

Février 2015



Allocation d'actifs
**Banques
centrales**

Inflation

Pétrole

Grèce

Banque nationale Suisse

Fusions et acquisitions

Émergents

Café

Secteur de l'assurance

Sommaire

Repères

Allocation d'actifs : stratégies d'investissement d'Amundi

Page 4

Crédibilité et efficacité : les maîtres-mots des banques centrales

Depuis quelques années, les marchés financiers sont entre les mains des banques centrales, pour le meilleur et pour le pire. Le récent QE de la BCE en fournit un nouvel exemple de taille. Le geste de la BCE est de nature à éloigner toute crainte de hausse des taux, courts et longs, tandis que la liquidité injectée rassure quant à l'orientation des actifs risqués. Cela ne signifie pas pour autant la disparition des risques, la Grèce aujourd'hui, l'Espagne demain.

> FOCUS > Le QE de la BCE, un atout pour la croissance de la zone euro

Facteurs de risque

Page 8

Contexte macroéconomique

Page 9

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 10

Grèce

1 Syriza : le dénominateur commun nécessaire à la résolution du problème de la dette grecque

Page 11

Au cours des cinq dernières années, la Troïka a échoué à relancer l'économie grecque avec ses solutions conventionnelles car elle passe à côté du problème : la Grèce a besoin d'un printemps économique pour croître à nouveau. Au-delà de l'alternance politique, Syriza a mis la Grèce en position de négocier des conditions meilleures sur sa dette en contrepartie de la mise en œuvre de réformes à la fois politiquement et économiquement bénéfiques à toutes les parties.

2 Le fardeau de la dette grecque peut encore être allégé sans effacement de capital

Page 13

La dette publique grecque a une structure très spécifique et la question de sa soutenabilité est, à court terme du moins, très distincte de celle de son montant.

Pétrole

3 Ce qui fait peur aux banques centrales : que l'impact de la baisse des prix du pétrole sur l'inflation ne soit pas transitoire

Page 15

La baisse des prix du pétrole fait mécaniquement baisser l'inflation. Toute la question est de savoir si l'impact sur l'inflation sera temporaire ou permanent.

4 Quid de l'impact des cours du pétrole sur les marchés boursiers ?

Page 16

L'histoire montre que la remontée des prix du pétrole n'est pas toujours gagnante pour les valeurs du secteur ! Raison de plus d'être circonspect après l'effondrement puis le rebond récent des cours du brut. Sans préjuger du très court terme, l'ambition de cet article est de donner quelques indications pratiques sur les gagnants et les perdants de la nouvelle donne pétrolière.

Suisse

5 La BNS préfère la déflation à l'instabilité financière

Page 18 

Le 15 janvier, la Banque nationale suisse (BNS) a complètement supprimé le plafond de 1,20 franc suisse pour 1 euro, instauré il y a 3 ans et demi, marquant une évolution radicale de sa politique visant à juguler l'influence de la zone euro sur son économie. Dans cet article, nous expliquons les raisons qui ont poussé la BNS dans cette voie et les conséquences potentielles.

> FOCUS > Impact sur les autres pays européens

Fusions - Acquisitions

6 Le M&A est de retour

Page 20

Le marché des fusions-acquisitions est de nouveau en ébullition après plusieurs années de calme relatif. Comment expliquer ce regain dans un contexte économique morose ?

Émergents

7 Marchés de taux : perspectives positives malgré les risques

Page 22

2014 a été difficile pour les marchés de taux des pays émergents : décollectes, risques géopolitiques et électoraux, chute libre des cours pétroliers et fin du *tapering* de la Fed. En revanche, 2015 s'annonce beaucoup mieux pour la dette des marchés émergents, qu'elle soit en devise forte ou locale. Il existe beaucoup de raisons d'être optimiste. Et le QE de la BCE n'est pas la moindre.

8 Économies émergentes : confrontées au meilleur comme au pire

Page 27

L'annonce d'un QE par la BCE est une puissante incitation à la recherche de rendement. Pour les émergents cette conclusion est loin d'être immédiate puisque les conditions actuelles entre dollar fort et conséquence de l'effondrement des prix du pétrole demeurent difficiles.

Café

9 Volatilité des prix et déficits de production : où en est le marché du café ?

Page 31

Les prix du café ont été très instables ces dernières années. Après une tendance baissière pendant deux ans, les prix du café ont nettement rebondi en 2014. Face à la solidité de la demande mondiale, aux niveaux des stocks historiquement bas et aux risques pesant sur la récolte du fait de la sécheresse au Brésil, les prix du café devraient rester élevés en 2015.

Éclairage sectoriel

10 L'assurance, un secteur attractif pour les investisseurs en quête de rendement

Page 33

Les assureurs ont fait des efforts considérables pour obtenir un niveau de solvabilité adéquat, pour faire remonter leurs excédents de *cash* vers leurs sociétés holding et pour les redistribuer à leurs actionnaires.

Allocation d'actifs : stratégies d'investissement d'Amundi

Crédibilité et efficacité : les maîtres-mots des banques centrales

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

Depuis la crise financière de 2007-2008, et bien avant pour certaines d'entre elles (la Banque du Japon notamment), les banques centrales jouent un rôle majeur dans la détermination des prix des actifs financiers... à tel point que leurs décisions sont de nature à déterminer des tendances lourdes.

Dépendre fortement des banques centrales est cependant à double tranchant. Cela peut être pour le meilleur, comme pour les différents QE américains, les LTRO ou encore le tout récent QE souverain de la Banque Centrale Européenne (voir encadré) qui ont tous apporté de la confiance ou évité le pire... mais cela peut être aussi pour le pire, en témoigne le renversement récent et soudain de la politique de change de la Banque Nationale Suisse qui a quant à lui, généré volatilité et mouvements brutaux.

Quoi qu'il en soit, avant d'être **efficace**, une politique monétaire se doit d'être **crédible** afin d'éviter des dommages irréversibles. Pour cela, il faut des mesures lisibles, d'ampleur suffisante, bien ciblées, non controversées au sein même de l'institution qui les prend, et dont la mise en place est simple.

La **Banque du Japon** (BoJ) a une politique monétaire crédible : parfaitement lisible, n'hésitant pas à prendre des mesures de grande ampleur, elle a permis de maintenir les taux longs à des niveaux extrêmement bas et à nettement affaiblir le yen, ce qui a favorisé les entreprises japonaises, poussé les profits et les marchés d'actions à la hausse. Certes, l'activité économique est encore faible, mais cela est essentiellement dû à la difficulté à hausser la croissance potentielle de l'archipel. Rappelons également qu'une grande partie de la crédibilité de la politique monétaire repose sur le fait qu'elle a été accompagnée par une politique budgétaire et fiscale (jusqu'à la récente hausse de TVA du moins) qui a conforté son action, et donc renforcé son efficacité.

La politique monétaire de la **Réserve Fédérale** (Fed) a elle aussi bénéficié d'une grande crédibilité, et l'ampleur des mesures adoptées, ainsi que l'accompagnement budgétaire, en ont assuré son efficacité. Sortir du QE a été difficile, et les écarts entre prévisions de la Fed, discours officiels et anticipations de marché montrent bien à quel point la « normalisation » de la politique monétaire est un exercice compliqué.

En Suisse, c'est le retour à une politique de change « normale » qui a été difficile. Le cas de la **Banque Nationale Suisse** (BNS) est particulièrement intéressant, car il nous a fait faire un bond en arrière de 30 ans, à l'époque où les banquiers centraux veillaient à surprendre les marchés financiers. Il est vrai que le corpus théorique lui-même indiquait qu'une politique monétaire est efficace uniquement si elle est non anticipée. La protection de la BNS sur la parité EUR/CHF a fait long feu, et la situation reste incertaine : pour éviter une nouvelle dépréciation de l'EURO contre CHF, une conséquence somme toute légitime suite au QE de la BCE, la BNS va sans doute devoir poursuivre ses achats de devises.

Rappelons à tous ceux qui trouveraient le bilan de la Fed ou de la BCE trop élevés (plus de 20 % du PIB, et bientôt près de 30 % dans le cas de la zone euro), ou celui de la BoJ déraisonnable (60 % du PIB), que celui de la BNS est déjà proche de 85 % du PIB !

La **Banque Centrale Européenne** (BCE) a de son côté décidé de mettre en application un vaste programme non conventionnel. Celui-ci a été jugé crédible par les marchés financiers, une bonne chose pour la suite.

L'essentiel

Depuis quelques années, les marchés financiers sont entre les mains des banques centrales, pour le meilleur (BoJ, Fed, BCE...) et parfois pour le pire (BNS). Le récent QE de la BCE en fournit un nouvel exemple de taille. Le geste de la BCE est de nature à éloigner toute crainte de hausse des taux, courts et longs, tandis que la liquidité injectée rassure quant à l'orientation des actifs risqués.

La première épreuve du QE, celle de la crédibilité, a été franchie avec succès, et notre allocation d'actifs reste positionnée en faveur des actifs de la zone euro, actions en tête. La seconde épreuve, celle de l'efficacité, est tout aussi importante : il s'agit désormais de revitaliser la croissance de la zone (remettre en ordre de marche des canaux de transmission de la politique monétaire encore bloqués), et de repousser les risques politiques et sociaux. Autrement dit, le QE rassure, même si cela ne signifie pas pour autant la disparition des risques, la Grèce aujourd'hui, l'Espagne demain...

“ Avant d'être efficace, une politique monétaire se doit d'être crédible ”

“ Un policy-mix globalement crédible au Japon ”

“ Suisse : retour aux années 80! ”

> **Le QE de la BCE, un atout pour la croissance de la zone euro**

Le 22 janvier, la BCE a franchi le Rubicon, et a annoncé la mise en place d'un vaste programme de QE souverain. Ce n'est pas une totale surprise, Mario Draghi avait annoncé il y a de nombreux mois son désir de voir le bilan de la Banque centrale revenir à celui qui prévalait en 2012. Ce qui était incertain, c'était les moyens à mettre en place pour arriver à cet objectif. Il ne faisait pas l'ombre d'un doute que les programmes de « covered bonds » et d'ABS ne suffiraient pas à y parvenir, et tout le monde s'accordait à penser qu'un QE souverain serait la seule façon de réaliser un tel objectif... à condition que les positions divergentes au sein même du conseil de la BCE puissent être aplanies. C'est désormais chose faite, ou presque. En tout cas, un consensus a été trouvé, en voici les grandes lignes :

- Un programme d'achats de titres souverains, d'ABS et de « covered bonds » de 1 140 Mds d'euros, soit un peu plus de 10 % du PIB de la zone, et une augmentation de 50 % du bilan de la banque centrale ;
- Des achats basés sur les contributions relatives de chaque pays au capital de la BCE ;
- Seuls pourront être achetés des titres émis par des États qui sont « investment grade » et ceux des États sous assistance ;
- 80 % du risque demeure au sein des banques centrales nationales (une mutualisation de la dette modérée) ;
- Des achats de titres de 60 Mds par mois ;
- La BCE ne pourra pas acheter plus de 33 % de chaque émetteur et plus de 25 % d'une émission ;
- Le QE est adopté à l'unanimité comme étant un outil de politique monétaire visant à combattre la déflation, menace à l'objectif – unique – de stabilité des prix ;
- Un programme débutant en mars 2016 et se terminant en septembre 2016 ;
- Un programme extensible si les pressions déflationnistes persistent ;
- Des achats de maturités allant de 2 ans à 30 ans ;
- La possibilité d'acheter des titres à rendement négatifs.

