

STRATÉGIE D'ALLOCATION D'ACTIFS

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX THÈMES D'INVESTISSEMENT

Août 2017



Benjamin Melman
DIRECTEUR ALLOCATION D'ACTIFS
ET DETTES SOUVERAINES

« La sérénité de l'environnement bousculée par le marché des changes »

La reprise économique se poursuit à bon rythme et de façon synchronisée au niveau mondial. Les publications de résultats des entreprises des principales zones au titre du deuxième trimestre, qui ont réservé plutôt de bonnes surprises quant à la dynamique des chiffres d'affaires, en attestent. Les fondamentaux sont donc actuellement un support pour les actifs risqués d'autant plus que peu d'éléments viennent inquiéter a priori le déroulement des prochains mois.

► L'EURO PÉNALISE LES ACTIONS EUROPÉENNES

Dans ce contexte de marchés où les valorisations des actifs sont plus ou moins tendues, c'est donc du côté des banques centrales que l'attention est tournée. Ces valorisations peuvent être indéniablement menacées par un changement trop sensible de politique monétaire. Toutefois, au regard de la faiblesse persistante de l'inflation, la Fed comme la BCE se montrent particulièrement prudentes. Ajuster la politique monétaire à l'amélioration de l'environnement global pour ne pas être trop expansionniste constitue leur message principal. Elles sont donc loin d'annoncer un « cycle » de resserrement monétaire.

L'analyse du marché obligataire montre que cette approche a été bien perçue, les tensions sur les taux gouvernementaux ayant été modestes ces dernières semaines. En revanche, sur le marché des changes, la progression de l'euro se poursuit au point de pénaliser la performance des actions européennes. Si le risque devait finalement ne pas apparaître du côté des marchés des taux, la faiblesse du dollar est-elle durable et va-t-elle altérer la dynamique des marchés ?

Il nous semble que le billet vert a d'ores et déjà encaissé beaucoup de mauvaises nouvelles et que cette devise devrait se normaliser :

- **L'effet BCE a été puissant mais le gros de l'impact est derrière nous.** Depuis le discours de Sintra tenu par Mario Draghi fin juin, les marchés anticipent désormais une annonce de *tapering*, probablement lors du meeting d'octobre. Le rythme de réduction des achats obligataires reste maintenant la principale inconnue. Les investisseurs tablent également sur 125 points de base de hausse de taux à horizon 5 ans. Sauf si l'inflation européenne devait repartir plus franchement à la hausse, il sera difficile pour les marchés d'anticiper beaucoup plus de la part de la BCE.

À RETENIR

- Surpondérer les actions et préférer la zone euro
- Se montrer sélectif sur le crédit
- Privilégier les obligations financières

Rappelons que l'inflation (swap) anticipée à 5 ans dans 5 ans par le marché, une variable qui avait servi d'argument à la BCE pour justifier la mise en place du *quantitative easing*, est bien inférieure aujourd'hui, à 1,6%, au niveau qui prévalait lors de la conférence de Jackson Hole d'août 2014, au cours de laquelle Mario Draghi s'inquiétait d'un niveau passant sous les 2%.

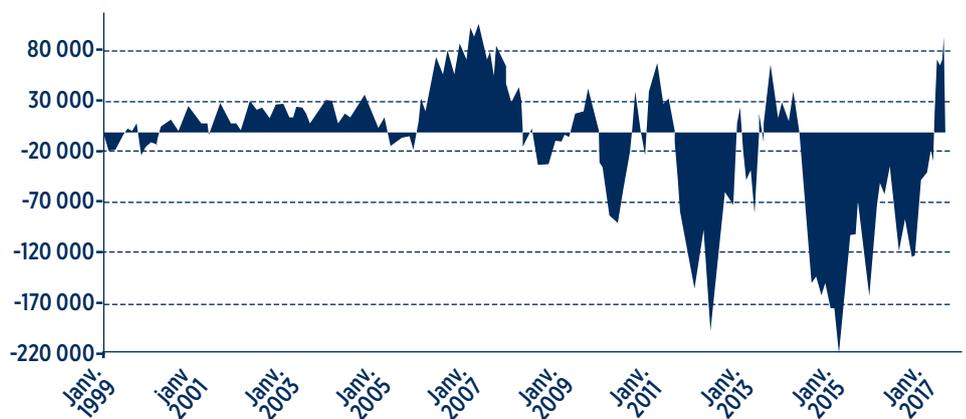
- **La Fed poursuit son resserrement.** Le marché anticipe à peine plus d'une hausse de taux à l'horizon fin 2018 alors que les participants au comité de politique monétaire de la Fed tablent sur quatre en moyenne. Jusqu'ici, l'annonce d'un durcissement de la politique monétaire de la Fed provoquait une hausse du dollar et donc un durcissement des conditions financières américaines, qui conduisait souvent la banque centrale à sous-délivrer. Dans le cas présent, le dollar a perdu 7% au cours des six derniers mois alors même que la Fed prépare les investisseurs à une réduction de son bilan ainsi qu'à d'autres hausses de taux.

