



# FLASH

## ALLOCATION D'ACTIFS

Comité du 21/11/16 • Achevé de rédiger le 22/11/16

NOVEMBRE 2016

### LES PERTURBATIONS POLITIQUES VONT-ELLES ENTRAVER LES ESPOIRS DE « RALLYE DE FIN D'ANNÉE » ?



**Jean-Marie MERCADAL**

Directeur Général Délégué en charge des gestions

Le vote en faveur du Brexit n'était donc pas un cas isolé et l'élection de Donald Trump a aussi été une surprise.

Ces deux événements ont des racines communes et les investisseurs vont devoir envisager sérieusement une généralisation de ce type de vote. À première vue, cela tombe mal car la situation macro et micro-économique était plutôt en voie d'amélioration et laissait espérer un traditionnel « rallye » de fin d'année...

Quelle analyse porter sur cette situation et quelle stratégie adopter ?

CLASSES D'ACTIFS	Sous-pondéré		Neutre	Surpondéré	
	--	-	=	+	++
<b>CLASSES D'ACTIFS</b>					
Monétaire					→
Obligations					→
Convertibles					→
Actions					→
Matières premières					→
Alternatif / Perf. absolue					→
<b>OBLIGATIONS</b>					
Dette souv. Euro Core					→
Dette souv. Euro périph.					↓
Euro Investment Grade					↓
High Yield					↓
Index. inflation/Breakeven					→
Dette émer. devises fortes					→
Dette émergente locale					→
<b>ACTIONS</b>					
États-Unis					↑
Zone Euro					→
Royaume-Uni					→
Japon					→
Émergents					→
Chine					→
<b>ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES</b>					
Croissance					→
Value					→
Small / Mid caps					→
Cycliques					→
Financières					→
<b>DEVICES</b>					
Dollar US					→
Yen					→
Livre sterling					→

La tension des marchés obligataires peut créer du doute et de la volatilité, mais les actions présentent un meilleur potentiel à moyen terme.

Une stabilisation des taux autour des niveaux actuels semble possible à court terme. Mais fondamentalement, il y a peu d'espoir de performance sur la classe d'actifs. Les obligations émergentes semblent plus intéressantes à moyen terme en dépit d'une forte volatilité probable à court terme.

Du point de vue micro, les perspectives bénéficiaires s'améliorent de part et d'autre de l'Atlantique. Nous conservons une préférence pour les actions européennes, surtout pour leurs dividendes.

Les mouvements récents confirment que la segmentation « Croissance/Value » est moins pertinente actuellement. Il est préférable d'éviter les secteurs sensibles aux taux d'intérêt.

Le dollar s'approche de résistances importantes à court terme et pourrait se stabiliser au cours des prochaines semaines.

# FLASH ALLOCATION D'ACTIFS

*Les élections se suivent et se ressemblent : les mouvements dits « populistes » l'emportent. Ils traduisent un mécontentement des populations occidentales, touchées par le sentiment de déclin lié à la mondialisation, par les politiques d'austérité qui ont fait monter les impôts, par une certaine perte d'identité quelquefois...*

*Bref, les organisations « supranationales » (ONU, OMC...), les systèmes compliqués (l'Europe, l'Euro...) sont rejetés, et les choix se portent vers des leaders aux solutions simples (ou simplistes ?).*

*Les conséquences potentielles de ce phénomène « populiste » sur les marchés seraient donc les suivantes : davantage de croissance, mais risque de hausse des taux lié à un accroissement des dépenses publiques du fait de politiques budgétaires moins strictes sur la limitation des déficits.*

Pour l'instant, les marchés accordent aux politiques le bénéfice du doute. Ils y voient un espoir de croissance accrue. Il conviendra donc de suivre avec attention les prochains scrutins, l'Italie le 4 décembre, les élections présidentielles en France au printemps, puis à la rentrée 2017, le cas de l'éventuelle succession d'Angela Merkel. Si ce mouvement actuel se poursuit, la logique de construction européenne, et même de l'Euro, pourrait même à terme être remise en cause. Les conséquences financières seraient dans ce cas beaucoup plus dévastatrices. Nous n'en sommes pas encore là ! Jusqu'à présent, les marchés ont plutôt bien réagi à ces deux derniers événements politiques. Les investisseurs y voient plutôt des conséquences positives en matière de croissance, mais concrètement, il ne s'est encore rien passé.