Malgré l'hostilité de certains pays, la BCE a donc procédé à la mise en place d'un vaste programme de QE souverain tout en véhiculant quelques messages forts, de façon implicite ou tout à fait explicite :

- Par le maintien d'une grande partie du risque dans les bilans des banques centrales nationales et du fait de l'adoption de règles d'achats pouvant être / devenir restrictives, elle a cependant veillé à ne pas envoyer un message de mutualisation de la dette, un message important pour l'Allemagne ;
- En n'excluant pas certains pays, du moins en début de programme, elle a permis de calmer les craintes des marchés financiers. Mais elle a renouvelé son souhait de voir certains pays procéder à davantage de réformes ;
- En signalant qu'il s'agissait d'un outil de politique monétaire visant à combattre la déflation, une menace pour la stabilité des prix (sa mission unique), elle rappelle qu'elle n'a pas pour vocation de se substituer aux États dans le financement de la gestion de leurs finances publiques. Elle n'a d'ailleurs pas manqué de rappeler à quel point la discipline budgétaire était cruciale ;
- En laissant ouverte la possibilité de poursuivre dans la voie du QE, elle affiche la pérennité de son approche.

Ce QE sera-t-il efficace ? Tout va dépendre de sa capacité à réactiver les canaux de transmission habituels de la politique monétaire : le canal du change, le canal des taux d'intérêt, le canal de la liquidité et des effets de richesse, le canal des anticipations d'inflation et de croissance (la confiance).

Sur certains aspects, ce programme est tardif, sur d'autres, il vient sans aucun doute à point nommé.

Au total, les taux – courts et longs - n'en finissent plus de baisser, dans les pays périphériques, bien sûr, mais aussi dans les pays du cœur (le taux 10 ans

“
BCE : un QE crédible
”

“
Le QE, un outil de politique monétaire, pas un outil servant les dérives en matière de dettes
”



allemand vient d'atteindre son plus bas historique, à 0.34 %). Il y a un peu plus d'un an, 40 % « seulement » de l'univers du crédit (obligations souveraines, obligations d'entreprises, industrielles et financières) livraient un rendement inférieur à 2 %. Ce pourcentage est désormais de 87 %. 13 %, telle est donc la proportion de l'univers du crédit en Europe qui donne un rendement supérieur à 2 %... mais 13 %, c'est également la proportion de l'univers qui donne un rendement négatif. Cela a de multiples conséquences :

Qu'est-ce que cela signifie exactement ?

- En premier lieu, cela veut dire que pour apporter du rendement, il est nécessaire d'aller de plus en plus long en durée, et de plus en plus bas en termes de rating... autrement dit, d'ajouter du risque dans les portefeuilles.
- Cela signifie également que l'actif sans risque soustrait de la valeur ajoutée à la minute même où s'effectue l'investissement... drôle de caractéristique pour un actif sans risque.
- Le potentiel de baisse des taux – les taux long allemands, par exemple - étant limité, l'actif sans risque censé protéger d'une éventuelle perte sur les actifs risqués, n'offre plus aucune protection, ou si peu. En témoigne le repli marqué des actions au mois d'octobre, que les quelques points de base de baisse sur les rendements obligataires – y compris sur la partie ultra-longue de la courbe - n'ont pu compenser.
- Pour macro-hedger un portefeuille, l'obligataire ne sert plus à grand chose, et l'utilisation de *futures* et autres produits soumis aux appels de marge est inévitable... sauf à utiliser les T-Bonds US (qui offrent encore du rendement).
- Autre conséquence, toute erreur sur un investissement en actif risqué peut être fatale pour la valorisation d'un portefeuille, ce qui incite à une plus grande prudence et/ou favorise une plus grande volatilité sur les marchés financiers, actifs risqués en tête.
- Enfin, cela montre, si besoin était, à quel point les marchés financiers sont entre les mains des banques centrales.

Quoi qu'il en soit, notre allocation d'actifs, qui a une forte inclination pour les actifs risqués était, rappelons-le, positionnée dans l'attente d'un vaste QE, et n'était en rien liée à un quelconque optimisme sur la croissance économique. Nous étions – et sommes encore – parmi les plus pessimistes en la matière. Nous ne nous positionnons pas dans un monde de croissance solide, mais dans un monde de politiques de reflation.

Notre allocation mise donc sur :

- Une dépréciation de l'euro ;
- La hausse des marchés d'actions ;
- Une surperformance des actions euro ;
- Une surperformance du segment HY ;
- La surperformance du marché obligataire d'entreprises européen ;
- La poursuite du resserrement des spreads souverains ;
- La baisse des taux d'intérêt (long durée en noyau dur de la zone euro).

Quatre risques majeurs persistent, s'agissant de la zone euro. Les trois premiers sont négatifs pour la zone, tandis que le dernier pourrait s'avérer être un facteur extrêmement favorable :

Risque # 1 : l'intensification des risques de déflation.

La BCE s'est engagée dans un vaste programme de QE. Qu'il ne soit pas capable de revitaliser emploi et activité, et il en sera fini du confort tout relatif sur les perspectives de croissance. Les craintes sur la solvabilité de certains États ne manqueraient pas de refaire surface, avec les impacts sur les spreads souverains.

Risque # 2 : Grèce, en route vers un défaut ou une sortie de l'Union économique et monétaire.

Doit-on s'attendre au pire avec la Grèce ? Rien n'est moins sûr. Ce pays a tout intérêt à rester dans l'UEM, et à négocier un aménagement de sa dette publique (maturité, taux) sur la partie (75 % de sa dette) qui est entre les mains des institutions (BCE, FESF, FMI...). Que l'on s'inquiète d'un défaut ou que l'on



L'actif sans risque soustrait de la valeur ajoutée à la minute même où s'effectue l'investissement



Nous ne nous positionnons pas dans un monde de croissance solide, mais dans un monde de politiques de reflation



Effet - QE et effet - pétrole, deux bonnes raisons de garder une dose d'optimisme



reparle de sortie de l'UEM, et ce sera alors une toute autre affaire. Le fait que la Grèce ne soit pas un risque systémique n'empêcherait pas qu'il y ait de la contagion.

Risque # 3 : Espagne, la Grèce en exemple ?

La victoire, en Grèce, d'un parti anti-austérité et souhaitant renégocier sa dette publique pourrait faire des émules dans l'électorat espagnol. Le tout jeune parti Podemos, fondé en janvier 2014, met en avant des thèmes similaires, dont l'hostilité à l'austérité budgétaire et à la troïka (UE – BCE – FMI). Il prône également la volonté de renouer avec une plus grande démocratie et souveraineté, et souhaite procéder à la restructuration de la dette publique et de la dette des ménages, incluant l'annulation de certaines dettes. Les élections générales espagnoles se tiendront au plus tard le 20 décembre 2015. Elles permettront de désigner la nouvelle majorité et le prochain président du gouvernement d'Espagne. Selon les derniers sondages, Podemos et le Partido Popular (PP) seraient en tête (25 % des suffrages chacun), devant le PSOE (20 %).

Risque # 4 : une sous-estimation de la croissance économique (effet QE et effet pétrole).

La zone euro bénéficie d'une conjonction d'événements favorables : un vaste QE, que les marchés financiers ont jugé crédible, et la baisse – durable- du prix du pétrole. Sans sous-estimer les pressions déflationnistes actuelles, ces deux éléments sont de nature à exercer un impact « reflationniste » non négligeable. Qu'il en soit ainsi, et alors il apparaîtra vite évident que l'on sous-estime la croissance économique pour 2015, tandis que les risques d'une nouvelle crise disparaîtront. Cela favoriserait les classes d'actifs risqués de la zone euro, ce qui conforterait encore plus notre allocation d'actifs actuelle.

ALLOCATION D'ACTIFS PERSPECTIVES COURT TERME



(--) Nettement sous-pondéré
 (-) Sous-pondéré
 ● Neutre
 (+) Surpondéré
 (++) Nettement surpondéré

TYPE DE PORTEFEUILLE

Portefeuilles d'actions

- Préférer les actions zone euro
- Long actions japonaises
- Neutre à sous-pondéré en actions US
- Bêta du portefeuille maintenu à neutre
- Marchés émergents : choix pays clivant...
 - surpondéré Inde, Thaïlande, Pérou et Mexique
 - neutre Chine, Turquie, Brésil, Afrique du Sud et Indonésie
 - sous-pondéré : Malaisie, pays du Golfe, Grèce, Taiwan, Russie, Corée, Colombie et Chili
- Rester long USD, short JPY et EUR

Portefeuilles obligataires

- Long duration sur cœur zone euro (et en dollar)
- Stratégies d'aplatissement des courbes de taux
- Surpondération crédit, plus spécialement Europe High Yield
- Des opportunités de retour sur le HY US
- Rester surpondéré sur les souverains italien et espagnol
- Rester en dehors des pays à très faibles solvabilité et liquidité
- Dettes émergentes : surpondérer les dettes des pays consommateurs de matières premières, préférer dette locale dans certains cas
- Long financières (approche bottom up)
- Rester long USD, GBP, short JPY, EUR

Portefeuilles diversifiés

- Préférer les actions zone euro et Japon
- Rester neutre en actions US
- Prudence sur les actions émergentes... préférer les pays consommateurs de matières premières
- Préférer les actions au crédit
- Rester long en crédit HY pour le portage, et plutôt zone euro que États-Unis
- Surpondérer obligations périphériques européennes
- Positif sur dette émergente en dollar
- Rester long USD, short EUR et JPY



Facteurs de risque

FÉVRIER

NIVEAU DE RISQUE

FED : UNE POLITIQUE MONÉTAIRE MAL COMPRISE

Le marché du travail s'est nettement raffermi au cours des 18 derniers mois, mais l'excès d'offre sur le marché du travail reste important, le taux de participation faible et les salaires contenus. La Fed doit gérer au mieux ses propres prévisions et celles des marchés financiers. La normalisation n'est pas à l'ordre du jour, mais tout plaide pour un regain de volatilité et des risques d'incompréhension.

RISQUE MODÉRÉ



ZONE EURO : INTENSIFICATION DES RISQUES DE DÉFLATION

La BCE s'est engagée dans un vaste programme de QE. Que ce dernier ne soit pas capable de revitaliser la croissance par le canal du cours de change, le canal des taux d'intérêt, le canal de la richesse ou le canal de la confiance et des anticipations d'inflation, et il en sera fini du confort tout relatif sur les perspectives de croissance. Les craintes sur la solvabilité de certains États ne manqueraient pas de refaire surface, avec les impacts sur les spreads souverains.

RISQUE MODÉRÉ



ZONE EURO : UNE SOUS ESTIMATION DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE (EFFET QE ET EFFET PÉTROLE)

La zone euro bénéficie d'une conjonction d'événements favorables : un vaste QE, que les marchés financiers ont jugé crédible, et la baisse – durable – du prix du pétrole. Sans sous-estimer les pressions déflationnistes, ces deux éléments sont de nature à exercer un impact « reflationniste » non négligeable. Qu'il en soit ainsi, et alors il apparaîtra vite évident que l'on sous-estime la croissance économique pour 2015, tandis que les risques d'une nouvelle crise disparaîtront.

RISQUE MODÉRÉ



GRÈCE : UN DÉFAUT OU UNE SORTIE DE L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

Doit-on s'attendre au pire avec la Grèce ? Rien n'est moins sûr. Ce pays a tout intérêt à rester dans l'UEM, et à négocier un aménagement de sa dette publique (maturité, taux) sur la partie qui est entre les mains des institutions (BCE, FESF, FMI...). Que l'on s'inquiète d'un défaut ou que l'on reparle de sortie de l'UEM, et ce sera alors une toute autre affaire. Le fait que la Grèce ne soit pas un risque systémique n'empêcherait pas qu'il y ait de la contagion.

RISQUE FAIBLE



ESPAGNE : LA GRÈCE EN EXEMPLE ?

La victoire, en Grèce, d'un parti anti-austérité et souhaitant renégocier sa dette publique pourrait faire des émules dans l'électorat espagnol. Le tout jeune parti Podemos, met en avant des thèmes similaires : hostilité à la troïka et à l'austérité, volonté de renouer avec une plus grande démocratie et souveraineté, restructuration de la dette publique et de la dette des ménages, incluant l'annulation de certaines dettes. Les élections générales espagnoles se tiendront au plus tard le 20 décembre 2015. Elles permettront de désigner la nouvelle majorité et le prochain président du gouvernement d'Espagne. Selon les derniers sondages, Podemos et le PP seraient en tête (25 % des suffrages chacun), devant le PSOE (20 %).

