

Ce document est exclusivement destiné aux clients professionnels et aux journalistes en France. Il n'est pas pour l'usage des clients non professionnels et ne doit pas être redistribué.

Perspectives économiques

Tous les signes pointent vers une expansion mondiale durable



John Greenwood
Economiste en chef
Invesco Ltd

2017 achevée - 2018 débutant, nous pouvons dire en toute confiance que les principales économies mondiales continueront d'afficher robustesse et résilience. L'économie américaine sera probablement en tête de file, soutenue par le redressement de la zone euro et une reprise renouvelée du commerce mondial. Cette expansion probable des économies développées devrait aussi avoir des effets positifs sur les économies à vocation manufacturière et orientées vers l'exportation de l'Asie de l'Est, ainsi que sur les producteurs de marchandises dans d'autres nations émergentes.

crédit. Je ne m'attends pas cependant à ce que cette petite mesure de faiblesse des prix soit préjudiciable un grand mal à condition que l'inflation de base commence à remonter en 2018.

Dans ce contexte, la Fed a poursuivi sa politique de normalisation graduelle -pas de resserrement- des taux d'intérêt et la banque centrale a annoncé en septembre 2017 le début de son projet de réduire son bilan dans le schéma annoncé en juin. Le «graphique à points» publié avec la déclaration du comité de politique monétaire de la Fed laissait entendre une autre hausse éventuelle des taux d'intérêt en décembre 2017 et trois hausses de 0,25 % en 2018. Cela ferait remonter le taux des fonds fédéraux dans une fourchette de 2,00 % à 2,25 % d'ici la fin de 2018. Le projet de réduire le bilan de la Fed est censé s'accélérer en 2018. Cela devrait commencer par 10 milliards de dollars par mois au quatrième trimestre de 2017, mais il est prévu que ce montant atteindra 50 milliards de dollars par mois durant le dernier trimestre de 2018. Cela signifie que les investisseurs du secteur privé devront remplacer la Fed comme détenteur de ces titres, et le Trésor et les agences du gouvernement américain devront augmenter la taille de leurs adjudications en conséquence. La vente de 50 milliards de dollars de titres de créance supplémentaires par mois risque de faire monter les taux d'intérêt à long terme, de resserrer les conditions financières, et de réduire le crédit bancaire et l'expansion monétaire. La Fed devra, à mon avis, procéder avec prudence.

Il y a de bonnes raisons de croire que l'expansion en cours aux États-Unis pourrait encore continuer et devenir, en fait, l'expansion du cycle économique de plus longue durée dans l'histoire financière des États-Unis. Cela pourrait laisser entendre une reprise continue qui excède le record des 120 mois du creux de la vague au sommet de l'expansion entre mars 1991 et mars 2001 (tel que mesuré par le National Bureau of Economic Research). Le seul danger lié à cette éventualité est que la Fed et d'autres banques centrales pourraient commettre une erreur et



Ce qu'il faut retenir

- Selon moi, l'expansion actuelle aux États-Unis devrait se poursuivre et devenir la phase historique la plus longue.
- La croissance économique dans la zone euro s'accélère mais subira des turbulences en cas de ralentissement de la création du crédit.
- Une croissance modeste du commerce international devrait soutenir les économies asiatiques y compris la Chine.



L'économie américaine sera probablement en tête de file, soutenue par le redressement de la zone euro et une reprise renouvelée du commerce mondial.

Etats-Unis

Un marché de l'emploi robuste (le taux de chômage est tombé à 4,2 % en septembre - à son plus bas depuis 16 ans) et la faible inflation soutiendront probablement une croissance modérée du PIB réel en 2018. Nous nous attendons à ce que l'économie américaine enregistre un taux de croissance réel de 2,2 % en 2018. Pendant la plus grande partie de 2017, l'inflation est restée en dessous du taux cible de la Réserve fédérale américaine (la « Fed »). Les gouverneurs et les présidents de la Fed expliquent ce phénomène par les réductions ponctuelles des prix des contrats pour les téléphones cellulaires et d'autres événements exceptionnels, indiquant que cette contre-performance de l'inflation par rapport au taux cible de 2 % est « provisoire ». Cependant, après plusieurs mois de faiblesse des prix, l'affirmation selon laquelle ces changements de prix sont temporaires commence à devenir moins crédible. Un moment clé surviendra au printemps de 2018 lorsque les baisses des prix de 2017 disparaîtront de la comparaison d'une année à l'autre. À mon avis, le problème sous-jacent est la croissance poussive de la monnaie et du

resserrer de manière excessive durant la normalisation de leur politique monétaire. Si elles exagèrent ce resserrement, il y a un risque réel de ralentissement en 2018-2019 et de persistance des taux d'inflation en dessous des cibles dans bon nombre des importantes économies. Ce n'est pas mon scénario de base, mais les investisseurs doivent être conscients de cette possibilité.

Zone euro

L'activité économique dans la zone euro commence finalement à croître à un rythme proche de son potentiel. Cette expansion résulte en grande partie du programme d'achats d'actifs entrepris par la Banque centrale européenne (BCE) en mars 2015 et de l'accélération de la masse monétaire (M3) qui y est associée. Pour que cette progression économique perdure, il faudra que les banques commerciales créent du crédit plus rapidement que maintenant. Sinon, la croissance du crédit risque de s'affaiblir considérablement lorsque la BCE commencera à réduire graduellement ses achats. Même si les économies de la zone à monnaie unique se sont reprises, la base pour une croissance soutenue de 5 % ou plus de la masse monétaire dans la zone euro - qui, selon moi, doit être le minimum pour garantir 2 % de croissance réelle et 2 % d'inflation compte tenu d'une baisse annuelle de 1 % de la vitesse de circulation (soit la fréquence de rotation de la monnaie par rapport au revenu) - est manifestement fragile. Par conséquent, la diminution graduelle des achats dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif risque d'aboutir à nouveau au ralentissement de la croissance de M3, de sorte que le taux d'inflation chutera encore davantage en dessous de son taux cible « inférieur à, mais proche de 2 % ». Je m'attends à ce que l'inflation persiste en dessous du taux cible pendant l'année prochaine en raison de la croissance inadéquate de M3.

Royaume-Uni

La croissance économique a légèrement repris au Royaume-Uni durant le troisième trimestre de 2017 après un premier semestre poussif, mais elle est encore en dessous de sa récente tendance. L'économie britannique sera probablement soutenue au cours des 12 prochains mois par les robustes éléments que sont les dépenses des consommateurs et des entreprises. Je m'attends à ce que la croissance tienne bon, et ce pour deux raisons. Premièrement, la politique monétaire a été essentiellement axée sur la relance et, deuxièmement, la livre sterling plus faible a permis aux exportations du secteur manufacturier d'être plus vigoureuses que prévu. Le marché du travail du Royaume-Uni semble être aussi en bonne santé - l'économie continue de produire un bon niveau de création d'emplois, le taux de chômage est très bas et le taux de participation est à un haut record.

