

Note d'analyse macroéconomique

Éditorial

Achévé de rédiger
le 21 Novembre 2016

Etats-Unis : le temps des incertitudes entre rupture et continuité.

L'élection américaine a pris tout le monde de court. Plus de 90% des observateurs des deux côtés de l'Atlantique n'avaient en effet pas prévu l'élection à la présidence des Etats-Unis d'un homme ayant tenu des propos outranciers durant la campagne présidentielle et proposant de mettre en œuvre des actions aussi radicales en matière de politique étrangère, d'immigration et de politique économique.

Le programme économique de Donald Trump est assis sur trois idées force : une baisse sans précédent de la fiscalité, bénéficiant à toutes les catégories sociales et aux sociétés et rappelant les mesures mises en œuvre par Ronald Reagan en son temps, une relance exceptionnelle des dépenses d'infrastructures, la remise en cause du développement du libre échange avec la volonté affichée de rééquilibrer les échanges commerciaux avec la Chine.

Paradoxalement, après quelques heures de flottement laissant craindre la répétition du Brexit , les marchés financiers ont bien réagi à l'annonce de la victoire de Donald Trump. Le pragmatisme et le ton mesuré du premier discours du nouveau président y sont nécessairement pour beaucoup. Mais il faut aussi y voir le signe d'une certaine forme de résilience des marchés financiers, avec en toile de fond la reprise du cycle économique mondial amorcée depuis plusieurs mois.

Le mouvement de reflation qui devait accompagner la mise en œuvre des mesures de politique économique de Donald Trump devait aller de pair avec la remontée des taux d'intérêt longs, engagée depuis plusieurs semaines, notamment aux Etats-Unis et en Europe. A un horizon de court terme, l'incertitude demeure quant aux décisions qui seront effectivement prises par le nouveau président. Cette incertitude ne sera pas entièrement levée avant le discours d'investiture du 20 janvier 2017.

Sommaire

Etats-Unis : le temps des incertitudes entre rupture et continuité..... 1

Regard Croisé 3

Commentaire des marchés financiers..... 6

Interview 10

 Quatre questions à Pierre Schereck Amundi 10

Annexes..... 14

 Principes de gestion qui guident les gérants d'AssetFi MS..... 14

Lexique..... 16

Directeur de la publication : Laurent BERREBI, Chef Economiste
Gérard SOULARUE, Président AssetFi MS

Ont collaboré à cette note : Pierre Grapin
Quentin Perromat
Jean-Marie Dufour

Regard Croisé

Chaque mois des éléments de l'actualité économique et financière sont analysés par le chef économiste du BIPE et par le directeur général d'AssetFi. Les commentaires de ce mois portent sur le programme économique de Donald Trump et son impact sur les marchés

Quelle lecture peut-on faire du programme économique de Donald Trump ?

Laurent Berrebi, chef économiste du BIPE.

Il est un peu compliqué de savoir ce qui va se passer. En effet Trump a promis beaucoup de choses. Ses promesses représentent l'équivalent de 6000 milliards de dollars supplémentaires de dette publique US, soit à peu près 35 points de PIB. Les Etats-Unis sont déjà à 100 points de dette publique par rapport au PIB : la situation paraît donc compliquée d'autant plus qu'on est déjà en déficit budgétaire.

On peut cependant tracer les conséquences qualitatives du programme de Trump. Ce programme repose sur trois piliers majeurs. Le premier c'est la baisse de la fiscalité pour tout le monde, les plus riches comme pour la classe moyenne américaine. La baisse de la fiscalité porte sur les revenus et comme sur le patrimoine avec une baisse drastique des droits de succession. On attend de la baisse de la fiscalité une relance de la consommation des ménages américains. S'y ajoute une baisse importante du taux d'imposition sur les sociétés afin que les sociétés aillent moins délocaliser leurs revenus à l'étranger et rapatrient leurs revenus aux Etats-Unis. Ce dernier point se traduirait par une rentrée importante de capitaux aux Etats-Unis.

Le deuxième pilier porte sur la relance des dépenses de la défense et d'infrastructures, qui ont un contenu en importations relativement faible. Le programme de relance des dépenses d'infrastructures est estimé à plusieurs centaines de milliards de dollars.

Enfin, le troisième pilier consiste en une amélioration directe du bien-être et du pouvoir d'achat de la classe moyenne américaine. On ne

parle plus ici de fiscalité qui bénéficie à tout le monde, mais du rééquilibrage des relations commerciales, notamment vis-à-vis de la Chine. Trump se réserve d'attaquer la Chine devant l'OMC considérant que son taux de change effectif est manipulé et largement inférieur à son taux de change d'équilibre vis-à-vis du dollar. En outre, Trump veut casser les migrations et le flux migratoire et faire partir une partie des personnes clandestines qui travaillent aux Etats-Unis mais qui sont sujettes à caution en ce qui concerne leur position au sein de la société américaine. Enfin Trump a également fait campagne en faveur de la remontée du salaire minimum, certes beaucoup moins importante que ce qu'avait proposé Hillary Clinton. Cette remontée serait quand même substantielle puisqu'elle porterait le salaire horaire à 10 dollars (au maximum) contre environ 7 dollars actuellement.

