

Executive Summary :

N3D a décidé de consulter régulièrement les opérateurs du marché pour comprendre leur allocation stratégique et tactique et appréhender leur évolution. En outre, à chaque observatoire de l'allocation, nous posons à nos interlocuteurs une question d'actualité.

A retenir ce mois-ci :

- **La France n'est pas encore le maillon faible de la zone euro.**
- **Les risques liés aux turbulences électorales sont de plus en plus préoccupants .**
- **Marché actions : positif sur l'Asie et neutre sur les US.**

Question du mois :

La France devient-elle le nouveau maillon faible de la zone euro ?

Les constats :

- 1. La question est au cœur des préoccupations.**
- 2. Les réponses divergent.**
- 3. Un consensus se dégage : l'actuel maillon faible est l'Italie.**

1-La question est au cœur des préoccupations.

Cette inquiétude est motivée par les élections présidentielles françaises et le risque populiste afférant. Réformes économiques, redéfinition des relations européennes et contrôle des flux migratoires seront les thèmes à surveiller.

Pour Mandarinne Gestion : « *Il n'y a plus de zone euro sans la France* ».

Pour Ecofi « *l'incertitude politique quant à l'issue de l'élection présidentielle fait peser une épée de Damoclès.* »

Pour Degroof Petercam Gestion : « *l'incertitude qui pèse sur la prochaine élection présidentielle a considérablement augmenté la prime de risque politique pour la France. En témoigne l'évolution du taux 10 ans et l'écart par rapport au taux allemand.* »

Natixis AM précise que l'écart a doublé de 30 à 60 bps depuis fin octobre.

Remarque : pour DNCA la question n'est pas tant de savoir si la France est le nouveau maillon faible de l'Europe mais plutôt « *est-ce que la monnaie unique et la politique monétaire unique pourraient supporter des écarts aussi forts entre l'Allemagne et les autres pays du sud de l'Europe dont la France ?* »

2- Les réponses divergent.

La majorité estime que la France n'est pas le maillon faible de la zone euro

Pour Sycomore AM : « *Malgré les chiffres de 2016 (+1.1% en 2016 vs +1.6% pour la zone euro), nous ne pensons pas que la France soit le maillon faible.* »

Pourquoi ? D'une part, car la composition de la croissance française est encourageante : « *C'est l'investissement des entreprises qui tire la croissance vers le haut en premier lieu, devant la consommation des ménages. Le bémol reste sur le commerce extérieur, preuve irréfutable du manque de compétitivité français.*»

D'autre part, car le risque politique n'est pas isolé. Il se retrouve également aux Pays-Bas, en Allemagne, et en Italie d'ici 2018.

Pour Russell Investments : « *Certes, le risque politique s'est accru durant les dernières semaines, mais cela ne remet pas en cause les fondamentaux de la seconde économie de l'Eurozone, qui dispose d'institutions solides et robustes.* »

Sentiment partagé par Franklin Templeton qui estime par ailleurs que la probabilité de victoire des extrêmes est « *plus faible que les anticipations des observateurs* ».

Une minorité estime que la France peut devenir le maillon faible

Pour Swiss Life et Lyxor AM, le prochain gouvernement, qu'il soit extrémiste ou non, affaiblira la France au sein de la zone euro.

Pour Swiss Life : « *l'éclatement historique du paysage politique pourrait compliquer la formation d'un gouvernement, ce qui constituerait un facteur d'incertitude pour la France.* »

Lyxor AM s'inquiète de la victoire d'un « candidat de parti modéré ». Dans cette hypothèse : *« le capital politique du nouveau gouvernement sera fragile, menant à un abandon de tout ou partie des réformes proposées. De ce fait, la France pourrait graduellement rejoindre le groupe des maillons faibles de l'Europe. »*

NAtixis AM souligne *« qu'il suffirait que le poids électoral du FN s'accroisse sensiblement pour que le futur gouvernement réformateur soit exposé au risque d'une majorité instable à l'Assemblée Nationale et que tout potentiel de réforme en France soit freiné, ce qui pèserait sur l'avenir de la zone euro. »*

Pictet AM prévoit des turbulences sur les marchés *« dans le cas où un parti anti européen venait à gagner les élections françaises, cela nuirait effectivement grandement à la crédibilité de la monnaie. Des mouvements importants de marché seraient alors à prévoir. Mais nous n'en sommes pas là ».*

3- Un consensus se dégage : l'actuel maillon faible est l'Italie

Pour NATIXIS AM, la France devient le deuxième maillon faible de la zone euro avec l'Italie.