Cependant, début novembre, la Banque d'Angleterre a augmenté les taux d'intérêt pour la première fois depuis 2007. Le comité de politique monétaire avait voté, 7 membres contre 2, une hausse de 0,25% à 0,50%. Outre

l'inflation importée, l'accélération de la création monétaire et du crédit au Royaume-Uni risque d'ajouter de l'inflation domestique en raison de la hausse. Je m'attends à ce que la croissance se stabilise aux alentours de 1,5 % jusqu'à ce que les incertitudes des négociations sur le Brexit disparaissent.

Japon

L'économie japonaise a enregistré une croissance raisonnable dernièrement et son PIB réel a augmenté pendant six trimestres consécutifs, une période prolongée de croissance pour la première fois depuis plus d'une dizaine d'années. Même si la pénurie de main-d'œuvre perdurera en 2018, la faible croissance des salaires devrait persister, ce qui prouve encore que la courbe de Phillips¹ n'est pas une théorie d'inflation fiable.

Malgré l'énorme programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif de la Banque du Japon, l'inflation restera probablement faible et en dessous de la cible de 2 % de la banque centrale, mais devrait se maintenir au-dessus de zéro. La croissance économique devrait rester stable en 2018 (1,2 % environ), mais à la traîne de celle des États-Unis et de la zone euro.

Chine et Asie émergente

La Chine et l'Asie émergente profiteront probablement de la modeste augmentation du commerce mondial. Même si cette augmentation devrait soutenir les prix des matières premières, je ne crois pas qu'elle suffira à les faire envoler. Étant donné que la Chine est de loin le plus important marché émergent et aussi le principal acheteur de matières premières dans les marchés mondiaux, la croissance des importations chinoises impactera considérablement les nombreux marchés développés et émergents exportateurs. Si la Chine parvient à orchestrer une reprise constante de son économie pendant un an ou deux, les perspectives de ces économies exportatrices de marchandises s'amélioreront considérablement. Cependant, à la lumière de la reprise encore modérée dans les économies développées de l'Ouest, il se pourrait que le redressement de la Chine ne soit pas suffisamment vigoureux pour entraîner une reprise de toutes les économies productrices de marchandises.



L'économie mondiale connaît sa plus étendue et forte reprise depuis cinq ans.

¹ La courbe de Phillips illustre une relation négative entre l'inflation et le taux de chômage. Selon la courbe de Phillips, des taux de chômage plus faibles signifieraient entendre des taux d'inflation plus élevés.

De nombreuses opportunités pour les gérants actifs



Jeffrey Taylor
Responsable Actions européennes
Invesco Perpetual



Ce qu'il faut retenir

- Nous pensons que la bonne tenue des fondamentaux sur le plan intérieur améliorera la performance des actions européennes sur le long terme.
- Compte tenu des valorisations contrastées selon les titres et les secteurs, nous pensons qu'une gestion de portefeuille active peut apporter une valeur ajoutée.
- Dans la mesure où certains secteurs sont nettement surachetés, toutes les conditions sont réunies pour une rotation sectorielle marquée.

L'Europe est une région du monde riche, très développée et qui héberge un large éventail d'entreprises. Néanmoins, on dirait parfois qu'elle a encore du mal à capter l'attention des grands investisseurs internationaux. Ces derniers trouvent toujours un prétexte commode : « *L'Europe ne sert pas à grand-chose seulement à me fournir quelques paris internationaux à des prix bradés.* » ou « *Je me trompe ou les bénéfiques font constamment du surplace ?* » ou encore « *Les responsables politiques découragent l'investissement là-bas, vous ne trouvez pas ?* ». Ils ont tort.

L'expansion économique dans la zone euro repose aujourd'hui principalement sur des facteurs intérieurs. Il s'agit d'une rupture fondamentale par rapport au passé récent lorsque la croissance dépendait des exportations vers des régions plus prospères du monde. La reprise en Europe après les années de crise est intervenue plus tard qu'aux États-Unis mais elle est résolument sur les rails grâce à une consommation privée en hausse régulière et nettement supérieure aux attentes et, plus récemment, grâce à l'investissement. Les banques prêtent à nouveau et le chômage enregistre une décade. Une reprise tirée par la demande intérieure est bien moins susceptible d'être arrêtée qu'une reprise fondée sur les exportations comme remède aux difficultés. Cela signifie que l'Europe devrait mieux résister aux fluctuations de taux de change. Cela a également des répercussions sur le profil des titres que nous voulons mettre en portefeuille.



L'expansion économique dans la zone euro repose aujourd'hui principalement sur des facteurs intérieurs. Il s'agit d'une rupture fondamentale par rapport au passé récent lorsque la croissance dépendait des exportations vers des régions plus prospères du monde.

La croissance des bénéfiques devrait se poursuivre en 2018

Les entreprises ont renoué avec la croissance de leurs bénéfiques. Après une progression tout à fait honorable en 2017, l'alignement des planètes semble tout à fait favorable étant donné nos perspectives économiques. Les indicateurs avancés laissent également entrevoir une nouvelle accélération de l'investissement en 2018, qui aura des répercussions favorables sur l'écosystème des entreprises.

Et puis il y a les considérations politiques

Dans notre monde obsédé par l'actualité, la politique fait toujours recette pour la presse écrite ou audiovisuelle. Compte tenu de la multitude de pays démocratiques qui la composent, synonyme de nombreuses élections, l'Europe génère une actualité politique très dense.

Finalement, la politique ne compte aux yeux des investisseurs que si elle constitue une véritable menace pour les marchés financiers. En réalité, l'Europe a connu bien plus d'échéances politiques à l'issue favorable aux marchés que de nombreux commentateurs l'auraient prédit dans un passé récent. Notons qu'en France, Emmanuel Macron s'est fait élire à la présidence sur un programme réformiste favorable aux marchés au détriment de la clivante Marine Le Pen. Dorénavant, nous serons fidèles à la maxime qui recommande de faire la distinction entre ce qui est probable et ce qui est simplement possible, d'où notre relative sérénité quant aux répercussions sur les marchés des tendances politiques au sein d'une Union européenne qui ne comptera bientôt plus que 27 États membres.

Opter pour la salle vide ?