Il y a donc de bonnes chances que cette fois-ci, la Fed resserre davantage que ce que pensent les investisseurs, ce qui favoriserait le dollar.

- **Les marchés ont déjà pris acte du changement de contexte politique de part et d'autre de l'Atlantique.** Depuis le premier trimestre, les marchés ont effacé l'essentiel des attentes qui s'étaient construites à la suite de l'élection de Donald Trump. L'enlisement actuel de l'administration américaine ne semble plus en mesure de jouer un effet significativement négatif. De même, les investisseurs ont pris acte de la baisse du risque politique européen suite à l'élection d'Emmanuel Macron. Ce retournement des contextes politiques a indéniablement joué en faveur de l'euro, mais ne peut pas être extrapolé. En effet, suite à l'échec de la réforme de la santé, le Congrès américain affichera une plus grande détermination pour faire baisser les impôts, à l'approche des *mid terms elections*, ce qui permettrait de rompre l'inertie actuelle. En Europe, le risque politique nous semble plus équilibré. D'un côté, on peut espérer de nouvelles initiatives européennes visant à renforcer et relancer l'Eurozone après les élections allemandes. De l'autre, il faut toujours considérer avec une certaine appréhension les prochaines élections italiennes qui ne comportent que des incertitudes, tant sur le calendrier que sur l'issue.

- **Les investisseurs sont déjà massivement investis en euros.** Beaucoup d'enquêtes montrent que les investisseurs ont déjà massivement vendu le dollar et acheté la devise européenne. Cet élément enlève donc un facteur de hausse pour l'euro.

POSITIONS NETTES SUR L'EURO



Source : Edmond de Rothschild Asset Management (France), Bloomberg – 2 août 2017.

Dans cet environnement, nous conservons notre allocation d'actifs, surpondérant légèrement les actions et privilégiant essentiellement la zone euro et dans une moindre mesure le Japon, au détriment des Etats-Unis et des pays émergents. Nous profitons de la grande faiblesse de la volatilité implicite pour couvrir une partie des portefeuilles contre les risques non anticipés. Concernant les marchés obligataires, nous demeurons prudents sur le risque de duration et plus sélectifs sur le crédit, les obligations financières étant toujours privilégiées. Enfin, nous avons acheté un peu de dollar le mois dernier et conservons ces positions.

	Nos vues pour août*	Evolution par rapport au mois passé
ACTIONS	=/+	→
US	-	→
Europe	+	→
Euro	+	→
Royaume-Uni	=	→
Japon	=/+	→
Émergents	=/-	→
TAUX	-	→
US	=/-	→
Euro	-	→
Investment Grade	-	→
High Yield	=	→
Monétaire	=/+	→
DIVERSIFICATION		
Convertibles Euro	=/+	→
Dollar	=/+	→

*Vues du comité d'investissement sur la classe d'actifs/zone géographique sur une échelle allant de -/- à +/+. Source : Edmond de Rothschild Asset Management (France). Scores arrêtés au 02/08/2017.

À SUIVRE

- » *Prochaine réunion de la BCE : 7 septembre*
- » *Prochaine réunion de la Fed : 19 et 20 septembre*
- » *Prochaine réunion de la BoJ : 20 et 21 septembre*

Achévé de rédiger le 02/08/2017. Document non contractuel. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Avertissement : Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild Asset Management (France). Tout investissement comporte des risques spécifiques. Principaux risques d'investissement : risque de perte en capital, risque actions, risque de crédit, risque de taux. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque OPCVM et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. À cet effet, il devra prendre connaissance du document d'informations clés pour l'investisseur (DICI) de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible gratuitement sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management (France) ou sur le site www.edram.fr.

Avertissement spécifique pour la Belgique : cette communication est exclusivement destinée à des investisseurs institutionnels ou professionnels au sens de la loi belge du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement.

Cette communication est en outre exclusivement destinée à des investisseurs autres que des consommateurs au sens de la loi belge du 14 juillet 1991 sur les pratiques du commerce et sur l'information et la protection du consommateur.

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré
75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance
au capital de 11 033 769 euros

AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

edram.fr