Peut-on analyser les réactions actuelles des marchés ?

Laurent,

Les conséquences économiques du programme de Trump sont au nombre de trois. Premièrement, c'est une politique qui est nécessairement reflationniste du fait de la volonté de casser le développement actuel du libre échange. Même si ce n'est pas une politique de repli total sur soi, cela consiste plutôt à arrêter le développement du libre échange avec la remise en cause du traité transpacifique, du traité nord américain de libre échange, parallèlement à la volonté de rééquilibrage des relations commerciales avec la Chine. Moins de libre échange veut dire nécessairement plus d'inflation. Cette remise en cause des échanges internationaux appuierait et amplifierait ainsi la politique

reflationniste de relance de la demande intérieure menée par le biais des dépenses d'infrastructures, du relèvement du salaire minimum et de la baisse des impôts.

Deuxièmement, la relance budgétaire va nécessairement de pair avec des taux moins faibles que ce qu'on a connu jusqu'à présent. Globalement, la relance budgétaire va de pair avec une remontée des taux longs plus forte et dans le contexte actuel américain avec un policy mix différent, impliquant nécessairement un durcissement de la politique monétaire, face à la relance des dépenses budgétaires : le relèvement des taux directeurs de la part de la politique monétaire sera plus important que ce qui avait été anticipé par les marchés jusqu'à présent.

Troisièmement, la remontée des taux aux Etats-Unis est favorable à l'appréciation de la devise américaine, avec un dollar plus fort vis-à-vis de toutes les autres monnaies. Comment va alors procéder Trump face à la vigueur du dollar, pour obtenir le rééquilibrage des relations commerciales en faveur des Etats-Unis ?

Quentin Perromat, directeur général d'AssetFi

Sur les derniers jours, le marché voit clairement une politique reflationniste. On a vu le taux 10 ans américain prendre près de 0,5 % en quelques jours, ce qui est extrêmement violent, sans qu'il y ait eu de déclaration spécifique de la FED sur un changement d'orientation politique.

On s'attendait plutôt à un effondrement des marchés sur les actifs risqués si Trump gagnait. Les investisseurs ont été rassurés par un discours assez modéré qui a calmé les flux vendeurs et derrière les marchés actions ont rebondi. On a commencé à analyser le programme du futur président. Et Les principaux thèmes, qui ressortent pour les marchés, sont : les dépenses en infrastructures, l'ensemble du volet fiscal avec une baisse généralisée des impôts et le volet sur l'immigration qui prévoit notamment l'expulsion d'un à deux millions d'immigrés

illégaux. La conclusion c'est que toutes ces mesures vont dans le sens de la reflation.

Alors, mécaniquement, les taux ont remonté très fortement. Les probabilités de hausse des taux anticipées par le marché en décembre ont continué de progresser dépassant les 80%. La remontée des taux sur décembre est assurée.

Peut-on se projeter sur les 6 prochains mois ?

Laurent

Il est bon de rappeler qu'avant le résultat de l'élection américaine, le consensus était que les marchés allaient baisser dans le cas où Trump serait élu. Globalement, non seulement les marchés n'ont pas baissé mais ils ont même monté. Cette remontée brutale est elle due à un revirement de l'opinion des marchés financiers sur Donald Trump ? En partie, notamment à la suite du discours qu'il a tenu après son élection.

Mais, il faut reconnaître que l'on est dans l'incertitude quant aux conséquences réelles de l'élection de Trump. On ne sait pas exactement quelle sera la partie de son programme qui sera appliquée. Je considère, pour ma part, que cette incertitude aurait plutôt dû être négative pour les financiers, or cela n'a pas été le cas. Globalement, j'en tire la conclusion que les marchés financiers ont une vigueur beaucoup plus fondamentale que ce que l'on dit.

Il y a donc une raison fondamentale à cette vigueur des marchés : c'est le cycle économique mondial. Le cycle économique est en effet en train de se reprendre. Avant l'élection de Trump, les marchés étaient déjà dans les starting block pour monter. L'élection n'a donc pas mis fin au dynamisme fondamental des marchés.

La reprise économique va se poursuivre. Ceci vaut pour les pays développés comme pour les pays émergents. C'est la reflation chinoise, déjà évoquée ici depuis plusieurs mois, qui est à l'origine de la reprise du cycle mondial : elle est en train d'insuffler un nouveau souffle à l'ensemble des économies. Et cela devrait

durer même si l'élection de Trump, du fait de ses conséquences sur le libre échange, peut conduire certains investisseurs à se poser des questions sur les émergents.

