



**Silvia
BOCCHIOTTI**

Directeur
de l'Advisory
Retail et
Responsable
de la sélection
des fonds tiers



**Vincent
MORTIER**

Directeur
adjoint des
gestions
et Responsable
des gestions
multi-asset

Un jeu à somme nulle ?

Achévé de rédiger
le 4 juillet 2018

À l'instar de la Coupe du monde de football qui continue à réserver son lot de surprises avec l'élimination de quelques grands favoris comme l'Allemagne, l'Argentine, le Portugal ou encore l'Espagne, les performances sur les marchés financiers à la fin du premier semestre reflètent la montée des tensions commerciales, la hausse du pétrole, la divergence des politiques monétaires ou encore la progression du dollar.

Grande surprise de cette année, l'appréciation du billet vert est en effet essentielle car elle a un impact sur la liquidité des marchés. Cette hausse peut s'expliquer par plusieurs raisons :

Tout d'abord, la divergence entre la politique monétaire de la Fed et celle des autres grandes banques centrales : la Fed poursuit la normalisation de sa politique monétaire. Elle a déjà augmenté ses taux directeurs 7 fois - dont 25 points de base en juin - et elle prévoit encore deux hausses supplémentaires cette année puisque la croissance est forte et que l'inflation progresse aux États-Unis. En Europe, la BCE a déclaré, en outre, qu'elle cesserait d'acheter des obligations en fin d'année et elle ne devrait commencer à augmenter ses taux directeurs qu'à l'été 2019. Dans ce contexte de divergence de politiques monétaires, la Banque Nationale Suisse et la Banque du Japon conservent leurs politiques monétaires accommodantes. Par ailleurs, le bilan de la Fed est en train de diminuer, à un moment où le plan de relance fiscale de Donald Trump augmente les déficits et donc, le besoin de financement. Enfin, l'aggravation des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis pourrait avoir un effet sur les échanges mondiaux et donc, sur la demande de dollars.

Ce contexte de hausse du dollar et de montée des tensions commerciales a pesé sur les marchés, notamment sur les actifs émergents et les matières premières. Les premiers ont été sous pression, en particulier les devises des pays endettés et très dépendants des financements en dollars, comme la Turquie, l'Inde, l'Indonésie, l'Afrique du Sud ou le Brésil. Les données de la Banque de Règlements Internationaux (BRI)* confirment que la croissance du crédit international en dollars a été trop rapide ces dernières années, les émergents figurant parmi les plus importants emprunteurs. Si les menaces protectionnistes sont difficilement quantifiables, elles pourraient finir par avoir un impact sur la confiance des entreprises et les perspectives de croissance.

D'ailleurs, nombre de sociétés sont en train de repenser leur stratégie comme Harley-Davidson qui vient d'annoncer vouloir relocaliser sa production hors des États-Unis afin de contourner les droits de douane sur l'Europe. D'autres pays comme l'Australie pourraient bien profiter des tensions entre les États-Unis et la Chine pour renforcer leurs relations bilatérales. Le jeu à somme nulle évoqué dans la théorie des Jeux** trouve, dans le football, son illustration dans l'épreuve redoutée des tirs au but : l'objectif du tireur est en effet de maximiser sa probabilité de marquer alors que l'objectif du gardien est, à l'inverse, de la minimiser. Dans l'économie, en revanche, il n'y a pas toujours de vainqueur et le résultat final de ce jeu non coopératif dépendra de la réaction de celui qui est en face, la guerre commerciale pouvant engendrer globalement une perte de valeur. Sur le plan économique, le protectionnisme est un jeu dangereux et pas forcément un jeu à somme nulle.

Le président américain vient d'annoncer qu'il ne signerait pas de nouvel accord Nafta avec le Canada et le Mexique avant les élections « midterms ». La fin de la partie pourrait en effet approcher pour Donald Trump : même si le nationalisme commercial a renforcé sa popularité, des annonces comme celle de Harley-Davidson vont à l'encontre de l'objectif initial du président américain de créer des emplois aux États-Unis. La Chine n'a pas encore dit son dernier mot et il n'est pas certain que cette guerre commerciale soit favorable aux États-Unis. En définitive, il est plus que probable que le protectionnisme soit davantage un jeu « perdant-perdant »...