RISQUE FAIBLE



PÉTROLE : POURSUITE DE LA BAISSÉ DES PRIX

La baisse du prix du pétrole est un facteur clivant important : elle a donné un coup de pouce à la croissance des pays consommateurs, ainsi qu'une bouffée d'oxygène aux pays en lutte avec une inflation mal maîtrisée (Inde, Indonésie...). En revanche, elle accroît la vulnérabilité financière des États producteurs qui dépendent fortement du pétrole en matière d'exportations et de recettes fiscales (Venezuela, Angola, Nigeria, Équateur). La situation actuelle pousse la Russie vers une sévère récession et le Venezuela vers le défaut. Une poursuite de la baisse du prix du brut aggraverait encore une situation déjà fortement dégradée.

RISQUE MODÉRÉ



CHINE : UN RALENTISSEMENT PLUS BRUTAL

L'enjeu de la Chine est de maîtriser le crédit et la *shadow banking*, de réduire dette et créances douteuses, de renouer avec une productivité et une croissance potentielle plus fortes. La Chine a les moyens d'accompagner cette - longue - transition, mais l'enjeu et la tâche à accomplir restent néanmoins colossaux. La forte baisse du prix du pétrole est un atout, mais la dynamique actuelle est plutôt faible.

RISQUE MODÉRÉ



ÉCONOMIES ÉMERGENTES : UN REPLI PLUS PRONONCÉ DE LA CROISSANCE

La fin du QE américain n'a pas pesé sur les marchés émergents. Les anticipations de remontée des taux directeurs américains plus tard, fin 2015/début 2016, semblent bien ancrées. Ce sont les fondamentaux de certains pays qui inquiètent (sévere récession en Russie, récession au Brésil, ralentissement en Chine, etc.). Le risque d'accélération de la poursuite du ralentissement en 2015 pour l'ensemble des pays émergents nous semble limité, mais il est à suivre de très près.

RISQUE MODÉRÉ



UNE GUERRE DES CHANGES RÉGIONALE

Le regain de faiblesse de l'euro et du yen, le QE de la BCE et les mesures d'assouplissement supplémentaires de la BoJ exacerbent les tensions en Asie (en particulier en Corée et en Chine), où la chute du yen en 2013 avait pesé sur les relations commerciales. En ce qui concerne l'euro, l'affaiblissement sur lequel nous tablons n'est pas suffisant pour inquiéter les États-Unis, où la reprise sera avant tout tirée par la demande intérieure. Cela alimente quand même la volatilité sur le marché des changes.

RISQUE MODÉRÉ



Contexte macroéconomique

FÉVRIER		
AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
ÉTATS-UNIS	<p>Poursuite de la reprise, tirée par l'amélioration de la situation des ménages.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Le PIB a progressé de 2,6 % au T4, tiré par la consommation tandis que l'investissement a décéléré. > Les ménages, qui ont réduit considérablement leur endettement au cours des dernières années, bénéficient de l'amélioration continue du marché de l'emploi et de la baisse du prix du carburant. > La reprise va se poursuivre en 2015, mais son accélération sera limitée par la faiblesse persistante de la dynamique des salaires et par le recul de l'investissement dans le domaine de l'énergie. La faiblesse de l'économie dans d'autres régions du monde et la hausse du dollar seront également de légers freins. > La Fed ne normalisera sa politique que très lentement : en raison de la faiblesse de l'inflation, la première hausse de taux pourrait ne pas intervenir avant fin 2015. 	<ul style="list-style-type: none"> > Potential de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire ») > Contagion des difficultés économiques et/ou financières du reste du monde
BRÉSIL	<ul style="list-style-type: none"> > La conjoncture reste mitigée sur beaucoup d'aspects et le policy mix devrait évoluer en 2015. Plusieurs indicateurs sont ressortis plutôt mitigés ce mois-ci, à l'instar du PMI Manufacturier HSBC, tout juste repassé au-dessus de 50 (50,2 au mois de décembre). Par ailleurs, la production industrielle continue sa chute, avec une baisse de 0,7 % sur le mois de novembre. La balance commerciale s'est quant à elle établie à +0,3 Mds \$ en décembre (après trois mois de déficit commercial). De plus, l'inflation persiste en territoire élevé (à +6,7 % au mois de janvier), ce qui a conduit la banque centrale à relever son taux directeur de 50 bp à 12,25 %. > La politique monétaire s'est récemment montrée restrictive afin d'endiguer les anticipations d'inflation. Puisque les mesures annoncées de consolidation budgétaire risquent également de grever le potentiel de rebond de l'économie brésilienne, il se pourrait que le policy mix évolue, de telle sorte que la hausse des taux entamée par la banque centrale soit plus modérée dans les mois à venir. 	<ul style="list-style-type: none"> > Une politique monétaire trop restrictive accompagnée d'une consolidation budgétaire trop forte pénaliserait la croissance
EUROPE		
ZONE EURO	<p>Reprise graduelle, soutenue par l'évolution du policy mix monétaire et budgétaire.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Les chiffres économiques se sont légèrement améliorés au T4. > La reprise va se poursuivre graduellement en 2015 en raison 1) du recul des politiques d'austérité (budgets 2015, attitude plus accommodante de la Commission européenne, nouvelles initiatives telles que le plan Juncker), 2) de l'amélioration du crédit bancaire grâce aux mesures prises par la BCE en 2014 (politique monétaire et nettoyage des bilans des banques) auxquelles va s'ajouter le plan d'achats d'actifs annoncé le 22 janvier 2015, 3) de l'évolution plus favorable des cycles immobiliers dans plusieurs pays, 4) de la baisse de l'euro et du prix du pétrole. > L'inflation va rester en territoire négatif durant une partie de l'année. L'amélioration économique et le plan d'achats d'actifs de la BCE devraient cependant empêcher l'installation d'un processus déflationniste auto-entretenu. Le risque politique est élevé (Grèce, voire Espagne en fin d'année). 	<ul style="list-style-type: none"> > Intensification des pressions déflationnistes > Contagion des difficultés économiques et/ou financières du monde émergent > Risque politique (montée des partis anti-institutions lors des élections prévues en 2015)
ROYAUME-UNI	<p>Reprise toujours dynamique, quoiqu'un peu moins forte en 2015 qu'en 2014.</p> <ul style="list-style-type: none"> > La solide reprise en cours devrait se poursuivre en 2015. La progression de la consommation et la hausse de l'immobilier (malgré une décélération) resteront des facteurs importants. L'augmentation de l'investissement des entreprises (révisé en hausse) devrait permettre un rééquilibrage progressif. Les exportations resteront en retard, freinées par la lenteur de la reprise en zone euro. > Le marché de l'emploi s'améliore : les salaires réels ont cessé de baisser. La baisse de l'inflation réduit l'urgence d'une hausse des taux directeurs, qui n'aura probablement pas lieu avant fin 2015. 	<ul style="list-style-type: none"> > Formation d'une nouvelle bulle immobilière > Faiblesse prolongée des exportations > Montée du thème de la sortie de l'UE
ASIE		
CHINE	<ul style="list-style-type: none"> > Pékin rate de peu sa cible de croissance. La croissance du PIB du T4 s'est établie à +7,3 % en glissement annuel, ce qui porte la croissance économique à +7,4 % sur 2014 (contre +7,7 % en 2013), non loin de la cible officielle du gouvernement qui était fixée à +7,5 %. Il s'agit du chiffre le plus faible depuis 1990, année qui a suivi les manifestations de la place Tiananmen. > Même si la croissance du PIB pour 2014 a légèrement surpris à la hausse, les deux moteurs du PIB – marché immobilier et exportations – vont toutefois continuer de s'essouffler. > Les prix de l'immobilier sont ressortis en baisse en décembre dans environ 90 % des 70 plus grandes villes chinoises. Cependant, même si l'excès d'offre continue de faire baisser les prix, les derniers chiffres laissent espérer que le pic de la baisse soit derrière nous. En effet, au mois de septembre 2014, les prix de l'immobilier avaient baissé dans la totalité des 70 plus grandes villes chinoises. 	<ul style="list-style-type: none"> > Détérioration plus rapide qu'anticipée de la qualité de crédit > Baisse de la demande externe > Hausse des pressions déflationnistes > Pas assez de mesures de soutien à l'économie
INDE	<p>Climat économique relativement favorable dans un contexte de gain de crédibilité de la RBI.</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'indice des prix à la consommation est ressorti à +5,0 % en glissement annuel pour le mois de décembre. Faisant suite à ce résultat, la banque centrale indienne a baissé son taux directeur de 25 pb (de 8 % à 7,75 %), alors que la prochaine réunion de politique monétaire était prévue pour le 3 février. Ce chiffre fait suite à une décélération entamée depuis déjà quelques mois. 	<ul style="list-style-type: none"> > Remontée des prix des matières premières > Une normalisation de la politique monétaire US plus rapide que prévu
JAPON	<p>Reprise progressive après des chiffres décevants</p> <ul style="list-style-type: none"> > Les chiffres économiques se sont légèrement améliorés au T4 mais l'investissement reste faible. > Le gouvernement a annoncé un plan de relance et tente d'obtenir des entreprises qu'elles augmentent les salaires. L'horizon politique est dégagé mais la capacité du gouvernement à mener à bien des réformes structurelles importantes reste à prouver. > En raison de la baisse du prix du pétrole, l'inflation (hors effet de TVA) va redevenir négative, remettant en cause la possibilité d'atteindre la cible de 2 % de la BoJ. Cependant, la BoJ considère l'évolution des prix de l'énergie comme positive pour l'économie japonaise et une intensification de sa politique d'achats d'actifs ne semble pas à l'ordre du jour. 	<ul style="list-style-type: none"> > Exposition au ralentissement chinois > Reflux de l'inflation avec la baisse du prix du pétrole



Prévisions macroéconomiques et financières

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- **États-Unis**: le cycle d'expansion est inachevé. Après le fort rebond des T2 et T3, l'activité est restée soutenue au T4. L'environnement est favorable à une poursuite de la hausse de la consommation (amélioration du marché de l'emploi, baisse du pétrole) et à un rebond de l'investissement des entreprises (même si le secteur de l'énergie va connaître des difficultés). L'inflation a fortement baissé en raison du pétrole sachant que d'autres facteurs désinflationnistes sont également à l'œuvre (hausse du dollar, faible dynamique des salaires).
- **Japon**: une lente sortie de la déflation. Après la récession du T2 et du T3, les chiffres économiques s'améliorent légèrement. L'évolution des salaires est la clef de la reprise, les ménages ayant vu leur pouvoir d'achat s'éroder (montée des prix des produits importés induite par la baisse du yen, effet de la TVA).
- **Zone euro**: reprise graduelle dans un contexte d'inflation très faible. Après une croissance très lente au T3, les chiffres se sont légèrement améliorés au T4. Face au risque de déflation, la BCE a lancé un important programme d'achats d'actifs. La zone euro doit compter avec une montée de l'incertitude politique (Grèce, Espagne).
- **Pays émergents**: la croissance des pays émergents devrait se stabiliser en 2015. La baisse du prix des matières premières (près de 20 % en moyenne) devrait, pour le moins à court terme, offrir des marges de manœuvres supplémentaires pour les principaux pays importateurs nets, notamment de produits énergétiques.
- **Brésil**: la croissance reste très faible et pourrait même passer en territoire négatif alors que l'inflation persiste en territoire élevé. La Banque centrale a surpris les marchés en relevant son principal taux directeur de 50 pb à 11,75 %.
- **Chine**: la croissance du PIB du T4 s'est établie à +7,3 % en glissement annuel, ce qui porte la croissance économique à +7,4 % sur 2014. La correction immobilière reste un sujet de préoccupation.