Alors, sur quels pans du marché faut-il se concentrer ? Il y a quelques années, un courtier a dit quelque chose qui nous semble toujours aussi judicieux : « Lorsque vous vous rendez à une conférence d'investisseurs, optez pour la salle vide ». En d'autres termes, les réunions avec des dirigeants d'entreprises auxquelles seule une poignée d'investisseurs se sont donné la peine d'assister sont souvent les plus intéressantes. Les « salles pleines », autrement dit les entreprises avec des fan-clubs pléthoriques, sont déjà bien souvent sur-représentées dans les portefeuilles comme dans les indices, ce qui signifie que les titres pourraient avoir dépassé leur « date limite de vente ».

Dernièrement, il y a certainement eu des moments où nos portefeuilles avaient la sensation d'être les propriétaires d'une « salle vide », les entreprises qui nous semblaient intéressantes étant bien loin de concentrer l'attention des acteurs au marché. Il ne s'agit pas d'être décalé et à contre-courant juste pour le plaisir de l'être : nous essayons simplement de positionner nos portefeuilles pour la prochaine phase sur les marchés afin de préserver les intérêts de nos clients et d'œuvrer pour eux. Nous cherchons à obtenir les meilleurs résultats d'investissement en nous fiant à notre perception de l'évolution du monde de l'investissement en Europe. En 2016, nous avons

constaté qu'une rotation sectorielle - un changement dans le leadership des marchés actions - peut être puissante lorsqu'elle se matérialise. Et comme nous percevons actuellement une période significative de rotation sectorielle, tout à fait justifiée, nous voulons être prêts pour en profiter.

Certains secteurs boudés par les investisseurs nous semblent intéressants

En tant que gérants de portefeuilles axés sur la valorisation, mais pas strictement axés sur les valeurs décotées ou sur les valeurs de croissance, nous n'écartons aucune piste d'investissement. Nous n'apprécions pas particulièrement ces étiquettes, qui peuvent néanmoins être des raccourcis verbaux très utiles. En ce moment, nous observons des titres sous-évalués dans des proportions criantes dans des secteurs décotés, boudés par les investisseurs. En Europe, il s'agit notamment des secteurs de l'énergie, des télécoms et de la finance (notamment les valeurs bancaires). Il existe aussi des secteurs que nous préférons éviter, en particulier ceux qui ont accédé au statut de « substitut aux obligations » ces dernières années. A nos yeux, certains titres issus de ces secteurs sont devenus extrêmement chers du fait de ce statut. Les valeurs de l'alimentation et des boissons, au sein du secteur des biens de consommation de base, en sont de bons exemples. Il s'agit souvent d'entreprises avec un historique de performance extrêmement convaincant et honorable et, si l'on comprend aisément pourquoi elles jouissent d'une bonne image sur le marché, il convient de se souvenir qu'une bonne entreprise ne constitue pas nécessairement un bon investissement.

Quelle que soit l'importance des écarts de valorisation entre les secteurs, il ne s'agit pas simplement d'un plaidoyer pour la valorisation. Il y a de bonnes raisons de croire que la performance opérationnelle des compagnies pétrolières intégrées, des opérateurs télécoms et des banques en Europe s'améliorera dorénavant. Pour ne citer que trois facteurs à l'œuvre : dans le secteur de l'énergie, les dirigeants

d'entreprises font nettement plus attention à l'allocation et à la rentabilité du capital ; dans le secteur des télécoms, on observe les premiers signes d'un retour à la croissance après une longue période de stagnation ; enfin, le chiffre d'affaires des banques augmente tandis que leurs coûts baissent.



Nous observons des titres sous-évalués dans des proportions criantes dans des secteurs décotés, boudés par les investisseurs. En Europe, il s'agit notamment des secteurs de l'énergie, des télécoms et de la finance (notamment les valeurs bancaires).

Difficultés en vue pour les substituts aux obligations ?

Pendant ce temps, dans le segment très prisé et très cher des substituts aux obligations, des difficultés se profilent : la croissance organique des chiffres d'affaires est souvent décevante, les tentatives d'acheter la croissance par le biais de fusions et d'acquisitions peuvent miner la rentabilité du capital investi, les rendements obligataires vont probablement augmenter à partir de leur faible niveau actuel étant donné la bonne tenue de la croissance économique dans la zone euro, un léger regain d'inflation pourrait intervenir et un changement de cap est en vue en ce qui concerne la politique monétaire des banques centrales.

Il est toujours compliqué de savoir exactement quand l'humeur du marché changera. Néanmoins, nous pensons qu'une rotation sectorielle significative est fort probable et, en tant que gérants de portefeuilles actifs, nous voulons être prêts à y faire face. Nous nous réjouissons à l'idée d'accueillir davantage de monde dans notre salle vide.

Expansion économique synchronisée : pendant combien de temps encore ?



Nick Mustoe

Directeur des Investissements
Invesco Perpetual



Ce qu'il faut retenir

- L'expansion économique synchronisée a donné un coup de fouet aux marchés actions, au commerce international et aux bénéfices des multinationales.
- La Réserve fédérale américaine, la Banque d'Angleterre, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon seront toutes amenées à réduire leur bilan dans les années à venir.
- Reste à savoir comment les marchés internationaux réagiront si jamais les taux d'intérêt augmentent et l'assouplissement quantitatif s'achève plus rapidement que prévu.

La reprise synchronisée de l'économie mondiale se poursuit, comme en témoigne la bonne tenue des indicateurs dans les différentes régions du monde. En effet, les 45 pays suivis par l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) devraient tous voir leur PIB augmenter en 2017, une première depuis 10 ans. Encore plus encourageant, 33 de ces 45 pays enregistrent une accélération de la croissance économique. Cela a donné un coup de fouet au commerce international et aux cours des matières premières et confère peu à peu à l'expansion mondiale un caractère davantage auto-entretenu. Si l'on s'en tient uniquement à cet aspect, les perspectives pour 2018 semblent clémentes, avec une embellie générale qui devrait se poursuivre dans les grandes économies développées et dans un certain nombre d'économies émergentes.



Les perspectives pour 2018 semblent clémentes, avec une embellie générale qui devrait se poursuivre dans les grandes économies développées et dans un certain nombre d'économies émergentes.

L'expansion économique synchronisée à laquelle nous avons assisté après la crise financière mondiale a permis aux marchés actions de rebondir et donné un coup de fouet aux bénéfices des multinationales, créant ainsi ce que d'aucuns pourraient appeler un environnement idéal pour les actions. Tant que les statistiques macroéconomiques mondiales continueront de s'améliorer, les bénéfices poursuivront leur progression irrésistible et synchronisée à l'échelle mondiale. En outre, l'inflation atone au niveau mondial a permis aux banques centrales de maintenir des politiques monétaires très accommodantes, pour le moment.