*, ** Voir Lexique



Philippe ITHURBIDE

Directeur de la recherche et de la stratégie

Macroéconomie & Marchés



Ce mois-ci, les États-Unis ont imposé unilatéralement des droits de douane à l'encontre de biens en provenance de l'Union Européenne, du Canada, du Mexique et de la Chine. Ces derniers ont annoncé des représailles, faisant craindre une escalade.

- Après une phase de croissance plus faible en début d'année, les indicateurs aux **États-Unis** sont en ligne avec une progression du PIB sur un rythme annuel de 3% au 2^e trimestre et les perspectives restent favorables.
- Les chiffres économiques de la **zone euro** sont restés mitigés en juin : ils ne valident pas encore de fort rebond après les déceptions du 1^{er} trimestre, mais restent compatibles avec une croissance économique de l'ordre de 2% par an.
- Au début du mois, un nouveau gouvernement **italien** a été formé, réunissant la Ligue du Nord et le Mouvement 5 Étoiles, dont le programme économique avait beaucoup inquiété les marchés en mai. Cependant, ce gouvernement a plutôt essayé de rassurer les marchés, notamment en affirmant sa volonté de respecter, au moins à court terme, les règles budgétaires européennes.
- Le conseil européen de fin juin a été l'occasion de définir une stratégie commune concernant l'immigration, d'annoncer un renforcement du Mécanisme Européen de Stabilité, d'acter la sortie prochaine de la **Grèce** de son plan d'aide internationale et de faire le point sur les négociations liées au Brexit.
- La publication des indicateurs de court terme du mois de mai confirme le ralentissement de l'économie **chinoise**. Les autorités tentent tant bien que mal de gérer la situation et ont légèrement assoupli leur politique monétaire ce qui devrait apporter une bouffée d'oxygène notamment aux Petites et Moyennes Entreprises.
- En **Turquie**, les propos du président Erdogan sur l'indépendance de la politique monétaire avant sa réélection ont créé un vent de panique et la Banque centrale a dû certes resserrer sa politique monétaire massivement mais également procéder à une simplification de son processus pour rassurer les marchés.

	09/07/2018	Perf, sur le mois	Perf, depuis le 30/12/2017
Marché Actions			
CAC 40	5376	-1,4%	1,2%
S&P 500	2760	-0,7%	3,2%
EuroStoxx 50	3448	0,0%	-1,6%
MIB	21926	2,7%	0,3%
DAX 30	12496	-2,1%	-3,3%
Nikkei 225	22052	-2,8%	-3,1%
MSCI Emerging Markets	1060	-6,6%	-8,5%
Matières premières - Volatilité			
Crude Oil (Brent)	77,1	0,9%	15,3%
Gold (\$/ounce)	1255	-3,4%	-3,7%
VIX	13,4	1,2	2,3
Devises			
EUR/USD	1,175	-0,2%	-2,1%
USD/JPY	110,9	1,2%	-1,6%
EUR/GBP	0,89	1,0%	-0,2%
EUR/CHF	1,17	0,5%	-0,4%
Taux monétaires et rendements obligations d'État			
EONIA	-0,362	-	-2 bp
Euribor 3M	-0,321	-	+1 bp
Libor USD 3M	2,33	+1 bp	+64 bp
Rendements à 2 ans (Allemagne)	-0,65	-	-2 bp
Rendements à 10 ans (Allemagne)	0,30	-15 bp	-13 bp
Rendements à 2 ans (US)	2,56	+6 bp	+68 bp
Rendements à 10 ans (US)	2,86	-9 bp	+45 bp

Pour les marchés actions Europe et US, et indices MSCI : les valeurs sont celles de clôture de la veille. Pour les indices actions Asie : celles de clôture du jour indiqué. Pour les devises, les taux et l'or : celles du jour indiqué, environ 9 h (Paris). Sources : Bloomberg, Amundi Strategy.