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
États-Unis	2,4	2,7	2,6	1,7	0,7	1,8
Japon	0,2	1,2	1,1	2,6	0,6	1,4
Zone euro	0,8	0,9	1,1	0,4	0,0	0,9
Allemagne	1,5	1,0	1,6	0,9	0,3	1,5
France	0,4	0,7	0,9	0,6	0,1	0,8
Italie	-0,4	0,2	0,4	-0,3	0,0	0,5
Espagne	1,3	1,7	1,6	-0,5	-0,5	0,5
Royaume-Uni	2,6	2,4	2,4	1,7	0,9	2,0
Russie	0,3	-4,5	-1,5	7,4	10,5	9,0
Turquie	2,5	3,0	3,7	9,0	7,0	6,5
Chine	7,0	6,5	6,3	2,3	2,0	2,0
Inde	5,4	6,0	6,5	7,8	6,2	5,8
Indonésie	5,2	5,4	5,8	6,0	6,7	6,1
Brésil	0,3	-0,3	0,5	6,3	5,9	5,6
Pays développés	1,7	1,9	1,9	1,4	0,6	1,5
Pays émergents	4,4	4,2	4,6	4,2	4,3	4,2
Monde	3,2	3,2	3,4	2,9	2,7	3,0

Source: Recherche Amundi

PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- **Fed**: la 1^{re} hausse de taux directeurs aura lieu au plus tôt à la fin de 2015. Le cycle de resserrement monétaire sera lent et son amplitude limitée.
- **BCE**: la BCE achètera pour 60 Mds € d'actifs par mois jusqu'au moins septembre 2016, voire plus longtemps si les perspectives d'inflation ne s'améliorent pas. Elle gardera des taux zéro pendant plusieurs années.
- **BoJ**: la politique d'assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE) continuera pendant une période prolongée.
- **BoE**: la 1^{re} hausse de taux directeurs arrivera vraisemblablement après celle de la Fed.

	06/02/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2015	Amundi + 12m.	Consensus T4 2015
États-Unis	0,25	0,25	0,35	0,75	0,90
Zone euro	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50	0,75	0,80

PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- **États-Unis**: la hausse des taux longs américains sera lente et très faible. Le traditionnel *bear flattening*, lié à l'anticipation d'une remontée des taux directeurs, a déjà commencé et va se poursuivre, notamment sur la partie courte de la courbe.
- **Zone euro**: les taux des pays du cœur resteront au niveau actuel pour une période prolongée car la croissance et l'inflation resteront faibles en 2015 et car la BCE gardera une politique de taux zéro pendant encore très longtemps. Les spreads périphériques devraient rester étroits (effet-QE).
- **Royaume-Uni**: la hausse des taux longs britanniques sera lente et l'aplatissement de courbe va se poursuivre.
- **Japon**: les taux des emprunts d'État japonais sont entièrement sous le contrôle de la BoJ; tant que le QE durera, il n'y a pas de raison de les voir remonter significativement.

Taux 2 ans					
	30/01/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2015	Amundi + 12m.	Consensus T4 2015
États-Unis	0,48	0,80/1,00	0,95	1,20/1,40	1,46
Allemagne	-0,18	-0,10/0,10	-0,06	0,00/0,20	-0,05
Japon	0,00	0,00/0,20	-0,03	0,00/0,20	0,01
Royaume-Uni	0,35	0,60/0,80	0,97	1,00/1,20	1,50

Taux 10 ans					
	30/01/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2015	Amundi + 12m.	Consensus T4 2015
États-Unis	1,67	1,80/2,00	2,42	2,00/2,20	2,78
Allemagne	0,34	0,30/0,50	0,77	0,30/0,50	1,02
Japon	0,28	0,30/0,50	0,42	0,30/0,50	0,49
Royaume-Uni	1,36	1,80/2,00	2,27	2,00/2,20	2,63

PRÉVISIONS DE CHANGE

- **EUR**: encore baissier sur la parité EUR/USD. Le gonflement du bilan de la BCE pèsera sur l'euro. Objectif à 1,10 voire plus bas de façon temporaire, en raison d'une éventuelle montée du risque politique.
- **USD**: la divergence entre la Fed et les autres banques centrales développées et les meilleures perspectives de croissance soutiendront le dollar.
- **JPY**: le yen devrait continuer de s'affaiblir, à cause de la politique très agressive de la BoJ mais aussi des performances macroéconomiques médiocres.
- **GBP**: modérément haussier, contre l'euro. Les fondamentaux s'améliorent rapidement au Royaume-Uni.

	30/01/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2015	Amundi + 12m.	Consensus T4 2015
EUR/USD	1,13	1,10	1,14	1,10	1,12
USD/JPY	118	120	123	125	125
GBP/USD	1,51	1,47	1,49	1,57	1,50
USD/CHF	0,93	0,91	0,92	0,95	0,95
USD/NOK	7,81	7,73	7,88	7,73	7,8
USD/SEK	8,27	8,45	8,31	8,36	8,39
USD/CAD	1,28	1,30	1,23	1,35	1,22
AUD/USD	0,77	0,75	0,79	0,75	0,78
NZD/USD	0,72	0,70	0,74	0,70	0,73

1 Syriza : le dénominateur commun nécessaire à la résolution du problème de la dette grecque

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique* – Paris

Au cours des cinq dernières années, la Troïka a échoué à relancer l'économie grecque avec ses solutions conventionnelles car elle passe à côté du problème : la Grèce a besoin d'un printemps économique pour croître à nouveau. Malgré les ajustements structurels incessants imposés par la Troïka (FMI/BCE/UE), un fait demeure : alors que le PIB grec a diminué d'un quart, les perspectives de croissance soutenue sont plutôt ténues. Au même moment, avec l'accroissement des pressions déflationnistes sous l'effet de la charge de la dette pesant sur l'économie, la racine du problème (manque de véritable concurrence économique) est d'autant résistante.

La Troïka a besoin de la légitimité politique de Syriza pour finir la remise en ordre de la Grèce

La Grèce est sans conteste le pays le plus réformateur de l'Union européenne selon l'OCDE, mais les intérêts particuliers, l'évasion fiscale et la corruption restent des obstacles à la mise en œuvre effective de ces réformes. Une des principales leçons retenues de la transition vers l'économie de marché des pays d'Europe centrale et orientale dans les années 1990 est précisément cela : les réformes de marché les plus ambitieuses sont sans objet si elles ne sont jamais effectivement appliquées.

Pour rester dans l'euro, le gouvernement grec doit maintenant s'attaquer à ces problèmes, de façon à rétablir les conditions d'une croissance soutenue et, ainsi, restaurer la soutenabilité de sa dette. En effet, comme souvent dans des économies de rente, l'introduction d'une bonne dose de concurrence destinée à inciter de nouveaux entrants sur le marché est souvent l'objet d'une opposition par les opérateurs historiques (i.e. les producteurs déjà installés) et leurs soutiens politiques. La raison en est que la redistribution de richesse représente simplement une révolution politique destinée à offrir à tous des chances économiques égales.

Seul Syriza a aujourd'hui la légitimité politique d'affronter ces intérêts particuliers de façon à rétablir une économie de marché fonctionnant normalement et permettre aux nouveaux entrants de concurrencer les opérateurs historiques. À cet égard, la grande force de Syriza est son résultat électoral (en ratant la majorité absolue d'un siège) et sa virginité (en tant que nouvel acteur non impliqué dans les anciennes pratiques de corruption qui ont causé la chute de l'ancien parti socialiste PASOK). Au-delà, les principaux objectifs politiques de Syriza sont compatibles avec ceux de la Troïka : plus de justice économique pour générer des gains d'efficacité. Là où les deux peuvent diverger, c'est sur les voies et moyens.

Syriza a besoin de la légitimité économique de la Troïka pour poursuivre son programme politique vers plus de justice

En termes simples, l'élection grecque ne laisse qu'une alternative claire à la Troïka : ou bien préparer une sortie de la Grèce ou bien réussir à finalement rendre l'économie grecque capable de rester dans l'euro. Bien que possible en théorie, la mise en œuvre d'un Grexit n'a pas été rendue suffisamment plus simple qu'il y a deux ans et demi pour se dérouler sans stress financier contagieux. En raison de l'indéniable échec de la Troïka à restaurer suffisamment de croissance pour préserver la soutenabilité de la dette jusqu'à présent, la seule option véritable (i.e. réaliste) est donc de finir la restructuration de l'économie grecque.

Alors qu'elle a toujours en main le levier de la dette pour continuer de forcer la main du gouvernement grec, la Troïka a une bien meilleure carte à jouer : conclure un accord avec Syriza, un parti populaire vierge des pratiques de corruption passées. Ce faisant, la Troïka se rendrait un énorme service : celui de convaincre la population grecque du bien-fondé de ses intentions, chose qu'elle

L'essentiel

Au cours des cinq dernières années, la Troïka a échoué à relancer l'économie grecque avec ses solutions conventionnelles car elle passe à côté du problème : la Grèce a besoin d'un printemps économique pour croître à nouveau.

Malgré les ajustements structurels incessants imposés par la Troïka (FMI/BCE/UE), un fait demeure : alors que le PIB grec a diminué d'un quart, les perspectives de croissance soutenue sont plutôt ténues. Au même moment, avec l'accroissement des pressions déflationnistes sous l'effet de la charge de la dette pesant sur l'économie, la racine du problème (manque de véritable concurrence économique) est d'autant résistante.

Au-delà de l'alternance politique, Syriza a mis la Grèce en position de négocier des conditions meilleures sur sa dette en contrepartie de la mise en œuvre de réformes à la fois politiquement et économiquement bénéfiques à toutes les parties.

La proposition récente du nouveau ministre des finances grec, Yanis Varoufakis, d'échanger l'ancienne dette grecque pour de nouveaux titres (dont certains indexés sur la croissance nominale du pays) va clairement dans le sens de mettre en place les conditions d'un accord mutuellement profitable. À cet égard, la Grèce est déjà en train d'établir le modèle de résolution de crise pour le reste de la zone euro, à commencer par l'élection espagnole à venir.

“ Seul Syriza a la légitimité politique d'affronter ces intérêts particuliers de façon à rétablir une économie de marché fonctionnant normalement et permettre aux nouveaux entrants de concurrencer les opérateurs historiques ”



n'a jamais pu obtenir avec les précédents gouvernements. Cela lui permettrait aussi de contourner les obstacles déposés par les groupes d'intérêts particuliers (oligarques, syndicats, fonctionnaires) en laissant à ceux dont c'est le travail (i.e. des officiels élus) la tâche de négocier avec ces groupes.

L'accord devrait inclure un donnant-donnant destiné à clore définitivement le problème grec : confirmation de l'allègement de dette existant en contrepartie de la mise en œuvre effective de réformes accroissant la concurrence. À ce jour, l'essentiel du stock de dette grecque a été retiré du marché et reste détenu par des institutions de la zone euro, qui financent la Grèce au moyen de prêts officiels. En conséquence, le vrai sujet est plutôt de rendre le programme de la Troïka plus acceptable pour la population, i.e. mettre en œuvre des réformes propres à créer un environnement des affaires favorable, de façon à offrir des perspectives économiques aux citoyens grecs.

La convergence vers un accord demandera une négociation politique longue et complexe

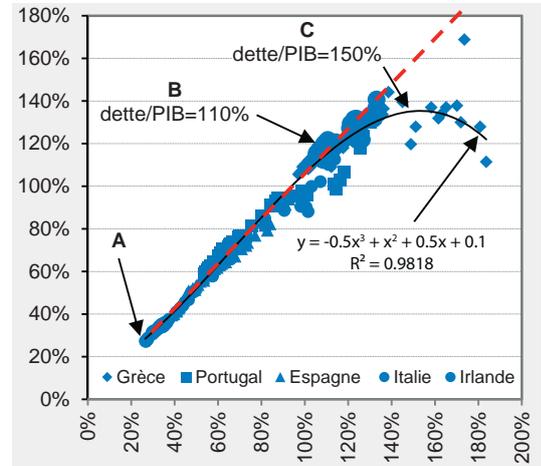
Au total, l'accord à atteindre entre la Grèce et le reste de la zone euro devrait s'efforcer de faire d'une pierre deux coups : allègement de dette et croissance soutenue pour assurer la soutenabilité de la dette à long terme. Le volet dette est moins complexe qu'il y paraît : comme expliqué plus haut, il reste à négocier les termes (de la poursuite) du plan de sauvetage financier de la Grèce. La partie la plus difficile viendra avec l'ajustement des engagements de réforme de la Grèce, de façon à les rendre bénéfiques pour une plus grande partie de la population, sans confronter trop directement les membres les plus exigeants de la zone euro.