Nous sommes donc dans une configuration plutôt positive pour les marchés avec une reprise des actifs risqués et parallèlement une moindre aversion au risque. La remontée actuelle des taux d'intérêt longs est à relativiser car on est à des niveaux qui restent inférieurs à ceux du début de l'année.

D'ici le discours d'investiture que prononcera Donald Trump le 20 janvier et qui devrait lever une grande partie de l'incertitude entourant sa future politique, il y aura des annonces concernant la constitution de son équipe. Les marchés financiers vont scruter ces annonces.

Quentin

Il est vrai que les marchés sont plus solides qu'on ne le pense, car leur réaction est somme toute assez modérée. Ainsi on a connu, le lendemain de l'élection, une journée qui montre bien une certaine forme de résilience des marchés financiers. On est parti, le matin sur le marché électronique, avec des baisses de l'ordre de 4-5% pour terminer finalement à l'équilibre ! Personnellement, je n'ai jamais connu cela.

Avant l'élection de Trump, les indicateurs avancés sont orientés sur toutes les grandes zones géographiques en territoire positif et les indicateurs industriels, auparavant à la peine, sont remontés. Ces indicateurs montrent bien, comme l'a dit Laurent, qu'il y a une reprise et que l'environnement est globalement favorable aux marchés.

Dans les semaines qui viennent, il faut s'intéresser aux flux qui pourraient concerner les pays émergents qui ont plus souffert de la remontée des taux d'intérêt, notamment la dette émergente et les devises locales qui souffrent le plus actuellement en raison de la remontée du dollar. Dans ce contexte, il peut être tactiquement intéressant de revenir sur les émergents après la période volatile afin d'aller chercher des papiers avec un rendement attractif.

Il va falloir également surveiller la mise en œuvre du programme économique de Trump. En fonction du caractère reflationniste de certaines mesures, on aura des mouvements plus ou moins importants sur les taux. Clairement, la FED risque d'ajuster le tir en augmentant le cycle de la remontée des taux directeurs. On aurait alors, même si ce n'est pas notre scénario central, une dynamique qui pourrait dégrader les marchés.

En général, quand les taux commencent à monter aux Etats-Unis on commence à avoir moins d'investissement sur les pays émergents car les rendements des actifs américains sont de plus en plus attractifs. La remontée du dollar va favoriser ce phénomène. On peut cependant garder une allocation raisonnable sur les actifs risqués car le contexte est plutôt favorable. Après, il faudra faire attention à ce qui va se passer en Europe, notamment en Italie. Mais on n'est pas dans la même ampleur de risques que par rapport au Brexit ou aux élections américaines.

Propos recueillis par Pierre Grapin le 16 novembre 2016

particuliers et les entreprises, des investissements importants dans les infrastructures, une renégociation des traités de libre échange et une politique migratoire plus restrictive, l'inflation devrait remonter. Les mesures ne seront pas toutes appliquées, en raison notamment des coûts budgétaires, mais elle devrait redéfinir le « policy mix », adéquation entre la politique budgétaire et monétaire et par voie de conséquence changer la politique monétaire de la FED

Les taux 10 ans américains se sont appréciés sur le mois d'octobre de plus de 0.23% puis depuis le début du mois de novembre de 0.40% au 16 novembre.

Les taux Européens ont suivi cette tendance par contagion mais de manière moins prononcée sur début novembre. La hausse du taux 10 ans allemand est de +0.28% sur octobre et de +0.14% sur début novembre. Les taux court terme ont peu monté en raison du taux directeur et de dépôts bas de la BCE. En revanche, le mouvement a été plus spectaculaire sur les taux périphériques. Le taux 10 ans italien grimpe de fin octobre à début novembre de presque 1.% à 2.12%. Et le 10 ans espagnol est passé de 0.88% à 1.64%. On voit bien que les inquiétudes sur le référendum italien et le secteur bancaire italien pèsent sur la dette souveraine.

Sur les marchés actions, Les mouvements sur octobre ont été hétérogènes. Globalement les actions européennes terminent dans le vert tirées par les secteurs cycliques avec en tête les financières. Sur les Etats-Unis, les performances ont été négatives avec un indice SP500 qui baisse de -1.94%. En revanche sur début novembre la tendance est positive avec un rattrapage du marché américain, les financières sont à l'honneur avec la hausse des taux et le secteur de la santé avec l'élection de Trump qui voit le projet de loi de Clinton sur les médicaments disparaître.

Les obligations d'entreprises de bonne notation, qui sont sur des maturités plus

longues ont souffert de la nette hausse des taux. Sur Octobre, l'indice iBoxx Corpo eur IG baisse de -0.95% et -1.22% sur début novembre. En revanche les obligations de moins bonne qualité ont plus résisté en raison d'une moins forte sensibilité au taux ; l'indice iBoxx Corp HY progresse sur octobre de +1.14% mais baisse sur le mois de novembre de -1.14%.