Marchés d'actions

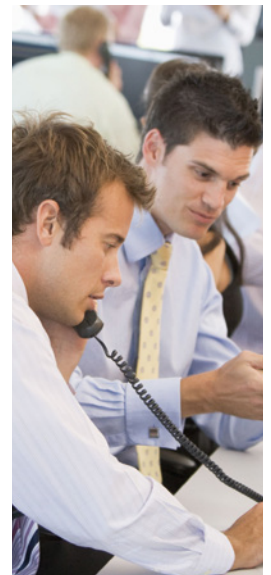
Les marchés boursiers se sont tassés en juin (-0,7% pour le MSCI ACWI en \$). Si les interrogations à propos de la péninsule coréenne ou de l'Italie se sont plutôt apaisées, le bras de fer commercial entre les États-Unis et le reste du monde a continué d'occuper l'avant-scène avec des interrogations en chaîne sur la croissance. Dans ce contexte, si les États-Unis ont sorti leur épingle du jeu (+0,5% pour le S&P 500), les autres régions ont été plus à la peine. MSCI Europe et Japon ont ainsi baissé respectivement de -0,5% et -0,7% en monnaies locales, voire -0,9% et -2,6% en \$. En Europe, l'Italie (-0,9%), le Portugal (+0,4%) et l'Espagne (+2,1%) ont surperformé la France (-1,3%) et l'Allemagne (-2,4%) ce mois-ci, ce qui illustre que les tensions commerciales ont pris le pas sur la thématique périphérique. Une autre façon d'illustrer cela est le chassé-croisé sectoriel des plus forts replis en Europe entre les banques (-9,1% en mai) et l'automobile (-9,6% en juin). Mais c'est surtout le MSCI Marchés émergents qui, pour le deuxième mois d'affilée, a fortement corrigé en juin avec -2,9% pour en monnaies locales et -4,6% en \$. Ce nouveau décrochage est lié au durcissement progressif de la politique monétaire américaine ainsi qu'aux interrogations sur le protectionnisme. Si, en avril, la correction des émergents s'était concentrée sur l'Amérique latine et l'Europe centrale et orientale, présumées plus fragiles, en juin, l'Asie émergente est désormais rattrapée à son tour (-5,1%).

Marchés de taux

Les craintes d'une escalade des tensions continuent de peser sur les taux longs des pays développés (10 ans allemand : 0,31% et 10 ans US : 2,9%). En revanche, les actions des banques centrales alimentent des divergences sur la partie courte de la courbe. Confortée par sa grande confiance envers l'économie américaine, la Fed adopte une tonalité restrictive. Comme prévu par le marché, la banque centrale américaine a relevé ses taux d'intérêt de 25 pb. Au lieu de trois, la Fed prévoit maintenant un total de quatre relèvements de taux cette année. En revanche, les mesures de la BCE ont été plus accommodantes que prévues. La BCE a annoncé que le Quantitative Easing (assouplissement quantitatif) prendrait fin en 2018, tout en annonçant que la première hausse de taux n'interviendrait pas avant l'été 2019. La performance négative du crédit s'explique par la crainte d'une guerre commerciale par les investisseurs.

Marchés de devises

Les vicissitudes de D. Trump en matière de tarifs commerciaux ont accru l'incertitude globale et les marchés émergents, surtout les devises, n'auront pas été épargnés. La poursuite de ces pressions baissières sur les monnaies contraint de plus en plus les banques centrales de ces pays et ce, dans un environnement où les pays importateurs de pétrole sont de plus en plus affectés par le niveau des cours.



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

L'Amérique et dollar ont un impact sur les marchés

Les chiffres économiques publiés en juin n'ont pas apporté de surprises majeures, montrant que les reprises économiques se poursuivent dans les grands pays développés, quoiqu'à un rythme nettement plus rapide aux États-Unis qu'en zone euro. La Réserve fédérale et, surtout, la BCE, ont procédé à d'importantes annonces.

Les thèmes politiques ont continué de retenir l'attention, qu'il s'agisse du risque de recrudescence de guerre commerciale ou des divergences entre pays européens (ou au sein des gouvernements européens eux-mêmes) au sujet de l'immigration.