Toutefois, cet environnement idéal ne durera pas éternellement et il y a lieu de se montrer prudent. Sommes-nous à l'aube d'un changement de cap plus marqué dans la politique monétaire ? Cela est tout à fait possible. La Réserve fédérale américaine (Fed) a indiqué qu'elle poursuivrait comme prévu le relèvement de ses taux d'intérêt et a retiré ses mesures de relance monétaire adoptées à l'époque de la crise. De son côté, la Banque d'Angleterre (BoE) a relevé ses taux d'intérêt en novembre et la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé qu'elle réfléchissait aux modalités d'une réduction de son effort de relance économique. Tous les participants au marché se sont tellement habitués à la posture

accommodante des banques centrales ces 10 dernières années qu'ils ont relâché leur vigilance. Quelle sera la réaction des marchés financiers si les banques centrales relèvent leurs taux d'intérêt et retirent leurs mesures d'assouplissement quantitatif plus rapidement que prévu ? À l'heure actuelle, les cours ne reflètent pas un tel scénario.

Le début d'une nouvelle ère ?

La crise financière mondiale survenue il y a 10 ans a constitué un événement majeur pour les systèmes financiers du monde entier. Les pertes systématiques essuyées par les banques et la chute du produit intérieur brut qui a suivi ont amené les États à intervenir. Les gouvernements de pays développés sont intervenus pour soutenir les banques et les autres institutions financières car les sources traditionnelles de financement se sont asséchées. Les banques centrales ont réagi à la crise en abaissant leurs taux d'intérêt et en augmentant leurs bilans simultanément en achetant des titres financés par la création de réserves excédentaires.

Nous entrons désormais dans la phase du « grand dénouement », qui a vu la Fed commencer à se défaire lentement des 4500 milliards de dollars d'actifs qu'elle avait achetés pour stabiliser l'économie. Le défi est de taille. Serait-ce le début d'une nouvelle ère ? La Fed a beau avoir multiplié les déclarations rassurantes quant à la prudence dont elle ferait preuve, il n'en s'agit pas moins d'un exercice sans précédent. Personne ne peut être certain qu'elle ne commettra pas un faux pas susceptible de perturber les marchés obligataires et les marchés actions dans le monde entier. Même si la réduction du bilan de la Fed se déroule sans accroc, la BoE, la BCE et la Banque du Japon devront également en passer par là tôt ou tard.

La faiblesse des taux d'intérêt et des rendements obligataires a suscité une chasse aux rendements de grande ampleur, ce qui a fait grimper les cours de nombreux actifs (et baisser le coût du capital). Ces 10 dernières années, ceux qui possèdent des actifs (qu'il s'agisse de biens immobiliers ou d'actions) ont tiré leur épingle du jeu, ce qui a grandement creusé les inégalités de patrimoine. Mais quid des non-possédants ? Les politiques publiques comportent toujours des lacunes dans ce domaine.

La situation sur le front de l'emploi reste bonne. Le chômage est tombé à des niveaux historiquement bas : 4,3 % au Royaume-Uni à la fin août 2017 (son plus bas niveau depuis 1975¹) après un pic à 8,5 % en 2011. Aux États-Unis, le taux de chômage est tombé à 4,1 % en octobre 2017, au plus bas depuis décembre

2000². Toutefois, les revenus réels sont toujours en baisse. Il y a plusieurs explications au fait que les salaires n'ont pas augmenté avec la décline du chômage mais cela explique la réticence des banques centrales à relever leurs taux d'intérêt. Par conséquent, en cas d'accélération de l'inflation salariale en 2018, les banques centrales pourraient être obligées de relever leurs taux d'intérêt plus rapidement que prévu.

De même que personne n'avait jamais vécu une crise de l'ampleur de la crise financière mondiale de 2007, les phases de reprise et d'après-reprise revêtent également un caractère inédit. Lors des 10 dernières années, l'accent a beau avoir été mis sur le sauvetage du système financier, les politiques de relance ont surtout alimenté l'inflation des prix des actifs au final. On peut considérer que les politiques monétaires ultra-accommodantes, bien qu'elles étaient nécessaires pour empêcher un effondrement économique encore pire en 2008 et en 2009, ont été poussées trop loin pendant trop longtemps.

Les perspectives de croissance économique n'ont jamais été aussi bonnes depuis la crise financière mondiale et les résultats des entreprises ont enregistré un réel rebond. Les actions affichent

une prime de valorisation significative par rapport à leur moyenne de long terme qui reflète sans doute déjà en grande partie les bonnes nouvelles, avec une volatilité peu marquée qui témoigne de l'optimisme des investisseurs. Ce scénario serait remis en cause si les banques centrales se retrouvent dans l'obligation d'infléchir plus rapidement leur politique monétaire que les marchés financiers ne l'anticipent à l'heure actuelle.



Les actions affichent une prime de valorisation significative par rapport à leur moyenne de long terme avec une volatilité peu marquée qui témoigne de l'optimisme des investisseurs.

1 Source: Office for National Statistics (ONS)
2 Source: Bureau of Labor Statistics

Les marchés mondiaux obligataires semblent bien appuyés par les facteurs macroéconomiques



Rob Waldner

Stratégiste en chef et
Responsable Multi-Sector,
Invesco Fixed Income

Macroéconomie

L'actuel environnement d'investissement paraît déconcertant. Les marchés sont vigoureux depuis deux ans et les évaluations sont serrées. Parallèlement à cela, les risques abondent. Les risques géopolitiques, notamment tout ce qui est lié à la Corée du Nord, au Brexit et au terrorisme, ainsi que le caractère imprévisible de la situation politique en Europe et aux États-Unis pèsent sur les placements. En période d'incertitude, il est important d'avoir recours à une plateforme d'investissement qui permettra de gérer les nombreux risques que présente le marché, de ne pas oublier les vecteurs clés du marché et d'évaluer les répercussions des différents événements ou des risques potentiels.

Le cadre d'analyse macroéconomique d'Invesco Fixed Income permet de comprendre comment les événements touchant la croissance, l'inflation et les conditions financières à l'échelle mondiale pourraient influencer sur les marchés. En ce moment, la croissance mondiale est solide. La vigueur observée aux États-Unis est également présente en Europe et au Japon. En outre, l'inflation mondiale est faible. En 2018, les banques centrales devraient commencer à resserrer les conditions financières, mais selon nous elles feront preuve de prudence et adopteront un rythme suffisamment lent pour que les politiques monétaires demeurent conciliantes dans leur ensemble.