**À court terme, suite à l'élection de Donald Trump, les marchés vont se concentrer sur trois impacts potentiels majeurs :**

- **L'économie domestique américaine.** Les principaux volets du programme annoncé prévoient de fortes baisses d'impôts (particuliers et entreprises), avec notamment une franchise fiscale de rapatriement du cash détenu par les entreprises américaines à l'étranger (autour de 1 500 Mds\$). Le plan est aussi de relancer un programme d'investissements dans les infrastructures du pays d'un montant annoncé autour de 1 000 Mds\$... Ce programme est de nature inflationniste : autant une relance budgétaire se justifie lors des phases de « trou d'air » économique, comme en 2008, autant l'impact peut être plus délicat alors que le cycle est largement mature et que le taux de chômage est de moins de 5 %. L'objectif d'améliorer encore l'emploi dans ces conditions va provoquer une hausse des salaires, qui s'amorçait déjà, et donc alimenter la reprise de l'inflation. Si l'on ajoute une hausse de l'endettement consécutive à la baisse des impôts et des investissements publics, les ingrédients d'une hausse des taux d'intérêt sont en place.
- **L'impact sur le commerce international.** Les déclarations faites durant la campagne seront-elles suivies d'actions concrètes ? Personne ne peut le dire aujourd'hui, mais il avait été question pour les États-Unis de taxer les produits chinois à hauteur de 45 %. Une telle mesure aussi radicale semble impossible à tenir, car elle taxerait également des entreprises américaines qui produisent en Chine. Une phase de discussion entre les deux pays va s'ouvrir et l'issue dépendra certainement du climat et de l'estime entre les deux Présidents. Pour l'instant, le sentiment en Chine est plutôt positif, Trump étant considéré comme un business man qui ne s'occupera pas politiquement de la région. Par ailleurs, les traités de libre-échange avec l'Europe (TTIP), l'Asie hors Chine (TPP) et le reste de l'Amérique (NAFTA) pourraient être remis en cause. Au final, il peut y avoir un impact négatif sur le commerce mondial, mais rien n'est encore précis à ce stade et les marchés n'ont pas l'air de vraiment s'en soucier.
- **Les implications géopolitiques.** Ce domaine est très flou, mais la posture clairement plus isolationniste de Trump est un élément nouveau. En Asie, la Chine peut se sentir plus libre dans ses initiatives d'hégémonie vers quelques territoires revendiqués, et accentuer sa pression sur Taïwan et le Japon par exemple. En conséquence, les dépenses d'armement vont probablement augmenter au Japon, à Taïwan et peut-être aussi en Corée du Sud. À terme, le risque de conflits dans cette région s'accroît. Le reste dépendra de la nature des relations diplomatiques des États-Unis avec la Russie. Si, comme nous pouvons le penser, elles s'améliorent, la donne pourrait changer au Moyen-Orient, mais avec des conséquences difficiles à estimer pour les marchés à ce stade.

**En conséquence, des pressions inflationnistes peuvent apparaître dans les pays les plus tendus, comme les États-Unis... Par ailleurs, la mise en place de politiques plus protectionnistes peut relancer une « guerre des monnaies » de nature à alimenter la volatilité des marchés et des retraits de capitaux des pays émergents.**

D'ailleurs le dollar a vivement réagi depuis l'élection de Donald Trump. La monnaie américaine vient de gagner près de 3 % contre le panier des principales devises occidentales (Dollar Index), mais aussi contre pratiquement toutes les monnaies émergentes : le Yuan chinois s'inscrit donc à son plus bas niveau depuis 2010, les autres ont perdu dans l'ensemble de l'ordre de 5 %, sans parler du Peso Mexicain qui a chuté de près de 10 % et atteint son plus bas niveau depuis 40 ans. En conséquence, les marchés émergents sont à nouveau déstabilisés et les flux s'inversent à nouveau : près de 6,6 Mds\$ de sortie des fonds émergents depuis l'élection de Donald Trump... Le paramètre dollar reste très important pour la stabilité des marchés. Une accélération haussière franche à partir des niveaux actuels serait problématique.