Pas de doute sur le sujet pour Russell Investments et BNP - THEAM.

La liste des raisons est longue pour Russell Investments : *« faible croissance, système bancaire "plombé" de crédits douteux, crise institutionnelle suite au départ de M. Renzi, et création de richesse 10% plus faible que les niveaux d'avant crise ».*

Comparé à la France le constat est sans appel : *« même si elle n'est pas sans reproche, la situation y est plus saine : endettement plus faible, reprise de la croissance, système bancaire robuste, entreprises faiblement endettées et largement exportatrices. »*

Allocation stratégique à 3 ans

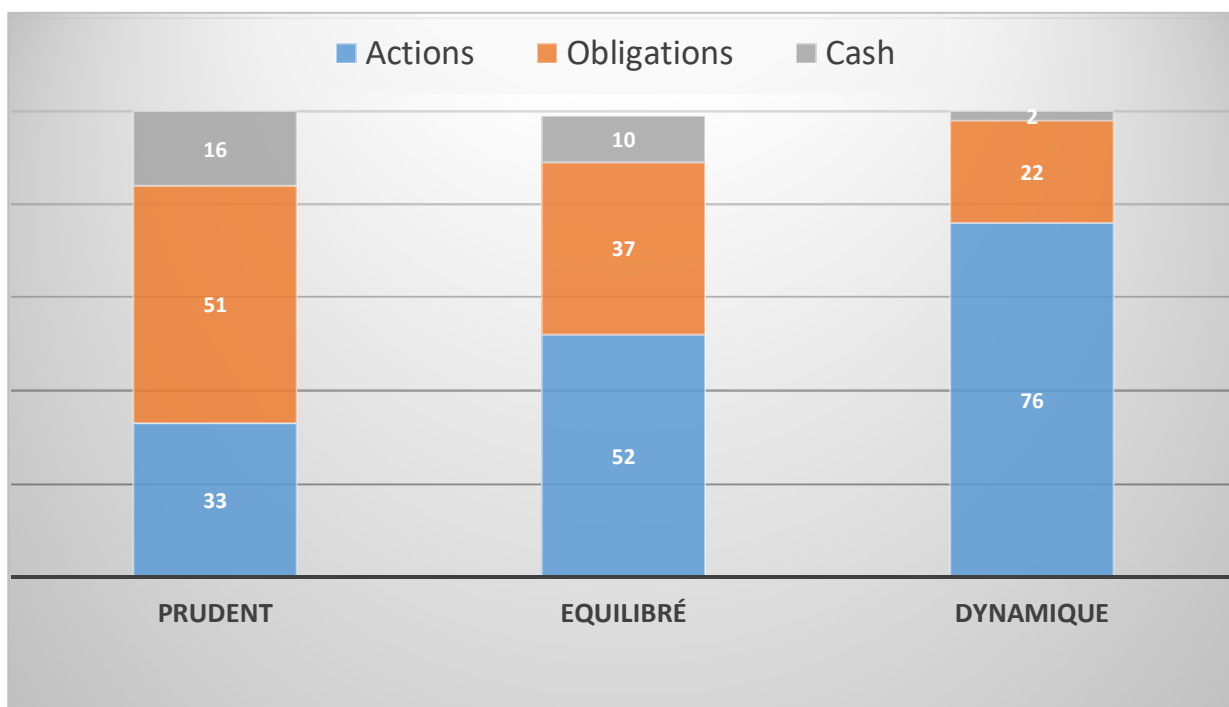
La majorité des sociétés participantes détermine leur allocation stratégique selon trois profils de risque : PRUDENT, EQUILIBRE, DYNAMIQUE.

Notons que pour un même profil, l'allocation par classe d'actifs peut quasiment varier du simple au double d'une maison à l'autre.