Ces perspectives sur la croissance, l'inflation et les conditions financières à l'échelle mondiale devraient favoriser tous les actifs risqués en 2018, notamment les titres de crédit et les actions. À moins d'un revirement de situation dans l'un ou l'autre de ces trois facteurs macroéconomiques, les marchés obligataires devraient demeurer soutenus. Notre analyse indique que nous devons maintenir nos expositions aux actifs risqués et au crédit, tout en gérant de près les risques au sein des portefeuilles en raison des évaluations serrées.



Nous pensons que la croissance économique évolue de façon positive et coordonnée à l'échelle mondiale pour la première fois depuis des années, consolidant ainsi les tendances liées aux fondamentaux des entreprises.

Nous utilisons cette approche pour analyser les risques potentiels et les événements politiques. À notre avis, ce n'est pas tant la pertinence d'un événement qui importe que ses effets sur ces trois facteurs. Il ne fait aucun doute que le marché connaîtra des épisodes de volatilité en 2018 du fait des événements politiques, mais

nous croyons qu'ils seront de courte durée à condition que la volatilité n'ait pas d'incidence sur la croissance, l'inflation et les conditions financières.

Obligations mondiales Investment Grade

La conjoncture économique favorable en 2017, qui a eu pour effet de ramener les écarts de taux des obligations d'entreprise à leur plus bas niveau depuis plusieurs années, devrait se maintenir en 2018. Nous sommes d'avis que la croissance économique évolue de façon positive et coordonnée à l'échelle mondiale pour la première fois depuis des années, consolidant ainsi les tendances liées aux fondamentaux des entreprises. Les perspectives d'une récession mondiale demeurent faibles et les tendances inflationnistes sont favorables, tant et si bien que la situation paraît sous contrôle dans la plupart des marchés développés. Le resserrement du crédit pourrait représenter un léger frein pour les États-Unis. Par ailleurs, la liquidité demeure élevée en Europe, car la Banque centrale européenne (BCE) commence à peine à envisager l'abandon de son programme d'achats d'actifs. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que les titres de créance surpassent les obligations souveraines en 2018, puisque les écarts supplémentaires génèrent un revenu progressivement plus élevé et fournissent une protection contre un léger relèvement des taux d'intérêt. L'appréciation des obligations d'entreprise sera plus difficile, car la remontée amorcée au premier trimestre de 2016 s'oriente davantage sur des secteurs et des titres spécifiques.



Les perspectives d'une récession mondiale demeurent faibles et les tendances inflationnistes sont favorables, tant et si bien que la situation paraît sous contrôle dans la plupart des marchés développés.

Figurent parmi les risques possibles, selon nous, un changement important de la politique monétaire ou un ralentissement inattendu de la croissance mondiale, deux facteurs qui pourraient entraîner une détérioration des fondamentaux du crédit. Bien qu'une politique erronée nous semble peu probable, elle pourrait déstabiliser le présent cycle de marché et fausser nos perspectives fondamentales. Par ailleurs, certains secteurs sont soumis à des perturbations inédites, notamment le commerce de détail. Il faudra donc surveiller de près les tendances pour limiter les risques de perte. Selon nous, des facteurs comme la fluctuation du risque et un judicieux processus de sélection de

titres de créance seront nécessaires en 2018 si l'on veut profiter des occasions qui se présentent et éviter les secteurs et les émetteurs problématiques.

Titres à rendement élevé

Nos perspectives pour les titres à rendement élevé sont prudentes. Nous reconnaissons que les tendances fondamentales sont favorables aux émetteurs de titres à rendement élevé, tout en notant que les évaluations reflètent pleinement les fondamentaux solides. Nous sommes aussi conscients de la capacité du marché à maintenir les écarts de taux actuels pendant un certain temps, les capitaux affluant dans cette classe d'actifs. Pour 2018, les thèmes dans tous les secteurs du crédit incluent une préférence pour les sociétés émettrices financières plutôt que non financières en raison de l'amélioration des données fondamentales du secteur bancaire et des changements relatifs à la réglementation. Une solide sélection idiosyncrasique des titres de créance dans un éventail de secteurs devrait profiter aux portefeuilles. Dans l'ensemble, les données fondamentales du marché demeurent solides, mais nous constatons une faiblesse dans le secteur du commerce de détail, car les perturbations structurelles ont incité les investisseurs à remettre en question de nombreux modèles d'activité du secteur. Le secteur de l'énergie, en particulier les segments des services pétroliers et des sociétés énergétiques intégrées, continue de s'améliorer grâce au raffermissement du prix du pétrole. Nous pensons que les taux de défaillance devraient être contenus en 2018 ; les conditions favorables qui ont cours sur les marchés financiers permettent à de nombreuses sociétés de prolonger l'échéance de leurs titres. Dans une large mesure, les revenus des sociétés qui participent au marché des titres américains à rendement élevé sont liés à la bonne santé financière du consommateur américain, laquelle devrait, selon nous, rester stable en 2018.

Liquidité à l'échelle mondiale

La vigueur soutenue de l'économie aux États-Unis et à l'étranger devrait faire monter les taux d'intérêt et garder la Fed active en 2018. Toutefois, on a pu remarquer au cours des dernières années une certaine hésitation des marchés quant au rythme de normalisation de la politique monétaire. L'année 2018 ne devrait pas faire exception. Au terme de leur rencontre qui s'est tenue en septembre 2017, les membres du comité FOMC de la Fed ont indiqué, dans une proportion de 50 %, qu'ils s'attendaient à trois hausses de taux en 2018. Les taux du marché monétaire devraient suivre de près l'orientation donnée par la Fed. L'inflation et les prévisions d'inflation, d'une faiblesse étonnante en 2017, pourraient aussi influencer la direction que prendront les taux en 2018.

Dans la foulée de la nomination récente de Jerome Powell au poste de président de la Fed, on s'attend au maintien de la transparence et de la prévisibilité, ce qui devrait assurer une transition en douceur et favoriser la stabilité relative des marchés obligataires. Comme ce fut

le cas dans les dernières années, nous pensons que la Fed annoncera sa ligne directrice et adoptera une approche graduelle dans la mise en place de sa politique monétaire afin de perturber le moins possible les marchés.

La réduction progressive du bilan de la Fed, amorcée en octobre 2017, devrait se poursuivre au rythme prévu par la Fed. Cette stratégie devrait favoriser l'offre et pourrait exercer une pression à la hausse sur les taux obligataires. L'offre abondante de titres du gouvernement américain devrait satisfaire l'engouement du marché monétaire pour les titres gouvernementaux à court terme. En 2018, nous surveillerons de près les événements liés au plafond de la dette américaine ainsi que leurs répercussions sur les émissions des obligations d'État américaines et les taux des bons du Trésor, comme nous l'avons fait en 2017.

