

PERSPECTIVES ECONOMIQUES ET FINANCIERES

DES MARCHES TROP COMPLAISANTS ?

La période estivale a été très calme sur les marchés, une fois n'est pas coutume, en témoigne l'écrasement de la volatilité sur les principales classes d'actifs. L'environnement économique a finalement peu changé au cours de l'été. Le résultat du referendum sur le Brexit n'a pas entraîné d'effondrement des indicateurs au Royaume-Uni, on n'observe pas de signe de rupture de la tendance économique en zone euro ;

De plus, nombre de banques centrales ont continué d'apporter leur soutien aux marchés en poursuivant l'assouplissement monétaire ou en conservant des rhétoriques très accommodantes. Ces différents éléments ont ainsi constitué un environnement porteur pour les actifs risqués. Est-ce à dire que les risques identifiés en début d'été auraient tous disparu ? Qu'attendre de l'environnement économique et financier pour les mois à venir ?

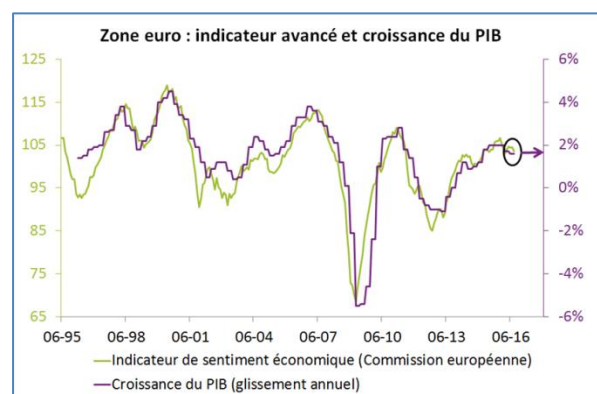
...

■ Un environnement économique qui a peu évolué au cours de l'été.

Les évolutions économiques de l'été ont globalement confirmé nos principaux messages du printemps, à savoir :

- sur la conjoncture, la reprise cyclique se poursuit et l'économie globale est plus résiliente aux incertitudes. Le référendum du Brexit devrait conduire à un ralentissement de la croissance du Royaume-Uni, sans basculer pour autant dans une récession. En Zone euro, on devrait voir un léger tassement du climat des affaires par le biais des échanges extérieurs, mais il n'y a aucun signe de rupture et on peut considérer que la reprise économique se poursuit. Aux États-Unis, la croissance est relativement équilibrée, mais les enquêtes de conjoncture suggèrent que les élections constituent un facteur de prudence. Enfin, en Chine, l'investissement immobilier est

décevant à ce stade, mais l'activité économique reste robuste.



- Sur l'évolution du *policy-mix*, les marges de manœuvre de la politique monétaire sont désormais limitées si bien que « l'innovation » viendra désormais des politiques budgétaires. Plus globalement, l'acceptation du *new normal* conduit à repenser l'architecture de la politique économique.

■ Des banques centrales toujours au cœur de toutes les attentions

La communication et les actions menées par les banques centrales au cours de l'été ont favorisé l'apaisement sur les marchés. Les incertitudes qui réapparaissent quant aux prochaines actions, notamment de la FED sont de nature à agiter les marchés.

Nous n'avons pas modifié notre scénario de politique monétaire depuis le début de l'été, la divergence persiste.

La Fed devrait poursuivre la normalisation à tout petits pas, nous attendons une hausse d'ici la fin d'année, tandis que la BCE, la BoE et la BoJ envisageraient des conditions monétaires de plus en plus accommodantes.

Les interventions à venir des banques centrales restent cruciales et vont guider la volatilité des marchés.

■ Un agenda politique très important jusqu'en 2017

Si les risques politiques se sont faits moins présents sur les marchés ces dernières semaines, l'agenda à venir est très chargé.

Du côté de l'Europe, à horizon fin 2016, les discussions relatives au Brexit devraient reprendre avec leur lot de déclarations, le referendum sur la réforme constitutionnelle en Italie va avoir lieu au cours de l'automne et l'Espagne a jusqu'au 31 octobre pour parvenir à former un gouvernement et ainsi éviter un nouveau tour d'élection à Noël.

Du côté des Etats-Unis, ce sont les élections présidentielles qui vont dominer cet agenda.

Les différentes classes d'actifs ont connu une période estivale constructive, des performances favorables et une volatilité au plus bas.

Les mois à venir devraient connaître un regain de volatilité, alimenté par les différents facteurs de risques, mis sous silence par les marchés ces dernières semaines.

...

> NOS VUES SUR LES CLASSES D'ACTIFS A HORIZON FIN D'ANNEE

Sur les taux, nous anticipons un environnement de taux toujours très bas et une volatilité renforcée.

Aux Etats-Unis, la hausse de taux de la FED attendue avant la fin de l'année, associée à une hausse de l'inflation militent pour une légère tension des taux longs, à 1,80% à 10 ans à horizon fin 2016.

En zone euro, le taux allemand à 10 ans devrait évoluer autour zéro, au sein d'une large fourchette. Un chemin d'inflation positif va favoriser une légère tension sur les taux européens, légère tension qui devrait être freinée par les montants de liquidités très importants en quête d'investissement d'ici la fin de l'année.