Une allocation stratégique ancrée

Les sociétés de gestion s'en tiennent à leurs anticipations de début d'année et ne modifient pas leurs allocations stratégiques à 3 ans.

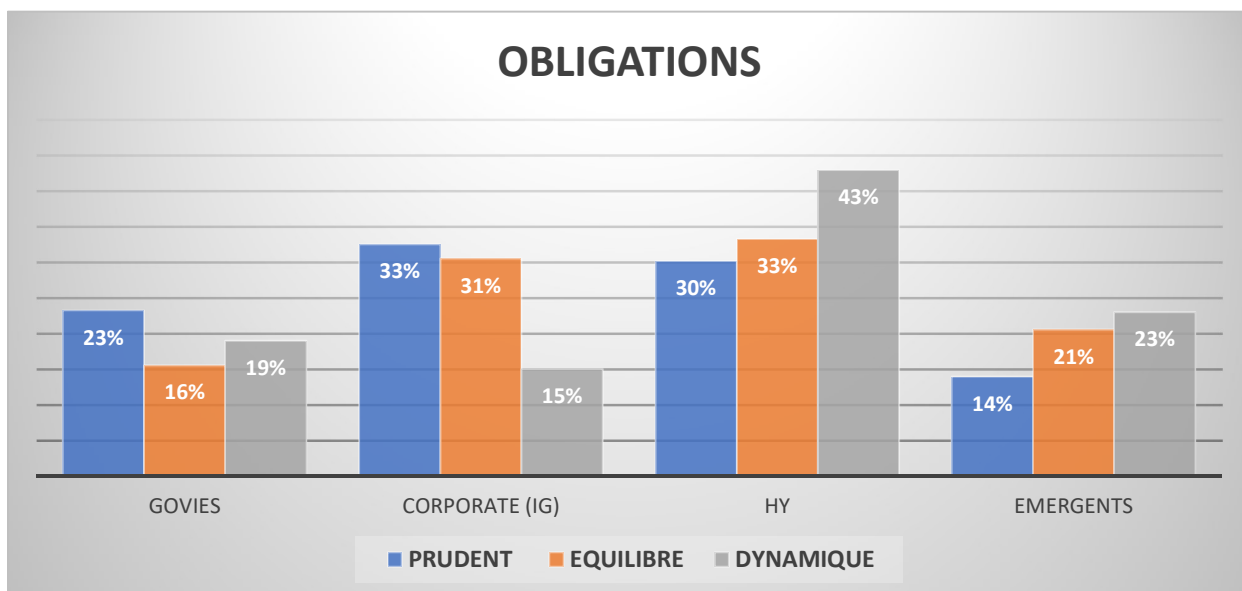
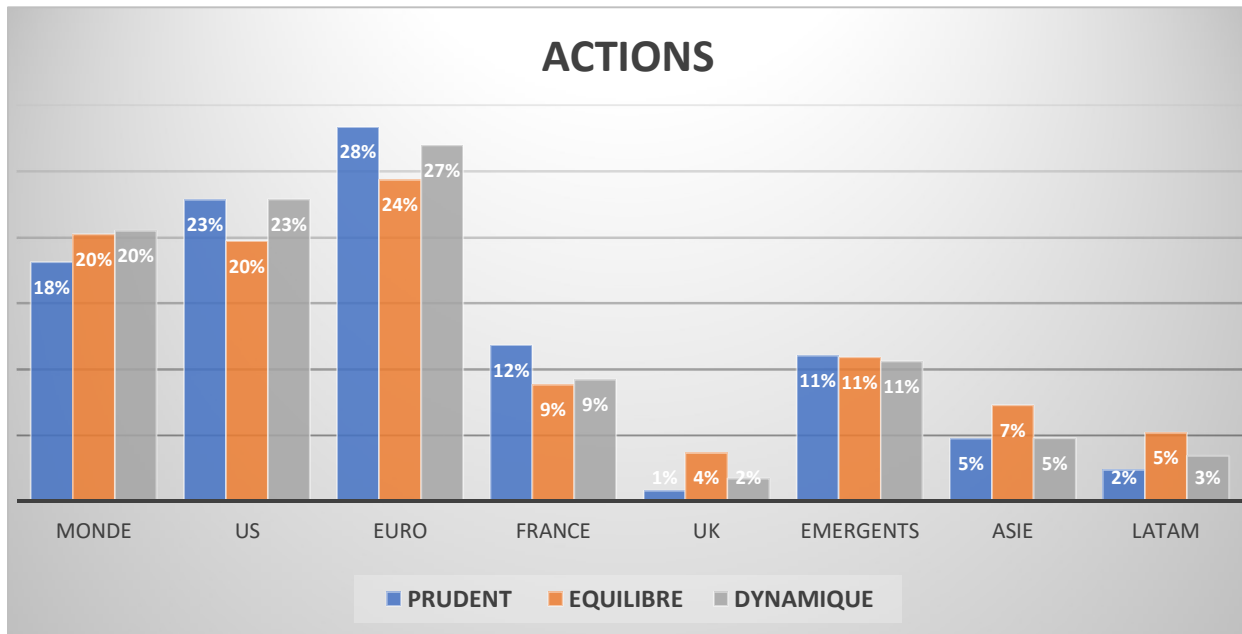
Pour rappel, l'allocation stratégique moyenne est la suivante :