En Europe, la réforme des fonds du marché monétaire a été promulguée en 2017 et devrait prendre forme en 2018. La mise en œuvre définitive est attendue le 21 janvier 2019.

Titres structurés

Nous nous attendons à ce qu'en 2018, le marché des titres adossés à des créances hypothécaires (Agency mortgage-backed securities MBS) garantis par les agences accorde sa priorité à la volonté de la Fed de réduire la taille de son portefeuille d'obligations. Même si le programme doit être graduel, nous pensons que la volatilité des écarts des MBS garantis par les agences augmentera par rapport aux creux historiques ; en effet, puisque les investisseurs privés devront absorber une offre accrue, les écarts pourraient s'élargir.

La valorisation des MBS garantis par les agences demeure historiquement élevée : les écarts n'ont jamais été aussi minces depuis plusieurs années. Les MBS garantis par les agences sont actuellement avantagés par la solide demande de placements immobiliers hypothécaires et de banques commerciales, et nous croyons que cette situation se poursuivra en 2018. C'est pourquoi, à notre avis, le rythme des achats de maisons sera un moteur de performance en 2018. Si le marché de l'habitation venait à ralentir en raison de la capacité d'emprunt ou de problèmes liés aux stocks de maisons, celui-ci aurait alors un moins grand nombre de nouveaux prêts à absorber. La demande étrangère pourrait également jouer un rôle central. Compte tenu de la solidité des fondamentaux sous-jacents, les événements macroéconomiques extérieurs et l'engouement pour le risque devraient influencer les tendances observées en matière de crédit résidentiel.

Dans le secteur de l'immobilier commercial, les prix ont augmenté considérablement au cours des dernières années, mais nous estimons que le risque d'une bulle spéculative, en 2018, porte davantage sur la valeur nette des propriétés que sur celle des titres de créance de premier ordre, car la qualité des garanties, du crédit et des

prêts hypothécaires souscrits s'est considérablement améliorée depuis la crise financière mondiale. Nous sommes toujours d'avis que les fondamentaux sous-jacents du secteur de l'immobilier commercial américain, notamment les taux d'inoccupation et de défaillance, seront favorables aux titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (commercial mortgage-backed securities CMBS) en 2018, bien que nous nous attendions au renchérissement plus lent des propriétés et à une plus grande faiblesse du secteur du commerce de détail.

Marchés émergents

Nous sommes optimistes en ce qui concerne les titres de créance des marchés émergents pour 2018, car les investisseurs devraient rétablir leur présence dans cette classe d'actifs. Les titres de créance libellés en devises fortes et les obligations en devises locales des marchés émergents devraient continuer à tirer parti des conditions financières mondiales généralement favorables et de l'amélioration stable, quoique inégale, des facteurs macroéconomiques fondamentaux des marchés émergents. Ce constat repose sur le retrait graduel des mesures d'assouplissement extraordinaires mises en place par les banques centrales des marchés développés, dans la foulée d'une croissance stable et synchronisée à l'échelle mondiale et d'un ralentissement gérable en Chine.

À notre avis, les perspectives à long terme favorisent aussi, en général, les marchés émergents. Nous prévoyons une croissance nominale plutôt modérée dans les économies développées en raison de l'inflation et de la croissance réelle modestes, celle-ci étant limitée par la faiblesse des données démographiques et des gains de productivité. Autrement dit, toute hausse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale devrait demeurer relativement contenue. Elle préserverait ainsi l'attrait pour les classes d'actifs qui offrent un rendement supérieur, comme les marchés émergents.

Nous croyons que les obligations libellées en devises fortes présentent un avantage important sur le plan du taux de rendement comparativement aux classes d'actifs équivalentes (après ajustement en fonction de la qualité du crédit), car les fondamentaux des marchés émergents se sont améliorés et la vulnérabilité aux facteurs externes a diminué depuis la « réduction des mesures de relance » opérée en 2013. Parallèlement à cela, nous nous attendons à ce que les taux obligataires en monnaies locales continuent de se resserrer dans les marchés émergents, surtout par rapport aux obligations d'État des pays développés. En outre, compte tenu de l'ampleur de leur dépréciation survenue entre 2012 et 2015, les devises des marchés émergents demeurent attrayantes, surtout par rapport au dollar américain. Selon notre scénario de base pour 2018, les placements en devises locales des marchés émergents devraient surpasser les titres de créance des marchés émergents en termes de rendement total. Nous reconnaissons toutefois

que les devises des marchés émergents sont plus volatiles. Pour 2018, nous estimons donc que les devises des marchés émergents devraient être favorables au chapitre du rendement proprement dit, tandis que les titres de créance des marchés émergents devraient être favorables en termes de rendement corrigé du risque.

Devises

Notre cadre d'analyse macroéconomique appuie toujours nos perspectives de dépréciation cyclique soutenue du dollar américain. La convergence mondiale devrait continuer à suivre son cours et accentuer la faiblesse du dollar américain, à moins d'un choc systémique. Nous nous attendons à ce que les autres grandes devises continuent de s'apprécier par rapport au dollar américain, sauf le franc suisse, qui devrait revenir à sa moyenne historique d'avant la crise financière mondiale. Selon nous, la Fed ne sera pas forcée d'adopter une position plus énergique en raison de l'inflation. Les devises des marchés émergents devraient être dominées par des facteurs particuliers plutôt que mondiaux. C'est pourquoi nous préférons miser sur des occasions de valeur relative dans ce segment plutôt que de suivre les tendances qui se dessinent.

Titres obligataires européens

La croissance européenne est un bel exemple de réussite en 2017. Nous pensons que la situation continuera de s'améliorer en 2018. La zone euro continue de profiter de la croissance mondiale modérée. En outre, les risques politiques n'ont pas réussi jusqu'à maintenant à freiner l'optimisme à l'égard de l'économie. Bien que les pressions inflationnistes sous-jacentes demeurent faibles, elles devraient augmenter modérément dans un contexte de croissance stable et d'affermissement du marché du travail. La décision de la Banque centrale européenne (BCE) de prolonger son programme d'achats d'actifs de neuf mois à compter de janvier 2018 - sans changer les taux d'intérêt - et bien au-delà de la fin des mesures d'assouplissement quantitatif, devrait faire en sorte que les attentes liées aux taux d'intérêt à court terme resteront modestes, au moins jusqu'en 2019. Cela devrait donner le temps aux gouvernements de plancher sur des réformes structurelles et d'accentuer peut-être davantage l'intégration de l'Union européenne. Nous sommes moins optimistes à l'égard des pays de l'Europe périphérique, étant donné que la BCE réduit ses mesures d'assouplissement quantitatif en raison de l'offre d'obligations d'État. La politique devrait demeurer à l'avant-plan. C'est ainsi que les élections prévues en Italie au plus tard en mai 2018 devraient mobiliser l'attention des médias.