NOTRE ANALYSE

	Négatif	Neutre	Positif
Classe d'actifs			
Les risques d'une guerre commerciale se matérialisent en juin, les marchés constatent que la rhétorique de la guerre commerciale prend une forme de plus en plus concrète. Dans un contexte de tensions commerciales, de hausse de taux d'intérêt et du dollar, nous restons prudents sur les actifs risqués à court terme.		Actions	
		Obligations	
			Liquidités
Actions			
Les actions restent privilégiées dans cette phase du cycle. Les actions américaines se comportent bien, notamment le secteur technologique, l'énergie et les petits capitalisations. Il y a un potentiel de rattrapage des actions européennes après les incertitudes politiques liées aux élections italiennes. La volatilité sur les émergents devrait continuer au vu leur exposition au commerce mondial.		Zone euro	
		États-Unis	
		Émergents	
		Japon	
		Monde	
Obligations			
L'aversion au risque a permis aux obligations longues de rester à des niveaux relativement bas avec la courbe de taux américaine qui s'est aplatie une nouvelle fois. Cette configuration de la courbe est assez classique en fin de cycle.		Zone euro - Core	
		Zone euro - Périphériques	
		États-Unis	
			Inflation euro
			Inflation États-Unis
Devises vs Euro			
Nous maintenons une vue positive sur le dollar dans un contexte de forte divergence de politiques monétaires entre la Fed et des autres grandes banques centrales.			USD
Spreads			
Dans un contexte de hausse de taux d'intérêt et du dollar, les obligations émergentes ont été pénalisées. Leur niveau d'endettement et la dépendance vers le financement en dollar expliquent cette performance. Les marchés seront de plus en plus sélectifs au regard des émetteurs avec un levier important dans cette phase du cycle.		Investment Grade EUR	
		Investment Grade US	
			Subordonnées financières
		Haut Rendement Eur	
		Haut Rendement US	
			Émergents dev. locales
			Émergents dev. dures
Styles, Facteurs			
L'écart entre les valeurs de croissance et value continue de s'accroître avec la forte performance des valeurs technologiques. Le secteur bancaire, de son côté, reste sous pression : cela s'explique par la courbe de taux d'intérêt qui continue à s'aplatir avec la hausse de taux de la Fed et de taux longs qui restent bas en raison de l'aversion au risque des investisseurs. Enfin, le secteur de l'énergie se comporte bien, soutenu par la hausse du prix du pétrole.			Valeurs décotées
			Croissance
			Qualité
			Dividendes élevés
			Petites capitalisations
			Cycliques
			Défensives
Diversification*			
La volatilité et l'or nous semblent toujours particulièrement appropriés pour diversifier les portefeuilles et en cas de stress de marché important.			Volatilité
			Or - Valeurs aurifères

*La diversification n'est pas une garantie de profit et ne protège pas contre le risque de perte en capital.

Lexique



Banque de Règlements Internationaux (BRI)

Créée en 1930, la structure appartient à 60 banques centrales, représentant des pays du monde entier. Sa mission est de servir les banques centrales dans leur quête de stabilité monétaire et financière, de favoriser la coopération internationale dans ces domaines et d'agir en tant que banque des banques centrales.

Investment Grade

Les obligations « investment grade » sont considérées par les différentes agences de notation comme présentant un faible risque de non-remboursement. AAA est la meilleure note possible pour un émetteur « investment grade ».

Jeu à somme nulle

La théorie des jeux se propose d'étudier des situations (appelées « jeux ») où des individus (les « joueurs ») prennent des décisions, chacun étant conscient que le résultat de son propre choix (ses « gains ») dépend de celui des autres. Dans un jeu à deux joueurs et de somme nulle (la somme des gains potentiels de tous les joueurs est nulle), il existe une valeur moyenne représentant ce que peut gagner le premier joueur au détriment du second joueur si ceux-ci jouent de manière rationnelle (c'est-à-dire en cherchant à optimiser leurs gains).

LIBOR (ou London Interbank Offered Rate)

C'est le taux du marché monétaire observé à Londres. Le LIBOR sert de référence pour de nombreux emprunts.

MSCI Emerging Markets

Indice représentant environ 820 entreprises cotées sur les marchés actions de 21 pays émergents (Afrique du Sud, Brésil, Chili, Colombie, Corée, Egypte, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Maroc, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, République tchèque, Russie, Taïwan, Thaïlande et Turquie).

S&P 500 (Standard and Poor's Composite Index of 500 Stocks)

Indice représentatif des 500 actions les plus importantes du marché américain.



AVERTISSEMENT

Achévé de rédiger le 10/07/2018.

Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays. Notamment cette publication ne s'adresse pas aux US persons telle que cette expression est définie dans le US Securities Act de 1933. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations sont inévitablement partielles, fournies sur la base de données de marché constatées à un moment précis et sont susceptibles d'évolution.

Les prévisions, évaluations et analyses ne doivent pas être regardées comme des faits avérés et ne sauraient être considérées comme des prédictions exactes des événements futurs.

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation. Édité par Amundi Asset Management - Société anonyme au capital de 1 086 262 605 € - 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 - www.amundi-funds.com - Composition : ART6 - Photos : 123rf ; iStock.