Ce processus devra être traité au niveau politique (et plus seulement technique) et nécessitera donc une plus grande implication (et de plus grandes concessions) de la part des autres gouvernements de la zone euro. De fait, aucune des options suivantes ne semble véritablement jouable : refaire l'élection (comme en 2012) ou faire sortir la Grèce de la zone euro (ne serait-ce qu'en raison du veto américain). Parallèlement, **Syriza se doit de pouvoir tenir certaines de ses promesses** (notamment sur les prestations sociales, les salaires, etc.) ou risque de se trouver confrontée au mécontentement populaire, un résultat qui serait dangereux aussi pour la crédibilité de la Troïka.

Alors que les modalités de la poursuite du plan de sauvetage de la Grèce doivent être finalisées pour fin février, la substance des termes de ce nouveau donnant-donnant sera déterminée assez rapidement. La tournée des capitales européennes entamées par le premier ministre grec, Alexis Tsipras, a précisément pour objet d'y parvenir : conclure le volet politique de la négociation suffisamment rapidement pour alléger la pression de marché pesant à nouveau sur la Grèce. Ceci épargnera à la zone euro de devoir mettre sur pied une interminable conférence de la dette qui offrirait aux marchés de nombreuses occasions de spéculer.

Au-delà de l'alternance politique, **Syriza a mis la Grèce en position de négocier des conditions meilleures sur sa dette en contrepartie de la mise en œuvre de réformes à la fois politiquement et économiquement bénéfiques** à toutes les parties. La proposition récente du nouveau ministre des finances grec, Yanis Varoufakis, d'échanger l'ancienne dette grecque pour de nouveaux titres (dont certains indexés sur la croissance nominale du pays) va clairement dans le sens de mettre en place les conditions d'un accord mutuellement profitable. À cet égard, la Grèce est déjà en train d'établir le modèle de résolution de crise pour le reste de la zone euro, à commencer par l'élection espagnole à venir.

1 Courbe de Laffer de la dette périphérique

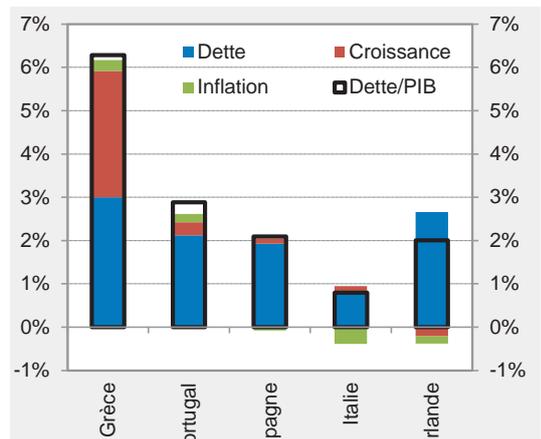


Source: FMI, Recherche Amundi



L'accord devrait inclure un donnant-donnant destiné à clore définitivement le problème grec : confirmation de l'allègement de dette existant en contrepartie de la mise en œuvre effective de réformes accroissant la concurrence

2 Sources d'accroissement du ratio dette/PIB (2010-12)



Source: FMI, OCDE, Recherche Amundi



2 Le fardeau de la dette grecque peut encore être allégé sans effacement de capital

TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

La dette publique grecque (317 Mds €) représente 177 % du PIB du pays, soit le ratio le plus élevé de la zone euro. Néanmoins la structure de cette dette est très spécifique. Majoritairement détenue par le secteur « officiel » (zone euro, BCE et FMI) suite aux plans d'aide successifs dont a bénéficié le pays, elle se compare difficilement avec celles de ses partenaires européens. Ainsi, la maturité moyenne de la dette grecque est, aujourd'hui, d'environ 16 ans, soit la plus élevée de l'union monétaire (à comparer avec 12 ans environ pour l'Irlande et 7,5 ans pour le Portugal) et le poids des intérêts payés n'était que d'environ 4,2 % du PIB en 2014 (soit légèrement inférieur à celui des deux pays déjà cités). Surtout, l'évolution du montant et de la soutenabilité de cette dette dépendra à l'avenir bien davantage du résultat de négociations politiques avec la zone euro que de facteurs purement économiques et financiers.

La dette négociable détenue par des porteurs privés ne représente en effet que moins de 20 % de la dette publique totale

- Dans le cadre de la restructuration dite « PSI » (*Private Sector Involvement*) de février 2012, les investisseurs privés détenant environ 200 Mds € de dette publique se sont vus remplacer leurs obligations par de nouveaux titres ne représentant que 31,5 %¹ de leur principal. Suite à une opération, fin 2012, de rachat par le trésor grec d'une partie de ces obligations détenues par les banques du pays, il n'en reste aujourd'hui plus qu'environ 30 Mds € (dont probablement environ 7 Mds € détenus par les fonds de retraite et les banques), avec une maturité moyenne résiduelle de 18 ans.
- S'ajoutent à ce montant un reliquat de titres de droit étranger n'ayant pas participé au PSI (environ 3 Mds), les nouvelles émissions à 3 et 5 ans réalisées en 2014 (environ 4,5 Mds €) et les titres de court terme (environ 15 Mds €)

Une restructuration négociée de ces différentes lignes n'est ni probable, ni même souhaitable pour le pays. En effet, les titres issus du PSI sont de droit britannique (donc hors juridiction des tribunaux grecs) et la Troïka a elle-même engagé sa crédibilité dans leur création. Les autres titres de droit étranger et ceux issus des émissions de 2014 représentent, pour leur part, des montants trop faibles pour que cela vaille la peine de subir les conséquences d'un défaut les concernant. Enfin, les titres de court terme n'ont pas, par nature, vocation à être restructurés, tant cela perturberait le fonctionnement de l'État, du système bancaire et de l'économie grecque. La restructuration de la dette détenue par le secteur privé n'est d'ailleurs pas une revendication du nouveau gouvernement grec, qui a plutôt tenté de rassurer les investisseurs sur ce point, alors même qu'il demandait, en revanche, de nouveaux efforts aux gouvernements de la zone euro.

La problématique de restructuration est donc bien davantage celle d'un OSI (*Official Sector Involvement*) centrée sur la dette détenue par le secteur public

- Les plus grosses lignes en sont constituées par les prêts bilatéraux de l'Union européenne (53 Mds €) et ceux du FESF (142 Mds €). Cependant il faut garder à l'esprit que le poids exercé par ces prêts sur les finances publiques grecques est bien moins élevé que ce que pourraient laisser penser leurs montants, tant leurs maturités sont longues (16 ans et 30 ans, respectivement) et les taux d'intérêts payés faibles (Euribor 3 mois + 50 bps pour les prêts bilatéraux, une

¹ Soit une perte de 75 % en valeur nette présente en prenant en compte les changements de coupons, de maturité, et l'attribution aux porteurs de titres du FESF et de titres indexés sur la croissance du PIB grec.

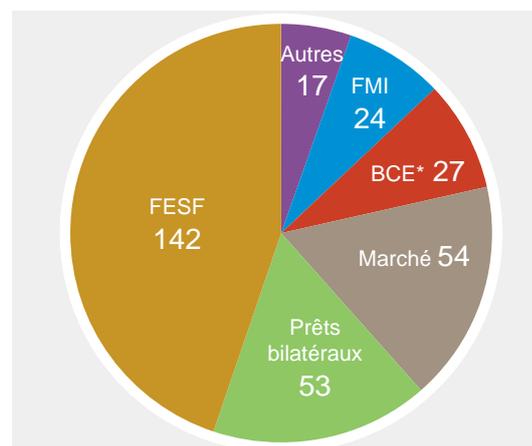
L'essentiel

La dette publique grecque a une structure très spécifique et la question de sa soutenabilité est, à court terme du moins, très distincte de celle de son montant.

Une nouvelle restructuration négociée de la dette détenue par le secteur privé n'est pas envisageable. En revanche, il paraît possible d'alléger le poids de la dette due au secteur officiel européen, sans effacement de capital, en agissant de nouveau sur les taux d'intérêt et les maturités. Ceci ne modifierait que peu les contraintes de liquidité pesant sur la Grèce à court terme mais pourrait faciliter un accord sur la question du surplus primaire nécessaire pour assurer la soutenabilité de sa dette, un point d'opposition majeur entre le pays et ses créanciers. Sous réserve que les conditions politiques nécessaires soient remplies, l'action de la BCE pourrait, pour sa part, contribuer à desserrer les contraintes financières immédiates du pays. Conjointement, de telles mesures rendraient plus envisageable un allègement des politiques d'austérité consenti par les deux parties, permettant de remettre à plus tard la question d'un effacement du capital.

“ La structure de la dette grecque est très spécifique ”

1 Détenteurs de dette publique grecque (M d'euros)



* Et banques centrales des États de la zone.
Source : CE, FMI, Recherche Amundi

marge de 1 pb seulement au-dessus du coût de financement du FESF pour les prêts de ce dernier, avec, en plus, des différés de paiement).

- À l'inverse, les prêts du FMI (24 Mds € déjà déboursés) et les titres acquis par la BCE entre 2010 et 2012 dans le cadre du programme SMP (estimés à 27 Mds d'euros²) génèrent des contraintes de liquidité proportionnellement plus lourdes. Concernant le FMI, le taux d'intérêt payé est en effet plus élevé. Concernant la BCE, le coût des intérêts effectivement payés est quasi-nul, puisqu'ils sont restitués aux États-membres de la zone euro qui, à leur tour, les rétrocèdent à la Grèce. En revanche, la maturité résiduelle réduite de ces obligations (environ 3 ans) signifie, pour le pays, des échéances de majeures de remboursement.

Faire défaut auprès du FMI est politiquement impensable pour le gouvernement grec tandis que, dans le contexte actuel européen, faire subir des pertes à la BCE est également hors de question pour un pays souhaitant rester dans la zone euro.

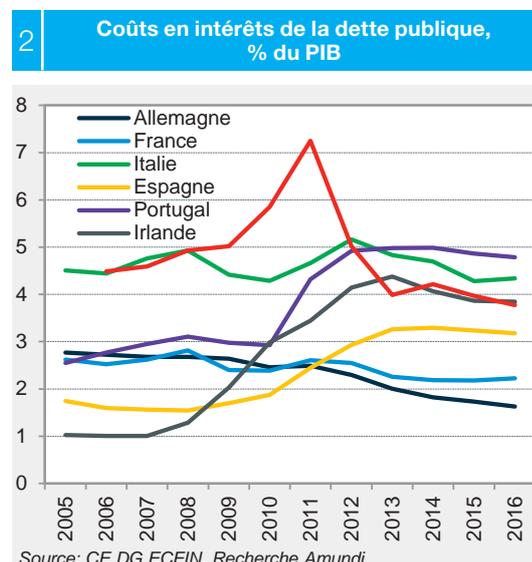
Par conséquent, en matière de restructuration stricto sensu, le plus envisageable serait **un nouvel abaissement du taux d'intérêt payé sur les prêts bilatéraux, assorti d'un allongement de la maturité de ces prêts et de ceux du FESF (jusqu'à 50 ans par exemple) et, éventuellement, de nouveaux différés de paiement.** Une telle formule (accompagnée d'un nouveau plan d'aide de taille modeste ou d'une ligne de crédit de précaution) était déjà à l'étude dans le cadre des négociations menées en 2014 entre la troïka et le précédent gouvernement grec. Notons cependant qu'en l'absence d'un plan d'aide supplémentaire, de tels gestes n'auraient qu'un impact limité sur les contraintes de liquidité immédiates du pays. Ils pourraient cependant contribuer à réduire les divergences de vues entre la Grèce et ses créanciers au sujet de l'ampleur du surplus budgétaire primaire requis pour assurer la soutenabilité de la dette (l'objectif de 4,5 % pour 2016 et 2017, convenu jusqu'alors, est rejeté par le nouveau gouvernement).