Titres obligataires indiens

Le marché obligataire indien devrait récolter les fruits de la stabilité macroéconomique en 2018. Également en 2018, les actifs financiers indiens devraient tirer parti d'une faible inflation, d'un modeste déficit budgétaire, de la diminution des transactions en espèces, de la post-démonétisation, du processus plus efficace de

perception des taxes (qui a pour effet d'unifier les taxes sur les produits et services), des réserves de change accrues liées à la hausse des échanges internationaux et des entrées de fonds dans les portefeuilles ainsi que d'un faible déficit du compte courant.

Nous nous attendons à ce que les taux des obligations indiennes diminuent en 2018 en raison de la solidité des taux d'intérêt réels, des bonnes conditions de liquidité et de la faible croissance du crédit. La demande d'obligations demeure élevée, mais l'offre est limitée en raison du fractionnement entre les émissions nationales et les émissions étrangères dans ce nouveau marché obligataire hybride. La roupie indienne devrait également demeurer dans une fourchette étroite, mais pencher vers l'appréciation, en raison du resserrement des écarts de l'inflation

et de l'amélioration du déficit du compte courant de l'Inde.

Nous nous attendons aussi à ce que les écarts de taux de l'Inde se resserrent dans le cas des titres d'emprunt mieux notés en raison de la grande liquidité accessible et des faibles taux d'intérêt qui sont transmis aux emprunteurs. Toutefois, les tensions géopolitiques, le protectionnisme et les possibilités de retard dans l'atteinte des cibles budgétaires du gouvernement, conjugués aux pressions associées à la création d'emploi, font toujours planer un risque sur ces perspectives.

Équilibrer les facteurs cycliques et structurels au sein de l'investissement multi-actifs



David Millar

Responsable de la Gestion Multi Asset
Invesco Perpetual



Points à retenir

- Pour construire notre thèse macroéconomique centrale, nous considérons l'évolution de la conjoncture mondiale sur un horizon de deux à trois ans.
- Dans cette démarche, nous estimons essentiel de prendre en compte aussi bien les facteurs cycliques que structurels.
- Ceux-ci exercent également une influence sur certaines idées d'investissement mises en œuvre dans notre portefeuille.

En dépit d'une période qui, sur la scène politique internationale, s'est révélée incroyablement tumultueuse, imprévisible, source parfois d'incrédulité et d'un retour au départ chaotique de la croissance, les banques centrales semblent être parvenues à guider les marchés avec efficacité au plus fort de la tourmente, s'attachant à aplanir les difficultés et misant à certains moments sur la coopération dans le souci d'afficher un semblant d'harmonie mondiale. Parfois, les marchés paraissent purement et simplement ignorer des événements qui, en des temps moins singuliers, auraient provoqué la débâcle. Dans une certaine mesure, la crise financière ne semble toutefois pas encore totalement derrière nous et, dix années après, nous jugeons primordial de prendre en compte à la fois les forces cycliques et les facteurs structurels pour élaborer nos perspectives économiques et de marché.

Les facteurs cycliques dominent souvent la réflexion des investisseurs alors que généralement leur effet sur les marchés est éphémère. Nous anticipons l'évolution de la conjoncture mondiale à un horizon d'un ou deux ans pour élaborer la thèse macroéconomique centrale qui guidera et arrimera nos décisions d'investissement, sans toutefois les dicter de manière stricte. Nous estimons donc également indispensable de prendre en compte, ou tout au moins d'identifier, certaines influences structurelles qui peuvent rapidement retenir toute l'attention des investisseurs.

Quelle est notre thèse macroéconomique centrale ?

Nos perspectives actuelles pour les deux ou trois prochaines années sont les suivantes :

Les perspectives de croissance mondiale demeurent modestes.

- La croissance économique est dopée par des facteurs cycliques (consommation, échanges commerciaux, par exemple).
- Les difficultés structurelles telles que le niveau élevé d'endettement pèsent toujours sur les perspectives de croissance.
- La liquidité mondiale poursuit sa tendance à la baisse ce qui limite le potentiel d'expansion du crédit dans le cycle actuel.

La faiblesse de l'inflation devrait persister.

- La faible capacité de négociation tarifaire des entreprises et le poids de l'endettement continueront de juguler la pression inflationniste.
- Les rémunérations pourraient bénéficier d'un certain potentiel de hausse, la politique influençant les négociations salariales.
- Mais le coût du travail devrait rester modéré.

Les rendements des principaux emprunts sont plafonnés ; des facteurs structurels soutiennent le dollar à long terme.

- Les rendements des principaux emprunts sont au final influencés par une croissance nominale de l'économie structurellement faible.
- En dépit des incertitudes à court terme, le rôle du billet vert dans le financement de l'économie mondiale soutient la monnaie.
- Les conflits politiques plus globaux influent sur la prise de décision des banques centrales.

L'amélioration cyclique des profits apporte un certain soutien aux actifs risqués.

- L'ingénierie financière, stimulée par les conditions monétaires accommodantes, dope les bénéfices par action américains.
- Le crédit plus coûteux est sensible aux changements de politique ; les rendements des actions sont fortement dépendants des revenus de dividendes.
- La diversification des sources d'alpha offre un supplément de valeur.

La volatilité reste obstinément faible mais devrait commencer à monter.

- La persistance des incertitudes macroéconomiques suggère que le faible niveau de la volatilité de marché ne sera pas durable.
- La volatilité des obligations et des devises est sensible aux mesures adoptées par les banques centrales.
- La volatilité de marché est influencée par le comportement des investisseurs (la quête de rendement, par exemple).

Quelle est notre thèse macroéconomique centrale ? Comment a-t-elle évolué au fil du temps ?

Lorsque nous avons lancé notre stratégie en 2013, notre scénario central se caractérisait par un « optimisme prudent » qui nous avait été favorable à l'époque. Toutefois, rétrospectivement, nous constatons que nous avons fait preuve dernièrement d'un excès de prudence en sous-estimant la capacité des actifs risqués à encore générer des performances dans le contexte de faiblesse des taux et les conditions de liquidité actuels. Nous avons été pris au dépourvu par le déclin régulier de la volatilité même si nous restons persuadés qu'elle finira par remonter.