Le pétrole a d'abord connu une phase haussière sur le mois d'octobre dans l'expectative d'un accord sur des quotas de production des membres de l'OPEP ; le Brent a culminé à plus 53\$ mais l'échec d'accord concret par la suite, ajouter à une tendance haussière sur les stocks de pétrole, a poussé le baril à la baisse. Le Brent chute de -3.77% sur octobre. Le mois de novembre reste très volatil avec le baril et en légère baisse avec la remontée du dollar.

Sur les devises, le dollar s'est raffermi face aux principales devises. La tendance a commencé sur le mois d'octobre avec une baisse de -2.36% de la parité EURUSD soutenue par la perspective de relèvement des taux en décembre. Ensuite, l'élection de Donald Trump a appuyé sur la tendance avec une baisse de -3.03% de la parité EURUSD sur début novembre.

L'indicateur de risque est monté sur octobre et novembre. La hausse est de 9 points sur octobre et de 6 points sur novembre. La hausse s'est faite d'abord en raison de l'enquête du FBI relancée sur Clinton. Ce sont d'abord les actions, plus liquides, avec l'indice de volatilité VIX qui ont fortement réagi. Par la suite, la résilience des marchés actions à l'élection de Donald Trump a fait baisser le risque action. Mais la forte hausse des taux a généré des écartements sur les taux périphériques face aux taux cœur en zone euro. Et les risques émetteurs se sont écartés sur les obligations d'entreprises et sur les obligations émergentes.

Les marchés américains et européens restent nos favoris. La meilleure santé de l'économie mondiale sera un facteur de soutien. Les mesures de Donald Trump donneraient plus de potentiel aux petites et moyennes entreprises. Mais d'une manière générale, les perspectives de croissance pourraient s'améliorer en faisant profiter les autres grandes zones. La récente baisse de l'euro pourrait également donner un peu plus d'oxygène à la zone euro.

Nous sommes un peu moins positifs sur les marchés émergents mais sur des considérations techniques. La hausse du dollar face aux devises locales a pour effet de réduire les flux d'investissement sur ces régions et les actions émergentes pourraient continuer à en souffrir. Mais sur le plan structurel, l'économie et les entreprises de ces pays se portent bien et les flux acheteurs revenir dans les prochains mois.

En terme de secteur, nous évitons les secteurs trop sensibles aux relevées des taux : services aux collectivités locales et télécoms. Nous privilégions notamment le secteur de la

santé avec le projet avorté de lois Clinton. Et nous commençons à regarder les secteurs plus cycliques.

Nous restons positifs sur les obligations à haut rendement aussi bien en euro qu'en dollar. Moins sensibles à la hausse des taux, elles gardent des rendements attractifs et les taux de défaut restent faibles. De plus avec la remontée du pétrole, les inquiétudes sur le secteur énergétique se réduisent.

Sur la dette émergente, nous préférons toujours la dette en dollar sur des durations faibles. Nous privilégions la dette d'entreprises de bonne qualité qui garde une certaine résilience dans des périodes de volatilité sur les émergents.

De manière générale, nous conservons des durations faibles afin de ne pas subir la volatilité des taux sur les prochains mois.

Article rédigé par Quentin Perromat le 18 novembre.

Interview

Quatre questions à Pierre Schreck

Directeur Relations Commerciales Organismes Paritaires et Sociaux AMUNDI

L'épargne salariale et l'épargne retraite offrent des solutions très intéressantes pour constituer une épargne supplémentaire individuelle en vue de la retraite et augmenter le montant des revenus de remplacement au moment du départ à la retraite. Pour mieux comprendre les dispositifs mis en place en France, AssetFi MS a rencontré Pierre Schreck d'Amundi

Quel est le contexte actuel de l'épargne salariale en France ? Quel est son rôle au niveau macroéconomique ?

L'épargne salariale continue de séduire de plus en plus d'entreprises et de salariés. Les chiffres en témoignent : les actifs gérés en épargne salariale ont atteint 117,5 milliards € à fin 2015, Plus de 10,5 millions de comptes porteurs d'épargne salariale, travaillant dans 297 000 entreprises, en sont bénéficiaires (source AFG déc 2015) Nous enregistrons une très belle dynamique sur le Plan d'Épargne pour la Retraite Collectif (PERCO), avec en 2015, 200 000 entreprises ayant mis en place un plan d'épargne retraite et 2 millions de salariés épargnants au PERCO sur un global de 5,5 millions éligibles : ceci démontre tout le potentiel de ce dispositif, dans le cadre de la préparation de la retraite.