Ajoutons que les détails du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE annoncé le 22 janvier pourraient ouvrir de nouvelles possibilités pour améliorer la situation de liquidité de la Grèce. En effet, la BCE a ouvert la porte à des achats d'obligations souveraines non "investment grade" pourvu que les pays qui les émettent fassent l'objet de plans d'aide européens (et remplissent les objectifs qui leur sont assignés dans le cadre de ces plans). Par conséquent, à condition qu'il y ait un accord politique adéquat (une perspective bien entendu très incertaine aujourd'hui), il pourrait être envisageable que la Grèce émette de nouvelles obligations qui seraient alors acquises par le couple BCE/Banque centrale grecque en remplacement d'au moins une partie de celle achetées dans le cadre du programme SMP. Dans un scénario très optimiste, un tel processus pourrait commencer avec une partie des 7 Mds € d'obligations arrivant à maturité durant l'été 2015. Cependant, il faudrait alors trouver une solution pour contourner l'impossibilité, pour la BCE, d'acheter des obligations souveraines sur le marché primaire et tenir compte du fait, que, suivant certaines mesures, la détention d'obligations grecques par la BCE dépasse déjà la limite de 33 % par émetteur fixée pour le plan d'assouplissement quantitatif annoncé le 22 janvier.

Au final, quelques efforts supplémentaires de la part des gouvernements de la zone euro -efforts dont le coût politique ne serait probablement pas très élevé- pourraient donc faciliter un accord au sujet de l'objectif de surplus primaire. Un tel accord, surtout en combinaison avec l'action de la BCE, permettrait un assouplissement graduel de l'austérité en Grèce sans aggraver la problématique de soutenabilité de la dette. Ce type de solution ferait donc sens, tout en requérant, en premier lieu, que puisse être comblé l'écart, aujourd'hui très vaste, séparant les positions du nouveau gouvernement grec et de la zone euro au sujet des réformes structurelles (ceci afin que la Grèce demeure dans le cadre d'un dispositif de plan d'aide). Dans un tel scénario, la question politiquement plus difficile d'un effacement d'une partie de la dette grecque pourrait être remise à plus tard.



Le débat sur une éventuelle restructuration porte sur la dette détenue par le secteur public européen



Sous réserve d'un accord politique, l'action de la BCE peut être déterminante



² Y compris les titres achetés par les banques centrales nationales des autres États de la zone euro.

3 Ce qui fait peur aux banques centrales : que l'impact de la baisse des prix du pétrole sur l'inflation ne soit pas transitoire

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

La baisse spectaculaire des prix du pétrole depuis l'été 2014 emmène à la baisse l'inflation presque partout dans le monde. L'inflation totale est passée en territoire négatif en zone euro, a atteint 0,5 % au Royaume-Uni et est passée sous 1 % aux États-Unis. L'effet de la baisse des prix du pétrole est mécaniquement fort, l'énergie représentant peu ou prou 10 % du panier des biens de consommation dans les pays développés. Les prix de l'énergie sont, avec les prix de l'alimentation, considérés comme volatils et les banques centrales préfèrent habituellement prendre en compte « l'inflation sous-jacente », c'est-à-dire l'inflation hors alimentation et énergie, qui est censée mieux refléter l'état de l'économie, notamment au travers des tensions sur le marché du travail. Selon cette logique et en faisant l'hypothèse que les prix du pétrole se stabilisent au niveau actuel, l'impact de la baisse des prix du pétrole sur l'inflation ne devrait être que « transitoire » et ne devrait donc pas constituer un problème pour les banques centrales. Pourtant le doute est bel et bien permis.

L'exemple éclairant de la BoE. Prenons l'exemple de la Banque d'Angleterre (BoE) : alors que deux des neuf membres (McCafferty et Weale) du Comité de Politique Monétaire (MPC) ont voté en faveur d'une hausse de taux lors des 5 derniers MPC de 2014 et en dépit de chiffres d'activité plutôt convenables au Royaume-Uni, ils ont cessé de demander un resserrement lors du MPC de janvier 2015. D'où vient la reculade des faucons de la BoE ? Les minutes du MPC de janvier expliquent que la BoE distingue effectivement les perspectives d'inflation de court terme (sur lesquelles le pétrole vient peser directement) et de moyen terme. Or, la BoE estime qu'il « est possible que la baisse de l'inflation de court terme puisse devenir plus persistante si elle a abaissé les anticipations d'inflation, la croissance des coûts salariaux d'une façon auto-entretenu » et qu'il est « possible que la croissance des salaires nominaux soit plus faible qu'anticipé et que cela se traduise par une inflation plus faible ». Selon les deux faucons du MPC, il existe un « risque que l'inflation basse persiste pour plus longtemps que les facteurs temporaires en jeu et que ce risque soit accru par une remontée de taux directeurs. »

Le caractère transitoire de la baisse des prix du pétrole est en question lorsque la dynamique salariale est faible. Il est frappant de voir que les anticipations d'inflation à long terme ont baissé parallèlement aux prix du pétrole. Le point mort d'inflation 5 ans est négatif en Allemagne et aux alentours de 1 % aux États-Unis. Comme le rappelait Ben Bernanke il y a quelques années (*"Inflation expectations and inflation forecasting"*, 2007), une variation en une fois des prix de l'énergie ne se mue en inflation permanente que si cela mène à une variation des anticipations d'inflation et vient influencer sur l'interaction entre prix et salaires. En d'autres termes, le pétrole ne joue pas sur l'inflation sous-jacente quand les anticipations d'inflation sont bien ancrées. C'est tout le problème auquel font face les banques centrales des pays développés, avec des anticipations d'inflation déréglées par rapport à la période de la Grande Modération. Dans la plupart des pays développés, et même dans ceux où le taux de chômage a baissé de façon substantielle, l'inflation salariale se fait attendre et le débat sur la quantité de ressources inutilisées sur le marché du travail fait encore rage. Dans une économie où les entreprises ne subissent aucune pression pour relever les salaires mais plutôt pour trouver des débouchés, il est tout à fait possible que la baisse des prix du pétrole se répercute dans leur prix de vente.

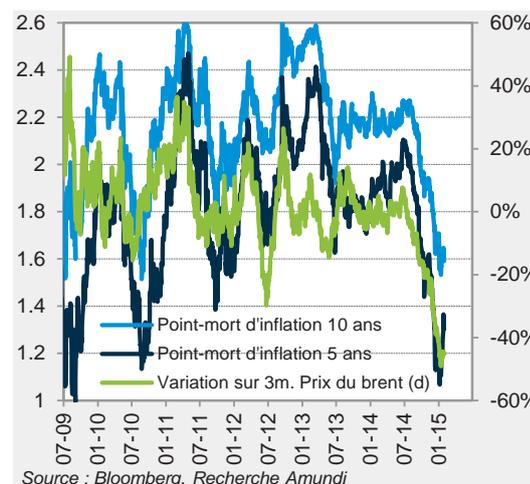
Le débat risque de se poser à la Fed. Mi-janvier, Eric Rosengren, le président de la Fed de Boston a reconnu qu'il y avait une déconnexion entre la confiance qu'a la Fed en ce qui concerne la remontée de l'inflation à moyen terme et les doutes du marché, et qu'il n'était lui-même « pas particulièrement confiant » sur le fait que l'inflation revienne vers sa cible de 2 %, insistant sur la faiblesse de l'inflation salariale. Eric Rosengren a laissé entendre que le NAIRU¹ aux États-Unis était en fait bien plus faible que les estimations généralement réalisées, ce qui signifierait qu'il faudrait être encore plus « patient » pour envisager des hausses de *fed funds*...

L'essentiel

La baisse des prix du pétrole fait mécaniquement baisser l'inflation. Toute la question est de savoir si l'impact sur l'inflation sera temporaire ou permanent.

En raison du manque de pression à la hausse des salaires, l'impact de la baisse des prix du pétrole sur l'inflation pourrait s'avérer permanente, ce qui permet de comprendre la baisse des anticipations d'inflation de long terme.

1 États-Unis: prix du pétrole et point-morts d'inflation



“ Le caractère transitoire de la baisse des prix du pétrole est en question lorsque la dynamique salariale est faible ”

¹ Le NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) est le taux de chômage n'accroissant pas l'inflation. L'inflation accélère quand le taux de chômage passe en dessous de ce niveau, notamment car les salaires partent à la hausse.

4 Quid de l'impact des cours du pétrole sur les marchés boursiers ?

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Au cours des derniers mois, le cours du Brent a baissé de plus de 60 % du pic au creux, passant de 115,50 \$ le baril le 19 juin 2014 à 45,70 \$ le 13 janvier dernier. Depuis lors, les cours sont remontés aux environs de 57 \$ mais demeurent près de 50 % en dessous de leur point haut de juin dernier. Dans le même temps, en bourse, les valeurs pétrolières ont plongé de près de 25 % de part et d'autre de l'Atlantique. Afin de mieux saisir ce qui se passe aujourd'hui autour du pétrole et ce qui pourrait advenir demain, il est intéressant d'observer les précédents historiques et la manière dont ils se sont dénoués.

Depuis 1970, on dénombre **seulement trois autres épisodes** (cf. graphique 1) au cours desquels, le prix du brut a chuté brutalement de 40 % et plus :

- le contre-choc pétrolier du milieu des années 80 où, suite à la surproduction consécutive à l'envolée des prix de 1973 (guerre du Kippour) et 1979 (révolution iranienne), les prix du baril s'étaient effondrés de 72 % passant de 30,75 \$ le 25 novembre 1985 à 8,75 \$ le 22 juillet 1986,
- la 1^{re} guerre du Golfe avec -59 % du pic au creux (41,90 \$ le 11 octobre 1990, 17,15 \$ le 22 février 1991),
- et la crise des subprimes, jointe à la faillite de Lehman, avec -76 % du pic au creux (145,61 \$ le 11 juillet 2008 à 34,58 \$ le 26 décembre 2008).

À chaque fois, ces trois épisodes se sont traduits par une forte sous-performance relative du secteur avec -29 % lors du contre-choc pétrolier de 85-86, -24 % lors de la 1^{re} guerre du Golfe et -16 % lors de la crise financière de 2008.

En revanche, après que les cours du baril aient touché leurs plus bas, le comportement du secteur a été très différent, selon l'importance du rebond du pétrole et la nature de la crise :

- ainsi, six mois après le contre-choc pétrolier de 85-86, les cours du brut avaient doublé (+111 % du 22 juillet 86 au 22 janvier 87), entraînant une surperformance de +21 % du secteur sur la période.
- par contre, six mois après la 1^{re} guerre du Golfe, le rebond fut plus tenu (+15 %) et le secteur continua de sous-performer (-3 %).
- plus proche de nous, en juin 2009, soit six mois après le creux de décembre 2008, les prix du pétrole avaient doublé, tout comme en 85-86. Cependant, alors que les valeurs cycliques s'envolaient avec +16 % en absolu et +10 % en relatif, les pétrolières ne connurent qu'un rebond à minima avec +4 % en absolu et -2 % en relatif.

Compte tenu du plongeon des cours du baril depuis juin dernier, la nette sous-performance initiale du secteur pétrolier n'a donc rien d'atypique. Pour autant, les rouages de la crise pétrolière en 2014-2015 sont fort différents de ceux de 2008-2009. Le problème principal aujourd'hui est en bonne part lié à un excès d'offre, même si la vigueur du dollar et la mollesse de la demande ont également pesé. Inversement, en 2008-2009, la chute du brut n'avait été que l'une des manifestations annexes de la crise financière et de la grande récession. C'est pourquoi, à l'époque, la moitié des secteurs du MSCI États-Unis avaient chuté de 30 % et plus, alors que cette fois-ci, la chute des valeurs pétrolières est demeurée isolée.

