



**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

## Des vents contraires se transforment en vents favorables sur l'économie

**L'une des grandes préoccupations des investisseurs porte actuellement sur la trajectoire des taux d'intérêt, notamment la rapidité avec laquelle les taux d'intérêts américains vont progresser. Si la correction récente a fait remonter fortement la volatilité des actions et que les obligations n'ont pas joué leur rôle de valeur refuge, c'est bien parce que les turbulences récentes sur les marchés ont été alimentées par une crainte du retour de l'inflation et un durcissement de la politique monétaire de la Fed.**

L'élément déclencheur de cette correction a été la publication de bons chiffres américains de l'emploi. De plus, les craintes portant sur un accroissement des déficits budgétaires, à un moment où la Fed réduisait progressivement ses achats d'obligations, pourraient accroître la pression sur les taux d'intérêt longs.

Pour certains, le retour de l'inflation, notamment la hausse des salaires, est finalement la preuve que les craintes déflationnistes qui ont dominé les marchés sont derrière nous. C'est bien Lael Brainard, membre du conseil des gouverneurs de la Fed, qui confirme cette vision optimiste de l'économie où « les vents contraires ont laissé place aux vents favorables ».

Dans tous les cas, le retour de la volatilité est annonciateur d'un changement de régime sur les marchés.

Le contexte macroéconomique aux États-Unis est marqué par la faiblesse du dollar, des mesures protectionnistes, des changements dans la politique d'immigration et un plan de relance fiscal et budgétaire à un moment où l'économie américaine est proche du plein emploi.

Tous ces éléments suggèrent que l'inflation pourrait bien être de retour, ce qui valide l'optimisme du nouveau président Jerome Powell ainsi que la probabilité d'une hausse plus rapide des taux directeurs de la Fed.

Dans ce nouvel environnement plus inflationniste où les banques centrales normalisent leurs politiques monétaires, la hausse des taux d'intérêt ramènera les valorisations des actions à leur moyenne de long terme. Toutefois, des vents porteurs pour l'économie devraient signer le retour de la volatilité sur les marchés.



“ Les turbulences récentes sur les marchés ont été alimentées par une crainte du retour de l'inflation et un durcissement de la politique monétaire de la Fed. ”



**Philippe ITHURBIDE**

Directeur de la recherche et de la stratégie

## Macroéconomie & Marchés



**Les statistiques publiées ont confirmé la reprise synchronisée. La croissance mondiale est restée robuste, avec quelques pressions haussières sur l'inflation enregistrées notamment aux États-Unis. La politique monétaire reste au cœur des préoccupations des marchés. La hausse des taux à long terme et la remontée de la volatilité sont les deux faits les plus marquants du mois.**

- Aux **États-Unis**, de nouvelles mesures de stimulation de l'activité ont été annoncées. La croissance économique reste solide en dépit de quelques statistiques inférieures aux attentes, et les signes de tensions salariales se multiplient.
- La reprise en **Zone euro** reste très vigoureuse, malgré le léger affaiblissement de certains indicateurs du climat des affaires. Elle bénéficie de la conjonction de plusieurs facteurs favorables (reprise de l'investissement, risque politique moins élevé qu'en 2017, forte croissance aux États-Unis et en Asie). L'inflation sous-jacente reste faible. L'appréciation de l'euro ne remet pas, pour l'heure, la reprise en péril.
- Le résultat indécis des élections **italiennes** ne constitue pas un risque systémique immédiat pour l'Europe.
- En **Allemagne**, l'accord de coalition gouvernementale devrait permettre des initiatives concernant le renforcement des institutions de la zone euro.
- En **Chine**, un léger tassement est peut-être à noter pour ce début d'année, mais gare aux conclusions trop hâtives, car il faudra tenir compte des effets liés au Nouvel An chinois.
- Malgré un ralentissement de la croissance au **Japon** par rapport aux niveaux exceptionnels de 2017, l'économie devrait continuer d'être tirée par les investissements des entreprises face à la pénurie chronique de main-d'œuvre et par la préparation des Jeux Olympiques de 2020 à Tokyo.