**L'éventualité de risques politiques plus forts tombe mal car pour le reste les conditions fondamentales sont plutôt en amélioration, du côté macroéconomique mais aussi micro-économique.**

*L'année 2016 sera, comme la précédente, une année de léger ralentissement de l'activité internationale. Mais pour 2017, les attentes sont un peu meilleures et cette fois, la probabilité de réalisation apparaît bonne. Le FMI anticipe donc une croissance de 3,7 % en 2017, contre 3,1 % cette année.*

• **La macroéconomie : il y a des signes d'amélioration conjoncturelle.**

**Aux États-Unis**, la stabilisation des matières premières va engendrer une première partie de 2017 qui sera bien meilleure que celle de 2016, ce qui aura donc un effet de base positif. L'ensemble des indicateurs laisse augurer une légère accélération à la hausse de l'économie vers son rythme potentiel de l'ordre de 2 %, si bien que 2016 devrait se solder par une croissance de 1,6 % et une progression de 2,2 % est attendue pour 2017, sans tenir compte d'un éventuel stimulus qui serait décidé par l'administration Trump.

**En zone Euro**, il n'y a toujours pas de surprises, ni positives, ni négatives. Un rythme de 1,5 % se maintient et les perspectives semblent stables à positives, notamment avec un rebond généralisé des indices PMI manufacturiers, même si les conséquences potentielles du Brexit sont difficiles à évaluer et pourraient peser.

**La Chine** pose toujours question. L'économie reste essentielle pour la croissance mondiale. La croissance naturelle sous-jacente apparaît plus proche de 5 % que du rythme affiché de 6,5 %, conforme aux objectifs du 13<sup>e</sup> plan quinquennal. L'économie est « dopée » une fois de plus par le secteur de la construction pour rester proche de l'objectif affiché, mais au prix de la création d'une bulle immobilière ? Les prix de l'immobilier dans les 70 plus grandes villes progressent de près de 10 % sur 1 an, avec des envolées de plus de 25 % dans les plus grandes. Le gouvernement tente de calmer cette frénésie mais attention à une chute trop brutale qui affecterait le secteur financier... Le reste des **pays émergents** va plutôt mieux et la croissance pourrait repasser en territoire positif au Brésil et en Russie.

**La micro-économie**, c'est-à-dire la dynamique de résultats des entreprises. Aux États-Unis, le Q3 2016 a mis fin à 5 trimestres consécutifs de baisse des bénéfices, en global. Le consensus s'attend à une progression de 10 % en 2017, ce qui paraît élevé, la majorité des gérants s'attend plutôt à une progression de l'ordre de 5 à 6 %. Il convient aussi de souligner que, si le programme de baisse de l'impôt sur les sociétés (de 35 à 15 %) promis par Trump est mis en œuvre, il y aura un impact positif sur les résultats publiés qui pourrait engendrer une hausse des résultats de plus de 10 %. En Europe, les perspectives données par les chefs d'entreprise sont positives dans l'ensemble. Les mesures de rationalisation (situation financière, ajustement des effectifs...) ont été prises et les entreprises sont prêtes à affronter une conjoncture d'ensemble moins porteuse sans peser sur les résultats. De ce fait, nous notons depuis quelques semaines une inversion à la hausse du mouvement de révision des estimations de bénéfices, particulièrement pour ce qui concerne les entreprises du CAC 40 et de l'indice EuroStoxx. Ainsi, nous nous attendons désormais à une stabilisation des bénéfices cette année en zone Euro, et à une progression de + 13 % l'année prochaine. De même, dans les pays émergents, nous notons une amélioration généralisée des perspectives bénéficiaires des entreprises.