La prise de conscience de se constituer une épargne supplémentaire individuelle en vue de la retraite, progresse régulièrement et, pour nous, il est primordial de bâtir avec l'entreprise, les meilleures réponses à la constitution d'une épargne de qualité pour ses salariés et de l'accompagner dans la mise en place et le développement de sa politique des avantages sociaux. Je souligne d'ailleurs qu'une récente enquête menée avec Audirep a confirmé que l'entreprise joue un rôle sociétal majeur dans la constitution de l'épargne retraite et qu'elle est plébiscitée par 74 % des salariés en tant qu'acteur légitime de l'épargne retraite. (étude « La retraite êtes-vous prêt ? » Amundi ESR-Audirep février 2016).

L'épargne salariale et retraite a, de nouveau, battu un record. Pour la 5^{ème} année consécutive depuis 2011, les encours progressent de manière régulière avec, sur le PERCO, un seuil dépassé de 12,2 milliards (à fin décembre 2015). Pour situer, on était seulement à 5 milliards fin 2011, ce qui représente une croissance de 150% en cinq ans et une collecte brute sur le PERCO qui a dépassé pour la première fois les 2 milliards d'euros globalement pour et une collecte nette d'1,5 milliard.

Il faut rappeler le rôle tout à fait fondamental de l'épargne salariale et retraite en matière de financement de l'économie. En effet, les actions représentent 50% des encours. Dans ces 50%, les 4/5^{ème} le sont au titre de l'actionariat salarié. La France est l'un des trois pays au monde qui encourage l'actionariat salarié aux côtés des États-Unis ou du Royaume-Uni. Les Fonds Communs de Placement d'Entreprise (FCPE) qui sont les véhicules d'investissement et qui offrent une gouvernance très appréciée par les entreprises et leurs salariés représentent de l'ordre de 5% du CAC 40 et du SBF 120. Globalement, environ 1/5^{ème} des actions cotées françaises dans le patrimoine financier des ménages sont détenues via l'épargne salariale.

En 2015, l'alimentation brute de l'épargne salariale a atteint un plus haut des 6 dernières années, à 12,5 milliards qui se décomposent ainsi : près de 30% au titre de la participation aux bénéfices obligatoire dès lors que l'on

dépasse le seuil de 50 salariés, 30% au titre de l'intéressement, 20% au titre de l'abondement de l'entreprise qui est une contribution complémentaire de l'entreprise à l'acte d'épargne du salarié et 20% au titre du versement volontaire et épargne temps.

Tels sont les chiffres de la macroéconomie d'ensemble de l'écosystème. Ils montrent la grande résilience de l'épargne salariale. Pour le dispositif de retraite du PERCO, l'abondement de l'employeur représente 33% des flux d'alimentation et les versements volontaires qui sont de 22% en moyenne globale, se montent à 27%.

Une réforme est intervenue au 1er janvier 2016, sous l'égide de la loi Macron. En quoi peut-elle être facteur de dynamisme pour l'épargne salariale et retraite ?

Sans bouleverser le paysage, la loi Macron a renforcé et simplifié l'épargne salariale. Une démarche pragmatique a été menée avec la collaboration du Copiesas dont nous saluons très sincèrement la méthode, la rapidité d'exécution et l'ensemble des travaux. (Le Copiesas est l'ancien Conseil supérieur de la participation qui a été relancé à cette occasion. Il associe toutes les parties prenantes de l'épargne salariale.)

Quatre points illustrent cette démarche pragmatique de renforcement et de simplification :

- Premièrement, un recentrage sur les fondamentaux de l'épargne salariale a été effectué. L'épargne salariale est de l'épargne et il est important de rappeler qu'elle appartient évidemment de facto aux salariés.

C'est, pour nous, un point clé quand on sait qu'il y a eu plusieurs mesures historiques de déblocage de la participation pour tenter de relancer la consommation, ce qui était fondamentalement antinomique avec l'acte d'épargne.

- Deuxièmement, l'intéressement est aligné sur le mode opératoire de la participation. Dorénavant, l'intéressement et la participation sont tous les deux épargnés par défaut, alors que jusqu'à présent l'intéressement était payé par défaut.

- Troisième point, la « gestion pilotée » est dorénavant la formule d'investissement par défaut dans le PERCO. Dès lors que l'on parle de PERCO, on a, par définition, un horizon réputé plus lointain, et on assistait à cet anachronisme inefficace, car 33% des avoirs investis dans un PERCO l'étaient sous la forme monétaire !

La gestion pilotée, qu'est-ce que c'est ? C'est une gestion qui, en fonction de l'âge de l'épargnant et donc de sa future date de départ en retraite, désensibilise progressivement les investissements risqués au profit d'investissements moins risqués, donc des actions vers les produits de taux moyens ou courts.

Cela permet d'aller capter le rendement du marché action, si la date est suffisamment éloignée, par rapport à celle du départ à la retraite, et de réduire progressivement l'exposition aux risques actions.