	15/03/2018	Perf, sur le mois	Perf, depuis le 30/12/2017
<b>Marché Actions</b>			
CAC 40	5233	0,2 %	-1,5 %
S&P 500	2749	0,7 %	2,8 %
EuroStoxx 50	3391	0,0 %	-3,2 %
MIB	22452	-0,2 %	2,7 %
DAX 30	12238	-0,9 %	-5,3 %
Nikkei 225	21804	1,6 %	-4,2 %
MSCI Emerging Markets	1219	1,3 %	5,2 %
<b>Matières premières - Volatilité</b>			
Crude Oil (Brent)	64,9	0,9 %	-3,0 %
Gold (\$/ounce)	1325	-2,1 %	1,7 %
VIX	17,2	-1,9	6,2
<b>Devises</b>			
EUR/USD	1,234	-1,3 %	2,8 %
USD/JPY	106,0	-0,2 %	-6,0 %
EUR/GBP	0,88	-0,5 %	-0,6 %
EUR/CHF	1,17	1,4 %	-0,1 %
<b>Taux monétaires et rendements obligations d'État</b>			
EONIA	-0,363	-	-2 bp
Euribor 3M	-0,327	-	-
Libor USD 3M	2,12	+25 bp	+43 bp
Rendements à 2 ans (Allemagne)	-0,58	-3 bp	+4 bp
Rendements à 10 ans (Allemagne)	0,57	-19 bp	+14 bp
Rendements à 2 ans (US)	2,27	+9 bp	+39 bp
Rendements à 10 ans (US)	2,81	-10 bp	+40 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

Après un début d'année en fanfare, les actions ont subi une correction début février, qui s'est atténuée au fil du mois. Ainsi, après +4,1% pour le MSCI World AC en janvier, l'indice de référence des actions mondiales a cédé -2,1% en février après avoir abandonné jusqu'à -7,0% entre le 31/01 et le 8/02. Le déclencheur de la correction a été la publication de statistiques salariales et d'inflation aux États-Unis plus élevées que prévu. Par contrecoup, ceci a fait apparaître que les attentes du marché en matière de resserrement de la FED étaient trop basses. Dans le même temps, la correction a été exacerbée par le débouclage forcé des ventes à découvert de volatilité. Partie de Wall Street, la correction s'est transmise aux autres places. Ainsi, en début de mois, les marchés en dehors des États-Unis ont subi des pertes s'échelonnant entre -6 et 9% à Milan, Londres, Paris, Tokyo, Madrid, Francfort et pour les émergents (par ordre croissant). En revanche, en dehors des actions, la pression vendeuse s'est limitée essentiellement au crédit High Yield mais a épargné les segments mieux notés et les obligations souveraines, y compris celles des pays périphériques. Entre l'absence de contagion aux autres classes d'actifs et des perspectives fondamentales demeurées solides, le recul des marchés d'actions s'est progressivement résorbé au fil du mois, notamment pour les valeurs technologiques et Wall Street avec, au final, +0,1% pour le Nasdaq, -1,6% pour le S&P et -1,7% pour le Dow Jones en février. Dans le reste du monde, Paris (-2,5% février) et les marchés émergents (-2,7%) ont mieux résisté que les autres places européennes (-3,2% pour le FTSE, 4,0% pour l'EuroStoxx 50) ou Tokyo (-4,1%). En cumul depuis le début de l'année, le MSCI World AC demeure en légère hausse de +1,9% mais c'est le Nasdaq (+7,5%) et les marchés émergents (+5,4%) qui se détachent par rapport aux autres places américaines (+4,0% pour le S&P et le Dow Jones), l'EuroStoxx 50 (-1,2%) ou Tokyo (-2,7%).

### Marchés de taux

Les taux longs américains ont continué à grimper au début du mois de février, dans le sillage de l'adoption de la réforme fiscale qui a crédibilisé l'hypothèse d'un allongement des cycles économique et monétaires aux États-Unis. Les taux longs américains se sont ensuite stabilisés, notamment en raison de l'anxiété suscitée sur les marchés d'actifs risqués. Au final, le taux 10 ans américain passe d'environ 2,70% à environ 2,85%. Le taux 10 ans allemand et français s'inscrivent en légère baisse en passant respectivement d'environ 0,65% à environ 0,60% et d'environ 0,85% à environ 0,80%. Les primes de risque de crédit de l'Italie et de l'Espagne ont légèrement augmenté après plusieurs semaines de forte baisse. Les taux 10 ans de l'Italie et de l'Espagne ont fini le mois de février à respectivement 2,05% et 1,45%.