Dans ce contexte, la reprise puis la soutenabilité des cours du baril vont devenir cruciaux. Au-delà du rebond des derniers jours, dû en bonne part à des rachats de positions à découvert, le débat reste entier et devrait réserver de nouvelles surprises. De notre point de vue cependant, cette crise pourrait s'avérer plus durable que la moyenne du fait :

L'essentiel

Les cours du brut se sont effondrés depuis juin dernier, entraînant dans leur sillage les valeurs pétrolières. Plus surprenant, les précédents historiques ont montré que deux fois sur trois cette sous-performance persistait bien après le rebond des cours du brut.

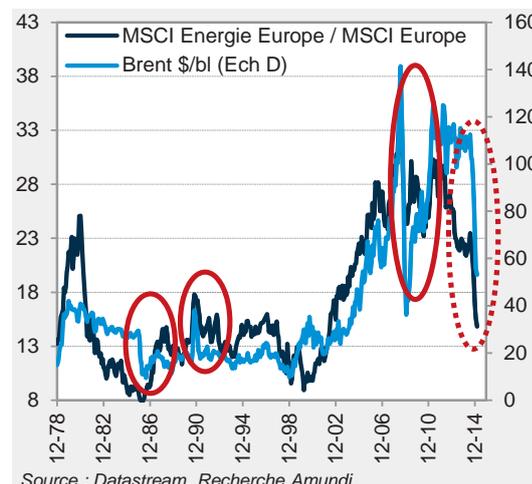
Raison de plus de demeurer prudent car, au-delà de l'effervescence de ces derniers jours, un retour durable des prix du baril au-delà de 75 \$ demeure loin d'être acquis. Une modération prolongée des cours du pétrole aurait quant à elle des conséquences décisives en matière d'allocation, au grand bénéfice de l'Allemagne, de l'Inde, de l'Indonésie et de la Thaïlande notamment.



Si la baisse des cours du pétrole est systématiquement perdante pour les valeurs du secteur, la remontée n'est pas toujours gagnante !



1 Performance relative du MSCI Énergie



- du changement de régime de la croissance chinoise,
- de la détermination de l'OPEP à récupérer ses parts de marché,
- des réserves de productivité des acteurs du pétrole de schiste aux États-Unis, par ailleurs généreusement couverts jusqu'en avril,
- et de la volonté stratégique du gouvernement américain de protéger ses producteurs.

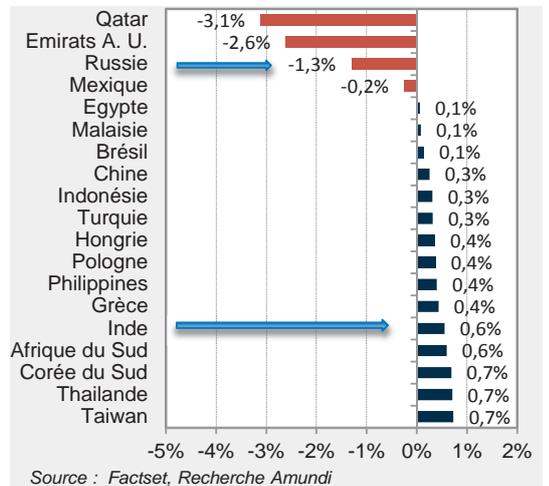
Alors qu'en 1986 et 2008, il n'avait fallu qu'entre 1 et 3 mois pour voir le baril rebondir de 50 % sur ses plus bas avant que de doubler, cette fois-ci, le Brent pourrait assez vite retrouver des niveaux compris entre 65 et 70 \$ (3 à 6 mois ?), mais sans garantie d'accélération durable au-delà. Rappelons à cet égard, le précédent de 1991 où il fallut plus de cinq ans pour que les cours ne rebondissent de 50 % sur leur plus bas. **Cette modération prolongée des cours du pétrole aurait alors des conséquences boursières marquées tant au plan géographique que sectoriel.**

Au plan géographique, **la première ligne de fracture sera entre pays exportateurs et consommateurs de pétrole.** L'exemple bien connu au sein des émergents est celui de la Russie (-38 % en \$ sur 6 mois) et de l'Inde (+11 % en \$ sur 6 mois), mais il y en a d'autres. Le graphique 2, qui recouvre 97 % de la capitalisation du MSCI Marchés Émergents, nous montre ainsi les pays où la croissance économique est plus ou moins sensible à une variation des cours du pétrole. La Thaïlande et l'Indonésie devraient ainsi largement tirer parti de cette nouvelle donne. La première est en effet très dépendante au plan énergétique et si la seconde l'est moins, en revanche, les secteurs de la consommation pèsent particulièrement lourd dans l'indice local. A l'inverse, si la facture énergétique de la Corée s'en trouvera allégée, ce facteur ne suffira pas à contrebalancer la chute du yen, qui pénalise les exportations coréennes.

La seconde ligne de fracture géographique, plus méconnue, sera liée au poids du pétrole au sein des indices. Le graphique 3 ci-contre, circonscrit à l'Europe, montre par exemple la part des bénéfices à 12 mois censée provenir du pétrole. Si en moyenne, cela représente 10 % du MSCI Europe, cela culmine jusqu'à 40 % pour la Norvège. Par ailleurs, cinq autres pays - France (13 %), Portugal (14 %), Italie (18 %), Royaume-Uni (18 %) et Autriche (20 %) - ont également des expositions très significatives, alors que les neuf autres, dont l'Allemagne, ne sont pas, ou quasiment pas, exposés.

Au plan sectoriel, la baisse du pétrole devrait bénéficier aux secteurs gourmands en énergie, comme le transport ou la pétrochimie ainsi qu'à la consommation. Dans la pratique, cela dépendra surtout de la capacité des entreprises à conserver ces réductions de coûts. Dans des secteurs très concurrentiels, comme le transport aérien, maritime ou routier, une bonne part des économies sera ristournée au client final. **En définitive, dans un environnement général flirtant avec la déflation, c'est plutôt le consommateur qui bénéficiera de l'effet d'aubaine.** Selon la situation et les perspectives économiques de chaque pays, une part plus ou moins grande sera affectée à l'épargne (pays les plus endettés), à la consommation courante ou discrétionnaire (pays les plus optimistes). Les premières remontées en provenance des États-Unis, où la reprise économique est plus sensible qu'ailleurs, montrent que la baisse des prix de l'énergie a particulièrement dopé les ventes d'automobiles (+10,9 % en décembre contre +4,3 % au premier semestre) et notamment les plus gourmandes. En zone euro, où la reprise est moins robuste et la baisse des prix de l'énergie plus diffuse, l'impact sur l'automobile sera moindre mais tout de même largement positif. Parmi les autres segments de consommation discrétionnaire, l'équipement de la maison et les dépenses de loisirs devraient également bénéficier de ce transfert de richesse. Enfin, la baisse des prix de l'énergie contribuera au soutien de la consommation courante.

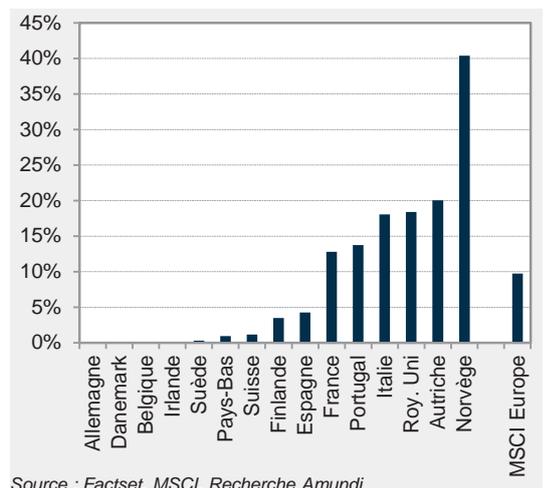
2 Sensibilité de la facture pétrolière (ou recettes) et baisse du baril de 10 \$ (en % PIB)



La baisse des prix du brut équivaut à un transfert de revenus entre pays producteurs et consommateurs : les grands gagnants seront les pays émergents importateurs nets de pétrole



3 Part du pétrole dans les résultats totaux



5 La BNS préfère la déflation à l'instabilité financière

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

L'annonce de la BNS était largement inattendue. Le 15 janvier, la banque centrale suisse (BNS) a abandonné le plafond de 1,20 franc suisse pour 1 euro, instauré il y a 3 ans et demi, marquant une évolution radicale de sa politique monétaire. Après cette annonce, le taux de change EUR/CHF a réagi de manière excessive, atteignant 0,85 (soit un ajustement de 30 %), avant de renouer avec la parité (soit une correction d'environ 20 %), signes de la soudaineté de l'intervention de la BNS et du fait qu'elle n'était absolument pas anticipée par les opérateurs.

La BNS était de plus en plus acculée par l'évolution à sens unique du franc suisse qu'elle avait mise en place. Cette décision s'inscrit dans un contexte précis: après quasiment quatre années d'intervention sur le marché des changes pour acheter des montants élevés d'euros, le bilan de la BNS risquait l'hypertrophie; il avait gonflé de près de 30 points de pourcentage de PIB à environ 80 %, un niveau bien plus élevé que celui de la Banque centrale du Japon (environ 60 % du PIB). En 2013 et au 1er semestre 2014, la BNS n'a pas eu besoin d'acheter de l'euro pour maintenir le taux de change EUR/CHF au-dessus de 1,20. Mais depuis que la BCE a décidé d'accélérer sa stratégie monétaire en juin 2014, la monnaie unique subissait des pressions baissières, contraignant la BNS à acheter de nouveau massivement de l'euro. Si les pressions sur la parité EUR/CHF s'étaient accentuées, la BNS aurait dû augmenter son bilan dans des proportions excessives (100 % du PIB, 150 % du PIB?), ce qui aurait menacé la stabilité financière de la Suisse.

La surévaluation du franc suisse avait diminué ces dernières années. Dans son communiqué, la BNS précise que la surévaluation du franc suisse avait fini par diminuer au fil du temps, ce que l'augmentation constante de l'excédent commercial ces dernières années permet de comprendre. Compte tenu des pressions baissières sur l'euro (dues à la menace déflationniste et au renforcement de la politique de la BCE) et des pressions haussières sur le franc suisse (excédent important de la balance courante, conversion de prêts immobiliers hongrois libellés en franc suisses), la surévaluation du CHF vis-à-vis de l'euro avait effectivement diminué. Pour maintenir la paire EUR/CHF au-dessus de 1,20, il aurait fallu des achats massifs d'euros (synonymes d'une nouvelle augmentation du bilan de la BNS), qui auraient entraîné des pertes de changes encore plus importantes à l'avenir pour la banque centrale suisse.

Des taux très négatifs pour décourager la fuite de capitaux que pourrait déclencher le risque politique en Europe. La stratégie de la BNS ne peut être comprise qu'en tenant compte de l'introduction de taux d'intérêt très négatifs censés dissuader les entrées de capitaux susceptibles de menacer la stabilité financière du pays. La BNS a ainsi abaissé le taux des dépôts à -0,75 % et la marge de fluctuation du Libor à 3 mois entre -1,25 % et -0,25 %. Le marché estime désormais que les taux du marché monétaire resteront fortement négatifs pendant une longue période. L'introduction de taux très négatifs peut être assimilée à un substitut de contrôle de capitaux. Même s'ils n'ont pas empêché l'appréciation soudaine du franc suisse face à l'euro, les taux négatifs joueront un rôle important à l'avenir. En outre, le risque politique sera plus prégnant en Europe en 2015: la cote de popularité des partis populistes est aujourd'hui très élevée et plusieurs scrutins seront organisés en Finlande, France, Espagne, Royaume-Uni, Portugal, etc. Ceci combiné à la situation grecque pourrait entraîner des sorties de capitaux massives. L'introduction de taux très négatifs en Suisse est une bonne nouvelle pour la BCE, car cela permettra de limiter les sorties des liquidités injectées par le QE et de les laisser en circulation en zone euro. Certaines banques suisses ont déjà annoncé qu'elles appliqueraient des taux négatifs sur les comptes de leurs clients supérieurs à un certain montant. Les investisseurs seront moins nombreux à être tentés de placer leurs liquidités en Suisse.