Allocation stratégique à 3 ans

Une allocation stratégique diversifiée

Répartition géographique par type de portefeuille :



Allocations tactiques

L'allocation tactique est déterminée à court terme, de 3 à 6 mois. Elle illustre dans quelle mesure la maison dévie de son allocation stratégique.

Ce mois-ci, les principales tendances se résument ainsi :

POSITIF

Actions Asie
Actions zone Euro

NEUTRE

Actions US

NEGATIF

Govies

Allocations tactiques

- **Positif sur les actions Asie et de la zone Euro**

Sur le mois, la majorité des opérateurs interrogés augmente leur position sur ces deux classes d'actifs légèrement (+).

Actions Asie : Si la région attire de manière générale, deux tendances se distinguent entre le Japon et la Chine.

Pour le marché actions japonais, Russell investments considère que « *les autorités japonaises pourraient annoncer un package budgétaire de relance bénéfique à l'économie nipponne. La forte baisse du Yen suite à l'élection de Mr Trump est également un catalyseur à court terme.* »

De même pour Mandarin Gestion : « *les actions couvertes en change bénéficient de la politique de la BOJ et du caractère value du marché actions japonais.* »

Pour le marché actions chinois, les opérateurs mettent en avant le dynamisme de cette zone géographique. Seul Stamina AM prône la « prudence » quant à l'économie chinoise.

Actions de la zone euro : la tendance se poursuit et les opérateurs continuent à privilégier cette classe d'actifs.

- **Neutre sur les actions US**

Malgré une croissance économique régulière et la perspective d'une reflation, la moitié des opérateurs décide de diminuer cette classe d'actifs.

Pour quelles raisons ? Aussi bien à cause des valorisations du marché actions US (18 fois les résultats à 12 mois), des décisions récentes de la FED, des éventuelles déceptions de D. Trump, de la hausse du dollar, et des pressions salariales pesant sur la rentabilité des entreprises.

Ainsi pour BNP IP : *« d'un point de vue tactique, les marchés actions des pays développés ont anticipé un grand nombre de bonnes nouvelles macroéconomiques, et sont donc vulnérables sur le court terme à un excès de complaisance. Dans le cas des US, un dollar fort et/ou une tension des rendements obligataires sont de nature à exercer une force de rappel. »*

- **Négatif sur les Govies**

Sans surprise, cette tendance se consolide depuis le début de l'année 2017. Les opérateurs allègent chaque mois leur position.

Ce retrait s'explique d'une part par la hausse des taux des deux côtés de l'atlantique et l'arrivée à venir de la fin du QE par la BCE. D'autre part en raison des tensions politiques en zone euro qui s'intensifient.

A noter toutefois que pour Russell Investments *« les obligations US présent désormais moins de risque en raison du coussin offert par le coupon et la forte hausse récente. »*

Observatoire de l'allocation

MARS 2017



Les participants :