Pour nous, c'est tout à fait fondamental, parce que cela permet de remettre de la pédagogie au « centre du village ». Cette formule par défaut rappelle les bases de la gestion d'un investissement à long terme.

- Quatrième point : la réforme prévoit de baisser le forfait social à 16% (au lieu de 20%) sur l'intéressement, la participation et l'abondement versés dans le PERCO, sous réserve de deux conditions cumulatives : affectation par défaut des sommes à un système permettant de limiter progressivement les risques financiers, de type « gestion pilotée », et allocation de l'épargne à un fonds investi à 7% au minimum de son actif en titres éligibles au PEA-PME destiné au financement des Petites et Moyennes

Entreprises et aux Entreprises de Taille Intermédiaire, dans le cadre de cette gestion pilotée.

Pour nous c'est un premier pas extrêmement encourageant sur le long terme.

Comment les gestionnaires d'actifs vont-ils adapter leur offre financière dans le nouveau contexte de très bas taux d'intérêt ?

La loi Macron permet plus de diversification dans les investissements de long terme à l'intérieur des Fonds Communs de Placement d'Entreprise (FPCE) comme par exemple l'investissement dans les actifs réels ou les OPCI (Organisme de Placement Collectif Immobilier). Ces derniers permettent d'offrir aux investisseurs l'accès à l'immobilier, majoritairement dans l'immobilier d'entreprise. On connaît les mérites et les vertus de cette thématique d'investissement qui fait partie d'une base de gestion long terme. Ce nouveau cadre réglementaire rend ainsi possible le lancement de nouvelles solutions d'épargne, qui jusqu'à présent étaient plutôt réservées à des investissements de type « family office ».

Notre groupe vient de lancer un nouveau fonds : Amundi Convictions ESR qui met à la disposition des entreprises et de leurs salariés une nouvelle solution spécialement conçue pour le PERCO (Plan d'Épargne Retraite Collectif d'Entreprise) et son horizon d'investissement à long terme. Ce FCPE repose sur une gestion de conviction principalement investie en actions et capitalise sur les opportunités offertes par la loi Macron. Il se concentre sur les actifs et les thématiques d'investissement présentant les meilleurs potentiels sur longue période et s'articule autour de 3 axes structurants :

1. Des thématiques choisies pour leur capacité à délivrer de la valeur de façon pérenne (allocation cible : 65 % actions) autour des grands défis - climatique, démographique, technologique – déterminants pour l'économie du futur et puissants catalyseurs pour la croissance

2. Le financement de l'économie (allocation cible : 20 % actions), en accordant une place marquée aux actions des PME et ETI européennes, cotées mais aussi non cotées, afin d'accompagner leur développement et de tirer parti de la dynamique particulière de cet univers.

3. L'investissement en actifs réels (immobilier via des parts d'OPCI, or via des ETC (Exchange Traded Commodities) ; allocation cible : 15 %), dont les vertus décorrélantes et les capacités de rendement sont optimales, à condition de s'inscrire dans la durée.

Ces solutions d'investissement ont été créées et rendues possibles par la loi Macron. Dans le contexte des très bas taux d'intérêt que nous connaissons aujourd'hui, c'est, pour nous, gestionnaires d'actifs important de pouvoir répondre ainsi aux besoins des épargnants en élargissant notre offre.

En quoi l'actionnariat salarié peut-il intéresser les salariés des PME –ETI ?

L'actionnariat salarié s'est développé en France en volume dans les grandes entreprises, car lors de la privatisation des grands groupes nationaux, une part du capital a été réservée aux salariés. Le dispositif s'est ensuite répandu dans d'autres grandes entreprises.

La dynamique se conforte d'année en année et nous avons en 2016 un programme historiquement inégalé. Je rappelle qu'Amundi Asset Management a une part de marché de l'ordre de 55% avec 27,5 milliards d'euros sous gestion sur un total d'encours d'actionnariat salarié de 50 milliards (au 30 juin 2016).

Il est important de souligner qu'il existe un véritable intérêt des entreprises de taille intermédiaire (ETI) et de plus en plus de grosses PME pour ce dispositif. Les opérations sont plus discrètes que dans les grandes entreprises car les sociétés non cotées ne font pas de publicité sur leurs opérations. Ces entreprises souhaitent associer davantage leurs salariés au capital de

l'entreprise et créer un intérêt commun entre les actionnaires, les dirigeants et les salariés.

L'actionnariat salarié dans les ETI et les PME permet à tous d'être informé précisément sur la vie de l'entreprise et sur sa stratégie de développement et ce, quel que soit son statut,

Tous les dispositifs peuvent être mis en œuvre : création d'un fonds d'actionnariat dédié, attribution gratuite d'actions, stock-options, bons de souscription, etc. Amundi ESR (Epargne Salariale et Retraite) entend jouer un rôle moteur dans l'accompagnement de tous ces dispositifs.