Données de Marché	M		Prévisions Groupama AM	
	08/09/2016	Variation YTD	déc.-16	juin-17
US				
Taux Fed Funds	0,50	0,00	0,75	1,00
Tnote 10 ans	1,54	-0,05	1,80	1,90
Euro				
Taux Refi	0,00	-0,73	0,00	0,00
OAT 10 ans	0,17	-0,82	0,30	0,50
Bund 10 ans	-0,12	-0,75	0,00	0,20

Sur le crédit, les décisions importantes de la FED, le referendum italien, les élections américaines ou le démarrage des négociations sur le Brexit devraient alimenter le retour de l'aversion au risque alors que les niveaux atteints sur les spreads et la volatilité sont au plus bas depuis le début de l'année, soutenus, par le programme d'achat de la BCE.

Les spreads de crédit devraient ainsi évoluer au gré de l'aversion au risque sans que nous anticipions une extrême tension, l'interventionnisme des Banques Centrales (BCE et BOE notamment) limitant le risque d'écartement significatif des primes de risques.

Sur les actions, le maintien d'un scénario de croissance, au potentiel, sans anticipation de révisions haussières des croissances bénéficiaires, milite pour des cibles actions fin 2016, proches des niveaux actuels. Si nous anticipons peu de tendance sur les indices actions, cette dernière partie de l'année ne devrait pas se faire sans heurts sur les marchés actions et attendons des phases de consolidation.

Données de Marché	M		Prévisions Groupama AM	
	08/09/2016	Variations depuis le 31/12/2015	décembre-16	juin-17
France (CAC 40)	4542	-2%	4600 1%	4700 3%
Zone Euro (EuroStoxx)	332	-4%	340 2%	345 4%
Royaume-Uni (FTSE 100)	6859	10%	6900 1%	6900 1%
Etats-Unis (S&P 500)	2181	7%	2200 1%	2250 3%

> LES IMPLICATIONS DANS NOS STRATEGIES DE GESTION

Sur les taux « core », le biais de nos portefeuilles demeure prudent et se matérialise par une légère sous-exposition. Il

s'accompagne d'un léger positionnement à l'aplatissement sur les parties longues des courbes : la recherche de rendement reste un moteur (avec des taux allemands négatifs jusqu'à la maturité 10 ans) et les achats de la BCE, de la BoE constituent un soutien pour les dettes longues.

La surexposition en obligations indexées sur l'inflation est maintenue. Les valorisations intègrent toujours une inflation très négative en 2016 : les achats de la BCE sur les seules dettes nominales préviennent tout rebond marqué des anticipations d'inflation, toutefois le fait que l'inflation HICP € avoisinera 1% en fin d'année 2016, est notable.

En termes d'allocation pays au sein de la zone euro, nous demeurons modestement positifs sur ces niveaux de primes de risque périphérique : le portage positif est le principal argument et nous gardons ainsi des marges de manœuvre pour être opportunistes sur des pics de volatilité.

Sur le Crédit, notre positionnement privilégie les stratégies de portage, sans biais directionnel. Nous favorisons ainsi l'exposition aux titres offrant un rendement attractif et les nouvelles émissions obligataires avec primes. Les segments de maturités intermédiaires sont sous-pondérés en raison de leur faible valeur relative. Nous mettons en place des achats de protection pour limiter l'exposition globale de nos portefeuilles compte tenu des niveaux de spreads, en anticipation d'un retour de la volatilité.

Sur les actions, dans un contexte de marché peu lisible et qui recèle des risques cachés significatifs, nous adoptons un positionnement équilibré et d'attente. De ce fait, nous diversifions le plus possible nos risques actifs.

Nous maintenons une préférence forte pour les leaders sur des niches de croissance.

Nous rééquilibrons le positionnement de nos fonds avec l'achat de financières, notamment les banques sur lesquelles nous avons une vision prudente depuis plusieurs mois et nous prenons nos bénéfices sur les valeurs défensives. La sélectivité est de mise, nous conservons les valeurs qui offrent les meilleures perspectives de croissance.

Nous poursuivons le renforcement des valeurs décotées au regard de leurs fondamentaux, notamment les sociétés sensibles aux marchés émergents (matières premières et industrielles).

En termes d'allocation, nous maintenons un delta actions proche de la neutralité et affichons une préférence pour le crédit aux emprunts d'Etat.

Au sein de l'allocation actions, nous rééquilibrons l'allocation géographique entre les US et la zone euro. Nous réduisons les stratégies à faible volatilité et réintroduisons une exposition aux petites et moyennes capitalisations américaines.

Au sein de l'allocation taux, le risque est concentré sur le crédit, via une exposition sur le « high yield » et « l'investment grade » euro et sur la dette émergente en devises dures.

A des fins de gestion du risque, nous augmentons l'exposition aux taux et conservons également une exposition sur le dollar. Ces deux dernières stratégies permettront en partie de compenser les principales prises de risque des portefeuilles dans les périodes de retour de l'aversion au risque.

Les phases de consolidation attendues sur les marchés actions seront mises à profit pour

renforcer progressivement le risque au sein de nos allocations.

Avertissement

Ce document est conçu exclusivement à des fins d'information.

Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Les informations contenues dans ce document sont confidentielles et réservées à l'usage exclusif de ses destinataires.

Toute modification, utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie de quelque manière que ce soit est interdite.

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.

Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Les analyses et conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations publiques disponibles à une date donnée et suivant l'application d'une méthodologie propre à Groupama AM. Compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, elles ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Groupama AM ou un conseil en investissement personnalisé. Ce support non contractuel ne constitue en aucun cas une recommandation, une sollicitation d'offre, ou une offre d'achat, de vente ou d'arbitrage, et ne doit en aucun cas être interprété comme tel.

Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée.

**Edité et rédigé par Groupama Asset Management -
Siège social : 25, rue de la ville l'Evêque, 75008 Paris
- Site web : www.groupama-am.fr**