## TAUX D'INTÉRÊT : LE MOUVEMENT DE HAUSSE DES TAUX EST-IL ALLÉ TROP LOIN, TROP VITE ?

Comme souvent, les mouvements sur les taux d'intérêt à long terme sont soudains et d'une ampleur plus forte qu'attendue, et quelquefois auto réalisateurs... Les évolutions récentes s'inscrivent dans cette lignée et les taux remontent très rapidement depuis quelques semaines : l'indice Boomerang Global Aggregate vient de perdre 4 % en deux semaines, ce qui constitue le plus fort repli depuis 25 ans !

Alors que les investisseurs et les épargnants se plaignaient des taux quasi-nuls et négatifs, ils craignent désormais une hausse des taux. Techniquement, une phase de stabilisation des taux à 10 ans américains semble possible dans les prochaines semaines, autour de la zone 2,3 %/2,4 %. À moyen terme un objectif de 3 % semble possible, ce qui paraît compatible avec une inflation sous-jacente qui devrait repasser au-dessus de 2 %. En zone Euro, de la même façon, une stabilisation du taux 10 ans Bund autour de 0,5 % paraît probable au cours des prochaines semaines, avant d'atteindre éventuellement la zone de 1 % à moyen terme. En tout état de cause, il nous semble que les conditions d'une forte tension des taux d'intérêt ne sont pas réunies, et que les forces globales déflationnistes commencent à peine à s'inverser. Nous voyons le rendement du Bund 10 ans s'équilibrer autour de 0,4 %/0,8 % dans les prochains mois.

De plus, nous pensons que **les Banques Centrales seront modérées dans leurs prochaines interventions.**

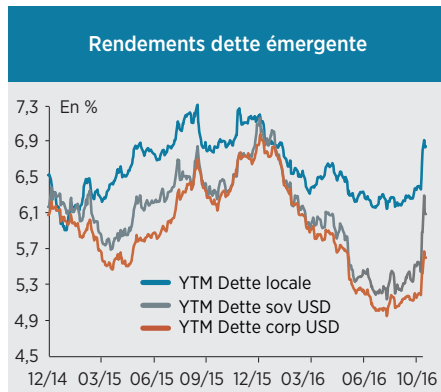
La Fed remontera probablement ses taux directeurs de 0,25 % en décembre, comme attendu par le marché avec une probabilité de plus de 90 %. Par ailleurs, Janet Yellen a défendu avec conviction son action lors de son dernier discours, elle va rester en place jusqu'à la fin de son mandat en 2018 et restera fidèle à ses convictions. Donc, elle prendra soin de ne pas déstabiliser la situation internationale, et de ce point de vue, la récente accélération à la hausse du dollar constitue un effet modérateur, au

# FLASH ALLOCATION D'ACTIFS

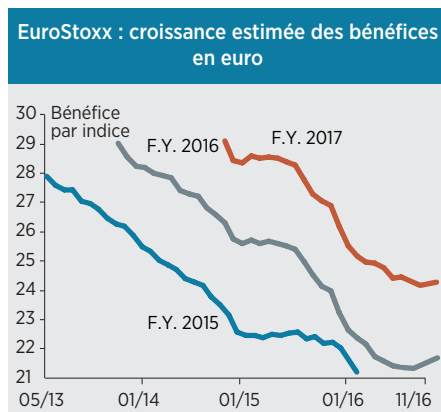
moins sur l'inflation. Les marchés anticipent un niveau de Fed Funds autour de 1% à fin 2017, ce qui nous semble cohérent. En zone Euro, nous n'anticipons pas de modification des taux directeurs dans les prochains mois. Les spreads périphériques gouvernementaux pourraient être volatils sur la dette italienne selon les résultats du référendum du 4 décembre. Notons également que la BCE dispose de marges de manœuvre pour intervenir en cas de trop forte détérioration des marchés obligataires : modification de la clé de répartition des achats dans le cadre du « Quantitative Easing », et augmentation éventuelle des montants. Attention au « spread » (différentiel de taux) de la France à l'approche des élections, qui a d'ailleurs déjà commencé à se détériorer dans ce contexte de prise en compte accrue des questions politiques. De même, nous ne pensons pas que les **spreads « corporate »** présentent un potentiel de détente, nous les attendons stables au cours des prochains mois. En ce qui concerne le segment **« High Yield »**, les valorisations nous semblent peu attractives après une performance de près de 8% depuis le début de l'année et des rendements qui ont nettement baissé sur les meilleures signatures de la catégorie.