Interview réalisée par Pierre Grapin
Le 29 septembre 2016

Annexes

Principes de gestion qui guident les gérants d'AssetFi MS

Sécurité

La sécurité du capital est primordiale, procurer un rendement ne suffit pas.

Seule la recherche de sécurité à travers l'organisation du suivi et du contrôle et la mise en œuvre de ceux-ci permettent de garantir une performance régulière pour un niveau de risque accepté.

Service

Chaque client est porteur d'enjeux et d'objectifs qui lui sont propres. Des solutions spécifiques sont élaborées pour chaque investisseur en fonction de sa problématique. La satisfaction du client est ancrée dans notre culture. La recherche de solutions adaptées au contexte de nos clients permet la fixation d'objectifs réalistes.

Innovation

L'innovation revêt plusieurs formes :

- la façon dont nous identifions et formalisons les objectifs de nos clients ;
- le dispositif de gestion ou de conseil que nous lui proposons ;
- L'organisation de travail spécifique que nous instaurons (en respectant toujours les principes de séparation des tâches) ;
- la mise en œuvre d'outils de suivi et de contrôle adaptés aux besoins de chaque client.

Adaptabilité

La relation mise en place avec nos clients se caractérise par un grand respect mutuel, une grande flexibilité et disponibilité de la part des collaborateurs et dirigeants d'AssetFi Management Services.



11/13 rue René Jacques - Immeuble Le Vivaldi
92130 Issy-les-Moulineaux
Tél. : 33 (0)1 55.95.91.30
Email : infoams@assetfi.fr
www.assetfims.fr



Partenaire d'AssetFi Management Services pour
les analyses macroéconomiques et sectorielles.
Il participe également à l'élaboration de cette note mensuelle.

www.bipe.fr

Lexique

EONIA (Euro OverNight Index Average) : c'est un indice calculé chaque jour ouvré qui indique la valeur du taux pratiqué au jour le jour sur le marché interbancaire (emprunts et prêts des banques entre elles) pour les opérations libellées en euros. L'EONIA est calculé par la BCE (Banque Centrale Européenne) comme la moyenne des taux des prêts accordés un jour donné par un panel de 57 établissements bancaires représentatifs de la Zone euro dont 47 établissements de la Zone euro proprement dite et 10 établissements bancaires de pays européens susceptibles d'intégrer à terme la Zone euro, ou encore de pays hors Union Européenne (trois banques américaines, deux japonaises et une suisse) mais dont les volumes de transactions en euros sont significatifs.

Euribor 3 mois (Euro Interbank Offered Rate) : taux moyen publié chaque jour par la Fédération Bancaire Européenne (via l'agence Reuters) et qui est le taux auxquels 41 banques de l'Union européenne et huit banques internationales de premier rang se prêtent et s'empruntent des euros pour une période de trois mois.

Bund : il s'agit de l'emprunt à 10 ans émis par l'État fédéral allemand.

iTraxx Main : les indices iTraxx® sont publiés par Markit, principal fournisseur d'indices de dérivés de crédit en Europe et en Asie. Ce sont des indices synthétiques, représentatifs de Credit Default Swap (CDS) faisant référence à la qualité de crédit d'entreprises sélectionnées. L'indice iTraxx main est composé des 125 CDS les plus liquides du marché. La liste des sous-jacents des séries est revue deux fois par an et les nouvelles séries sont émises en mars et en septembre par Markit.

iTraxx Crossover : la série iTraxx® Crossover offre une exposition aux dérivés de crédit sur 50 entreprises européennes de l'univers du « high yield », émetteurs à haut rendement notés au mieux BBB- (Standard & Poor's).

CAC 40 : le CAC 40, qui prend son nom du système de Cotation Assistée en Continu, est le principal indice boursier d'actions de la place de Paris.

Dow Jones Euro Stoxx 50 : indice boursier européen lancé en février 1998 et constitué de 50 des plus grandes valeurs européennes de l'indice plus large DJ Euro Stoxx.

Nikkei 225 : le Nikkei 225 est le principal indice boursier d'actions de la bourse de Tokyo. Il est composé de 225 sociétés.

CRB : l'indice Reuters-CRB (CCI) est un indice des prix des matières premières, publié pour la première fois en 1958. Aujourd'hui, il est composé des prix de 19 matières premières cotées.

Carry Trade : transaction financière qui permet à une négociation d'obligations d'emprunter des fonds à long terme. Dans le cas du Japon, les investisseurs empruntent à des niveaux de taux proches de zéro et les investissent majoritairement dans des obligations américaines.

