjeux ESG

Marie NAVARRE, Héloïse LAMMENS — Analyse ESG

Huile de Palme_Le dilemme environnemental

Elsa BLOTIÈRE, Julien GROUILLET, Aurélie RENARD — Analyse ESG

The Global Trade Slowdown: Structural or Cyclical?

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche

THEMATIC PAPERS



Comment le QE de la BCE a transformé le marché obligataire souverain européen

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

La recomposition du FOMC va-t-elle modifier les perspectives de politique monétaire aux États-Unis?

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

Impact de la hausse des rendements des obligations sur la valorisation des obligations d'entreprises

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

Taux de défaut du haut rendement américain: tendances actuelles et perspectives

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

Les marchés sous-estiment la capacité de la Fed à remonter ses taux

Valentine AINOUIZ, Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

Avertissement

Directeur de la publication: Pascal Blanqué

Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

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 bénéfiques) et autres. (www.msibarra.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 anonyme au capital de 1086262605 € - 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 - Marilyn Nieves

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

2018 et au-delà Numéro spécial

Contributeurs

AINOUZ Valentine, Stratégie Crédit

ALLIER Marie-Anne, Responsable Adjoint de la plateforme
Fixed Income, Responsable Gestion Taux Aggregate

ARIAS Pedro Antonio, Directeur du Pôle Actifs Réels et Alternatifs

ARIE Shinichiro, Responsable gestion produits de taux pour le Japon

BERTINO Claudia, Directrice Amundi Investment Insights Unit

BERTONCINI Sergio, Stratégie Crédit

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

BOROWSKI Didier, Responsable de la Macroéconomie

BOSCHER Romain, Co-Directeur du Métier Actions

BRARD Eric, Directeur du métier Fixed Income

CROSNIER Laurent, Responsable gestion produits de taux mondiaux

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

DELBÒ Debora, Stratégie Actions

DI SILVIO Silvia, Stratégie Taux et Change

DRUT Bastien, Stratégie Taux et Change

FIOROT Laura, Directrice adjointe Amundi Investment Insights Unit

FORTES Roberta, Stratégie Taux et Change

FRANZIN Diego, Co-Directeur du Métier Actions

GEORGES Delphine, Stratégie Multi-Asset

GERMANO Matteo, Directeur du Métier Gestions diversifiées

GISIMUNDO Viviana, Responsable Adjointe
du Conseil aux Institutionnels

GON Abhishek, Stratégie Taux et Change

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

LICCARDO Giovanni, Investment Insights Unit

MIJOT Eric, Stratégie Actions

MORTIER Vincent, CIO Adjoint Groupe

PIRONDINI Marco, Directeur Actions, États-Unis

PORTELLI Lorenzo, Stratégie Multi-Asset

RATTO Mauro, Responsable des Marchés Émergents

TAUBES Kenneth J. Directeur des Investissements US

TROTTIER Laurent, Responsable de la Gestion ETF, Indicielle & Smart Beta

WANE Ibra, Stratégie Actions

Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la Macroéconomie

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

Conception et support

BERGER Pia, Recherche, Stratégie et Analyse

PONCET Benoit, Recherche, Stratégie et Analyse