Pendant trois ans, notre vision prudemment optimiste du monde nous a conduits à mettre en place certaines idées d'investissement consistant simplement à acheter des obligations ou des actions parce que les marchés financiers étaient encore soutenus par des politiques monétaires extrêmement accommodantes. Nous nous

sommes montrés plus circonspects à mesure que le contexte politique, confronté à la persistance des difficultés structurelles, devenait plus compliqué, nous incitant à rechercher des sources de rendement alternatives.

Les spéculations entourant la trajectoire future des taux d'intérêt ainsi que la probable réduction des programmes de rachat d'actifs restent un facteur déclencheur pour les marchés financiers et, si la volatilité est à son plus bas historique, nous sommes convaincus qu'étant donné la persistance des incertitudes économiques, elle continuera à offrir des opportunités en tant que classe d'actifs à un horizon d'investissement de deux ou trois ans. Autre effet secondaire de ce contexte de faible volatilité, certaines idées d'investissement plus classiques semblent désormais moins évidentes et plus souvent déjà pleinement valorisées.



Effet secondaire de ce contexte de faible volatilité : certaines idées d'investissement plus classiques semblent désormais moins évidentes et sont souvent déjà pleinement valorisées.

Équilibrer les facteurs cycliques et structurels

L'examen de certaines de nos idées d'investissement laisse percevoir la manière dont ces facteurs contradictoires cycliques et structurels interagissent. Ainsi, nous tablons sur une hausse des taux d'intérêt réels en Europe (rendements des obligations d'État moins prévisions d'inflation) mais, parallèlement, nous escomptons une baisse des anticipations inflationnistes dans la zone euro.

Le facteur cyclique qui agit sur cette idée vient des ajustements de politique monétaire envisagés par la BCE. Pendant et après la crise financière, les décideurs se sont efforcés d'empêcher l'effondrement de la croissance en baissant leurs taux d'intérêt. Il a été nécessaire d'appliquer des taux d'intérêt négatifs pour conjurer la crise et, au fil du temps, le maintien par les banques centrales de taux d'intérêt bas et d'une politique monétaire largement accommodante a progressivement entraîné la remontée des prévisions d'inflation.

Pour plusieurs raisons, les banques centrales mondiales semblent toutefois vouloir abandonner ces politiques. Premièrement, les décideurs doivent s'assurer de l'utilité réelle de ces mesures exceptionnelles sur la croissance économique aujourd'hui. S'agissant de l'Europe, nous avons observé une reprise de l'économie même si la croissance nominale reste modeste d'un point de vue historique. Maintenir des mesures d'urgence de cette ampleur peut donc sembler désormais moins justifié.

La capacité de ces mesures de politique monétaire à stimuler la prochaine phase du cycle économique sera l'autre facteur important susceptible d'infléchir l'attitude des autorités. En particulier, les taux d'intérêt réels négatifs pèsent sur la rentabilité des banques, ce qui pourrait affecter la croissance économique à long terme. C'est une des raisons pour lesquelles

nous pensons que les niveaux actuels des taux d'intérêt réels négatifs en Europe ne sont pas tenables à long terme.

Les influences structurelles sur notre idée sont reflétées, selon nous, par les anticipations inflationnistes qui commenceront à reculer dès que les taux d'intérêt réels augmenteront. Cette vision reflète les problèmes structurels non résolus qui continuent d'affecter la zone euro. L'inflation sous-jacente reste relativement stable, les facteurs démographiques continuent de jouer leur rôle et l'inflation salariale est le chaînon manquant pour que les chiffres de l'emploi s'améliorent dans la région. Les conditions sont donc réunies pour qu'une remontée des taux d'intérêt réels (qui semble être l'unique voie possible pour la BCE) provoque en retour une baisse des anticipations inflationnistes. En effet, les mesures de politique monétaire ultra-accommodantes sont, semble-t-il, l'un des premiers facteurs observés jusqu'ici responsable de la hausse des prévisions inflationnistes à long terme.

Nous conservons notre vision à un horizon de deux à trois ans.

Ces dernières années, la volatilité a poursuivi sa chute ce qui est peut-être surprenant compte tenu de toutes les incertitudes macro-économiques qui demeurent. Nous continuons de surveiller très attentivement le risque et le niveau de volatilité de nos portefeuilles dont l'objectif est de ne dépasser à aucun moment la moitié du taux de volatilité des actions mondiales. Nous affinons la volatilité de notre portefeuille (et donc la diversification des idées d'investissement au sein de nos portefeuilles) au moyen de tests de scénarios approfondis. Nous cherchons à vérifier que nous pouvons profiter de la hausse des marchés financiers tout en évitant les pertes potentielles sévères.

Il nous est parfois demandé pourquoi nous n'augmentons pas l'exposition au risque afin d'améliorer les performances. Des contraintes limitent le niveau de risque auquel nous pouvons nous exposer sur chacune des idées considérée individuellement ; c'est pourquoi, un niveau de risque inférieur à la cible est le résultat des efforts de diversification plutôt que d'idées excessivement conservatrices.

Nous anticiperons toujours à un horizon de deux à trois ans : ne pas respecter cette règle pour essayer de doper le rendement à court terme serait imprudent, surtout dans le contexte d'incertitude qui règne actuellement sur les marchés. Nous sommes fermement convaincus qu'il est essentiel de résister à ce type de pressions. S'il est très délicat de prévoir avec précision un changement de régime, il est important de garder à l'esprit qu'il pourrait survenir à tout moment.



Nous anticiperons toujours à un horizon de 2 à 3 ans : ne pas respecter cette règle pour essayer de doper le rendement à court terme serait imprudent.

Information importante

Ce document marketing est uniquement destiné aux clients professionnels et aux journalistes en France. Il n'est pas pour l'usage des clients non professionnels et ne doit pas être redistribué. Rédaction achevée au 18 décembre 2017. Le présent document est un support marketing et ne prétend pas être une recommandation en vue d'investir dans une catégorie d'actifs particulière, ou autre valeur mobilière ou stratégie donnée. Les opinions exprimées dans ce document représentent le sentiment de l'auteur au jour de leur diffusion, elles peuvent différer de celles des autres représentants d'Invesco et être modifiées sans préavis. Les informations sont communiquées à des fins exclusives d'illustration. Cette publication est diffusée à titre d'information uniquement et ne constitue ni une proposition d'investissement, ni une autre forme de recommandation ou de conseil aux investisseurs. Aucune responsabilité ne peut être acceptée pour tout malentendu ou pour toute action prise à la lecture de ce document. **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.** Les estimations et prévisions sont sujettes à modification sans préavis. Ce document est publié en France Invesco Asset Management SA, 18 rue de Londres 75009 Paris.