Courbe des taux : décrit la relation entre la maturité d'une obligation et son rendement. Nous l'utilisons fréquemment pour les obligations d'État (OAT). Si la courbe des taux a souvent une pente positive (plus la maturité est éloignée, plus le taux d'intérêt est élevé), il arrive qu'elle prenne d'autres formes (inversée, en U, etc.).

Aplatissement de la courbe des taux : désigne la convergence des taux courts et des taux longs sur un même niveau.

Déflation : caractérise une période suffisamment longue durant laquelle une baisse générale des prix est observée. La déflation est donc l'opposée de l'inflation. En règle générale, la déflation est la traduction d'un net ralentissement ou d'une baisse de la demande, et elle est associée à une période peu favorable à l'activité économique. La déflation ne doit pas être confondue avec la désinflation qui est un ralentissement de taux d'inflation, c'est-à-dire que le niveau général des prix augmente à un taux décroissant.

Event Driven : stratégie de la gestion alternative qui spéculé sur toutes les situations atypiques de la vie des entreprises : changement de management, rapprochement (changement de management, rapprochement, etc.).

Future : un contrat standardisé, côté et transférable qui exige la livraison d'une matière première, d'une monnaie, d'une obligation, d'un index ou d'un taux à un prix et à une date spécifiée d'avance sur le contrat. Les contrats futures sont en fait des contrats à terme car ils obligent à réaliser une certaine transaction à une date précise. Mais les futures se distinguent des contrats à terme du fait qu'ils sont standardisés, sont échangés sur un marché organisé, sont régulés par des agences de contrôle et garantis par des centres d'échange et de compensation.

Gestion alternative : se définit comme une gestion décorrélée des indices de marchés. Elle se fonde sur d'autres situations que la hausse des cours enregistré des gains. Elle repose donc sur des stratégies et des outils à la fois diversifiés et complexes.

Gestion directionnelle : une stratégie de la gestion alternative qui parie sur l'évolution du marché dans un sens.

High Yield : obligations non convertibles émises par des entreprises présentant généralement un niveau d'endettement élevé, ayant un profil risqué et portant un rendement élevé.

Inversion de la courbe des taux : lorsque les taux longs deviennent inférieurs aux taux courts, cela décrit le phénomène « d'inversion de la courbe des taux ».

Investment Grade : obligations correspondantes à un niveau de risque faible et ayant comme notation des agences de rating situées entre AAA et BBB selon l'échelle de Standard & Poors.

Long/Short : une stratégie de la gestion alternative qui tire profit des hausses comme des baisses du marché actions en associant un investissement à la hausse (long) dans des titres jugés sous-évalués avec des positions à la baisse (short) sur des sociétés surévaluées.

Obligation privée/Crédit : titre de créance négociable représentatif d'une fraction d'un emprunt émis par une entreprise. En tant que créancier d'une entreprise, le porteur d'une obligation ne court pas le risque industriel de celle-ci puisque sa rémunération est contractuelle. Il sera remboursé avant les actionnaires en cas de faillite de l'entreprise. En contrepartie, il ne bénéficie pas des droits sociaux liés à l'action (droit au bénéfice et droit à la gestion de l'entreprise via le droit de vote).

Opportunités d'arbitrage : les stratégies d'arbitrage consistent à profiter des inefficiences du marché (différences de cours entre deux placements identiques ou semblables sur le même marché ou sur des marchés différents) et de réaliser des gains.

Option : contrat entre deux parties par lequel l'une accorde à l'autre le droit (mais non l'obligation) de lui acheter (**option** d'achat) ou de lui vendre (**option** de vente) un actif, moyennant le versement d'une prime. L'achat (ou la vente) de cet actif se fera à un prix déterminé (prix d'exercice), durant une période (période

d'exercice pour les **options** dites « américaines ») ou à une date précise (**date d'exercice** pour les **options** dites « européennes »). Le fondement de l'**option** est la rémunération du **risque**.

Prime de risque : la prime de risque d'un marché financier mesure l'écart de rentabilité attendue entre le marché dans sa totalité et l'actif sans risque (l'obligation d'État). Pour déterminer la prime de risque propre à chaque titre, il suffit ensuite de multiplier la prime de risque du marché par le coefficient bêta du titre en question.

Spread : écart. Dans le cas des obligations gouvernementales, le spread désigne souvent l'écart entre taux longs et taux courts. Dans le cas des obligations privées et corporates, le spread désigne le plus souvent l'écart de rendement entre les obligations d'État et les obligations corporates qui doivent avoir des meilleurs rendements du fait de la prime de risque de crédit.

Volatilité : la volatilité de la valeur (ou du taux de rentabilité) d'un titre financier caractérise l'amplitude des variations de la valeur (ou de la rentabilité) de ce titre. Cette volatilité se traduit mathématiquement par une variance ou un écart-type. Dans une économie de marché, elle mesure en fait le risque de ce titre : plus un titre financier est risqué, plus son cours est volatil, et réciproquement.