### Marchés de devises

L'euro s'est déprécié face au dollar en février : la parité EUR/USD a perdu 2,1% sur le mois de février, après avoir touché la barre des 1,25 en milieu de mois. En revanche, le dollar s'est déprécié de 2,2% face au yen, la parité USD/JPY finissant le mois à 107. Notons que dans le contexte volatil de février, le franc suisse, traditionnelle valeur refuge, a pris 0,5% face à l'euro.

**Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.**

## Simple trou d'air ?

### Le mois de février n'a pas été favorable pour les marchés.

L'Eurostoxx 50 a clôturé le mois en baisse de -4,7% après un point bas à près de -8,4%. Les taux 10 ans américains se sont rapprochés de la barre des 3% avant de baisser à nouveau et de terminer le mois à 2,80%. Les anticipations de remontées brutales de l'inflation ont fait craindre une hausse de taux d'intérêt des banques centrales plus rapide que prévu.

Après une hausse brutale, le VIX s'est tassé pour revenir sur des niveaux plus faibles en fin de mois. Nous nous trouvons dans un régime de fin de cycle et les banques centrales devraient progressivement supprimer leurs dispositifs non conventionnels débutés il y a bientôt une décennie.

### NOTRE ANALYSE

	Négatif	Neutre	Positif
<b>Classe d'actifs</b>			
Cet épisode de forte volatilité est compatible avec un régime de fin de cycle. Dans cet environnement nous demeurons prudents sur l'exposition aux actifs risqués, mais favorisons toujours les actions par rapport aux obligations. Nous demeurons positifs sur certaines zones telles que la zone euro et le Japon. Dans la classe obligataire, nous conservons notre préférence pour les obligations indexées inflation et la dette émergente, cette dernière bénéficiant toujours d'un portage attrayant et de la faiblesse du dollar.		Actions	Liquidités
		Obligations	
<b>Actions</b>			
Nous demeurons constructifs sur les actions, notamment en zone euro ainsi que sur le Japon et restons neutre sur les États-Unis. Nous passons également « neutre » sur les actions émergentes à titre préventif au regard du positionnement des marchés et de la volatilité qu'induirait la réduction des dispositifs non conventionnels des banques centrales, associés aux remontées de taux progressives.		Zone euro	
		États-Unis	
		Émergents	
		Japon	
		Monde	
<b>Obligations</b>			
Le marché obligataire sera dominé par les mouvements de remontée des taux des banques centrales et par la progression des indices d'inflation notamment aux États-Unis. Dans ce contexte, nous restons prudents sur la durée et privilégions les obligations à taux variables ainsi que les obligations indexées inflation.		Zone euro - Core	
		Zone euro - Périphériques	
		États-Unis	
		Inflation euro	
		Inflation États-Unis	
<b>Devises vs Euro</b>			
La devise américaine a été relativement stable sur les niveaux de 1,25 contre euro. Nous jugeons utile de la conserver, d'autant que les risques géopolitiques ne sont pas éteints. Dans un cadre général les devises devraient être particulièrement volatiles ces prochains mois.			USD
<b>Spreads</b>			
Nous considérons toujours que les subordonnées financières sont attrayantes. Nous continuons d'apprécier la dette émergente, mais sommes particulièrement vigilants quant à la vitesse de remontée des taux d'intérêt et l'appréciation de la devise américaine. Le crédit de qualité Investment Grade offre peu d'intérêt dans une vision risque/rendement, nous demeurons « neutre ».		Investment Grade EUR	
		Investment Grade US	
		Subordonnées financières	
		Haut Rendement Eur	
		Haut Rendement US	
		Émergents dev. locales	
		Émergents dev. dures	
<b>Styles, Facteurs</b>			
Nous sommes toujours positifs sur le style value, la qualité et les valeurs cycliques. La persistance d'une dynamique macroéconomique mondiale positive continue de favoriser la rotation vers des secteurs/industries cycliques.		Valeurs décotées	
		Croissance	
		Qualité	
		Dividendes élevés	
		Petites capitalisations	
		Cycliques	
		Défensives	
<b>Diversification*</b>			
Nous demeurons favorables aux moyens de diversifier les portefeuilles : la volatilité et l'or nous semblent particulièrement appropriés 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



### 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 ».

### 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 15/03/2018.

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.