Nous réitérons notre vue positive sur les **obligations émergentes** à moyen terme et la volatilité récente donnera des points d'entrée intéressants. Il s'agit d'une consolidation finalement assez saine après plusieurs mois de forte performance. Les rendements ont remonté, nous estimons qu'ils sont encore intéressants en comparaison des taux occidentaux, et avec des devises qui restent encore dans l'ensemble sous-évaluées, même s'il y aura certainement une phase d'agitation à court terme. Les rendements s'établissent ainsi autour de 7% sur la dette locale et 6% sur la dette émise en devises fortes. Par ailleurs, nous conservons une vue positive sur les **obligations indexées inflation**. Les « Break Even » n'ont pas encore beaucoup remonté (1,9% aux États-Unis et 1,05% sur le Bund). Elles constituent des protections intéressantes en cas de dérapage inattendu de l'inflation et le scénario d'une déflation plus profonde semble s'éloigner.

Nous aimons également les **obligations convertibles**, dans ce contexte, pour leur convexité. La volatilité implicite sur le gisement européen a remonté ces dernières semaines mais reste encore dans des zones convenables.



Sources : Bloomberg, JPMorgan



Source : Factset

## ACTIONS : LES FONDAMENTAUX NOUS SEMBLent SUFFISAMMENT SOLIDES POUR RÉSISTER À LA VOLATILITÉ ACCRUE SUR LE MARCHÉ DES CHANGES ET DES TAUX D'INTÉRÊT

La dynamique des marchés actions, qui avait déjà changé, s'est clairement accélérée depuis l'élection surprise de Donald Trump : dans la semaine qui a suivi, il y a eu 44,6 Mds\$ de flux entrants vers les ETF actions aux États-Unis, et 25,4 Mds\$ sur les fonds actions, soit les flux entrants les plus importants depuis décembre 2014. Et dans la « foulée », **Wall Street a battu ses records historiques sur ses trois grands indices !** Ces mouvements se sont accompagnés également d'une rotation sectorielle très importante, la plus forte depuis près de 25 ans, avec une désaffection des valeurs liées aux taux d'intérêt en faveur des secteurs considérés comme plus cycliques et moins sensibles aux taux. Les actions européennes restent attractives à notre avis : valorisations convenables avec un PER de l'ordre de 13/14 pour les résultats à 12 mois et un rendement des dividendes supérieur à 3,5%, ce qui reste encore largement supérieur au niveau des taux d'intérêt. Nous pensons que le contexte actuel est favorable à la sélection des titres et, d'une façon générale, nous évitons les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, qui commencent à peine à sous-performer...

**En fin de compte, les aléas politiques devront être suivis attentivement, mais l'interprétation des investisseurs à ces votes est incontestablement positive comme nous l'avons explicité et l'espoir d'un traditionnel « rallye » de fin d'année demeure. Il sera temps de reconsidérer cette position quand les nouveaux pouvoirs élus prendront leurs premières décisions concrètes.**

Suivez-nous !



Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Investir sur les marchés actions comporte des risques, notamment un risque de perte en capital.

Ce document est destiné exclusivement à des clients professionnels/non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'OFI Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par OFI Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. OFI Asset Management se réserve la possibilité de modifier les

informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part d'OFI Asset Management. OFI Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, OFI Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous-munitions.

OFI ASSET MANAGEMENT • Société de gestion de portefeuille • RCS Paris 384 940 342 • Agrément N° GP 92-12  
S.A. à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 42 000 000 euros • APE 6630Z • FR 51384940342