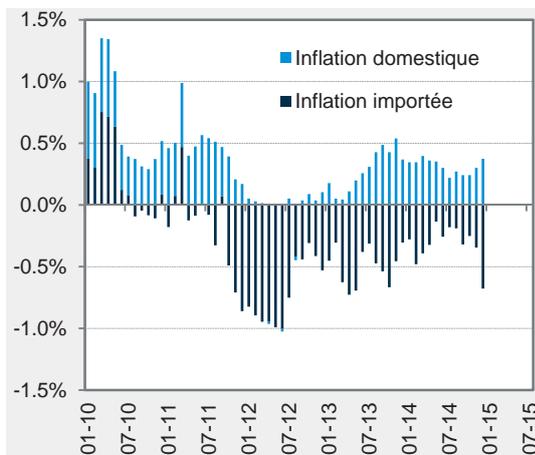
Quel sera l'impact sur l'économie suisse? La Suisse va sans aucun doute entrer dans une phase déflationniste plus prononcée, mais aussi en récession. Dans

L'essentiel

Le 15 janvier, la banque centrale suisse (BNS) a complètement supprimé le plafond de 1,20 franc suisse pour 1 euro, instauré il y a 3 ans et demi, marquant une évolution radicale de sa politique visant à juguler l'influence de la zone euro sur son économie. Dans cet article, nous expliquons les raisons qui ont poussé la BNS dans cette voie et les conséquences potentielles.

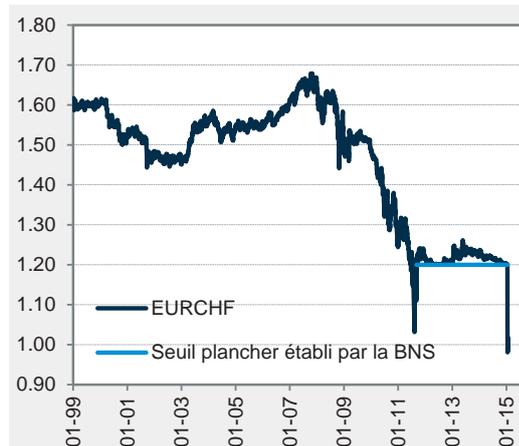
La Suisse va entrer dans une phase à la fois déflationniste et récessionniste. La décision de la BNS est une bonne nouvelle pour la BCE car elle a entraîné une forte baisse du taux de change effectif de l'euro et découragera la fuite de capitaux que pourrait engendrer une augmentation du risque politique en Europe en 2015.

1 Suisse: inflation domestique vs inflation importée (en glissement annuel)



Source : Datastream, Recherche Amundi

2 Parité EUR/CHF contre son seuil plancher établi par la BNS



Source : Datastream, Recherche Amundi

son dernier *Bulletin trimestriel*, la BNS a elle-même précisé: « Une nouvelle appréciation du franc serait lourde de conséquences sur les salaires et les prix et ferait passer le renchérissement largement dans la zone négative. Les entreprises suisses devraient une nouvelle fois réduire leurs coûts de manière radicale pour rester compétitives. Un tel scénario menacerait considérablement la stabilité des prix ». Après l'appréciation marquée du franc suisse face à l'euro en 2011, l'inflation importée est devenue largement négative et cela va sûrement se répéter en 2015. Il est peu probable que la BNS reste les bras croisés face à des perspectives d'inflation aussi mauvaises (d'autant que la baisse du prix du pétrole va aussi continuer à peser sur l'inflation). Enfin, il semble que le secteur manufacturier ait été sacrifié. En Suisse, l'emploi dans ce secteur reste déprimé (inférieur au niveau de 2008), alors qu'il est très dynamique dans le secteur des services. Cette divergence va être renforcée par la décision de la BNS.

La décision de la BNS est favorable à la BCE. Qu'elle soit intentionnelle ou non, l'appréciation du franc suisse face à l'euro a encore faire baisser le taux de change effectif de l'euro, le CHF représentant plus de 6 % du principal panier de devises suivi par la BCE. Il faut aussi garder à l'esprit que l'euro s'est déprécié surtout face au dollar et à la livre sterling en 2014, mais qu'il s'est apprécié face à plusieurs devises européennes (couronnes norvégienne, suédoise et tchèque, forint hongrois, zloty polonais). Cette nouvelle baisse du taux de change effectif de l'euro est un développement bienvenu pour la BCE.

Le franc suisse devient de nouveau la devise de financement privilégiée pour les opérations de carry trade (portage). Comme la courbe des taux suisses a encore baissé et puisque les taux courts resteront fortement négatifs pendant très longtemps, le franc suisse constitue désormais une source de financement très intéressante. Ces tendances ont aussi renforcé l'intérêt d'utiliser la devise suisse comme devise de financement dans les opérations de carry trade (portage). Qu'elle ait été coordonnée ou non, la décision de la BNS sera aussi favorable à la BCE car l'euro risquait de devenir la devise de financement privilégiée des cambistes.

Le dollar américain restera une devise refuge. Redevenu libre de ses mouvements, le CHF peut théoriquement reprendre son rôle traditionnel de devise refuge mais son appréciation marquée le rend peu attractif. En revanche, le dollar restera, lui, l'une des principales devises refuges. L'augmentation probable du risque politique en Europe en 2015 va probablement exercer des pressions baissières à court terme sur le taux de change EUR/USD. En outre, la moindre nouvelle négative en provenance de Chine déclencherait également une hausse du billet vert. Les incertitudes politiques pourraient faire tomber l'euro sous les 1,10 dollar de façon temporaire.

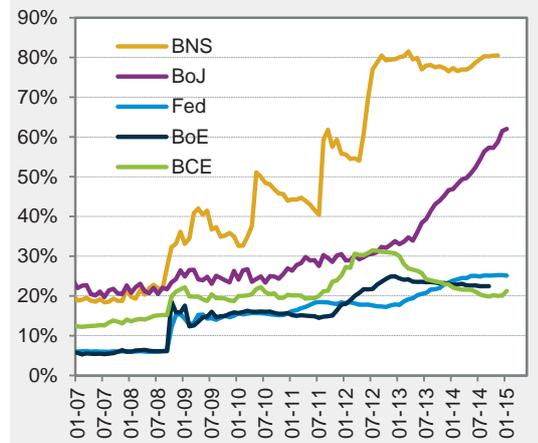
> Impact sur les autres pays européens

Les ménages polonais vont pâtir de l'appréciation du franc suisse. De nombreux foyers polonais ont emprunté en franc suisse pendant les années 2000. L'appréciation prononcée de la devise suisse a fait augmenter les montants (en zloty) qu'ils auront à rembourser. Les autorités hongroises se sont attaquées à ce problème dès la fin 2014. Le gouvernement polonais devra en faire de même pour alléger le poids de la dette des ménages.

La BNS complique la tâche de la Riksbank. En abandonnant le plancher du taux de change EUR/CHF quelques jours après que les représentants de la BNS aient annoncé publiquement que cet ancrage constituait un outil essentiel dans la lutte contre la déflation, la BNS a perdu toute crédibilité et a discrédité cet instrument de politique monétaire. En situation de déflation et dotée d'une devise en forte hausse depuis quelque temps, un tel plancher aurait pu constituer une solution efficace pour la banque centrale suédoise. Mais il est aujourd'hui très peu probable que les marchés apprécient la mise en place d'une telle politique.

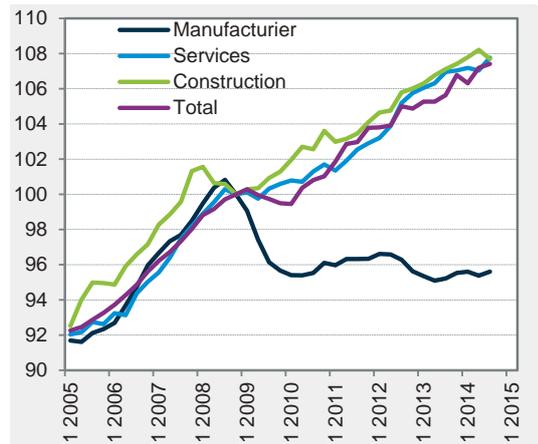
La banque centrale danoise est également sous pression. La couronne danoise (DKK) est arrimée à l'euro depuis la création de ce dernier (au deutsche mark auparavant). Comme pour la parité EUR/CHF, la parité EUR/DKK est soumise à de fortes pressions à la baisse, en raison de la politique de la BCE mais aussi en raison de la sécurité associée aux actifs danois (avec une dette publique très faible, le Danemark est l'un des derniers pays notés AAA par toutes les agences). Afin de décourager les flux entrants, la banque centrale danoise a décidé d'abaisser son taux de dépôt à -0,75 %.

3 Taille du bilan des banques centrales (en % du PIB)



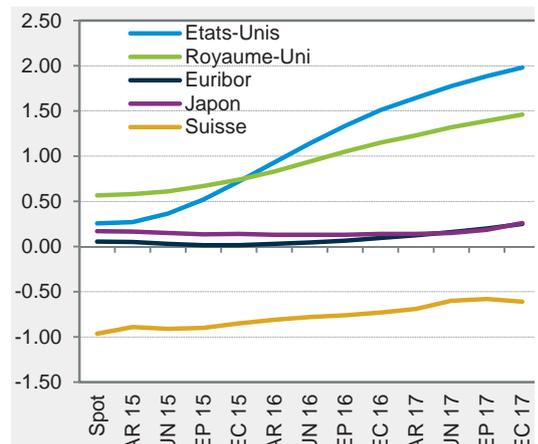
Source : Datastream, Recherche Amundi

4 Suisse: emploi (100 au T4 2008)



Source : Datastream, Recherche Amundi

5 Anticipations de marché pour les taux monétaires 3 mois (27/01/2015)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

6 Le M&A est de retour

VALENTINE AINOZ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Le marché des fusions-acquisitions connaît un regain notable après plusieurs années de calme relatif. Le nombre de transactions annoncées à l'échelle mondiale a fortement augmenté depuis la fin 2013 pour se rapprocher des niveaux observés avant la crise de Lehman. Comment expliquer ce paradoxe : un marché en ébullition dans un contexte économique morose. Comment se caractérise-t-il ? Quels en sont les moteurs ? Quel est l'impact pour le porteur obligataire ?

Une croissance propulsée par le marché américain !

Les opérations de fusions-acquisitions annoncées ont atteint 3870 Mds \$ en 2014, un niveau supérieur à celui observé en 2008. La forte progression des fusions-acquisitions (+920 Mds \$ soit plus de 31 % par rapport à 2013) n'est pas homogène entre les différentes zones géographiques :

- Le marché américain affiche le plus fort rebond. L'activité a augmenté de \$630 Mds en 2014 soit une croissance annuelle de 45 %. Les volumes sont revenus sur des niveaux de hauts de cycle après avoir atteint un point bas en 2009.
- La reprise s'effectue à un rythme plus lent dans la zone euro : +177 Mds \$ en 2014 soit une hausse de +23 %. L'activité sur ce marché se situe aujourd'hui à mi-chemin entre son plus bas et plus haut niveau.
- Le marché asiatique n'a progressé que de 15 % ou \$87 Mds en 2014. Mais, l'Asie-Pacifique est devenu une zone stratégique au cours des dernières années. Une transaction sur quatre a pour cible aujourd'hui une entreprise localisée dans un pays émergent contre seulement une sur dix au début des années 2000.

Nous devons rester prudents avec ces chiffres car ils incluent les opérations en cours qui ne seront pas forcément menées à terme. Ils surestiment donc les chiffres effectifs. Mais, prendre seulement en compte les opérations terminées n'est pas la solution car les chiffres ne nous donneraient pas alors d'indication sur les tendances récentes. En effet, plusieurs trimestres peuvent s'écouler entre l'annonce et la fin effective d'une transaction.

Les grosses opérations de fusions-acquisitions sont de retour...

La reprise du marché des fusions-acquisitions est surtout le résultat de la forte augmentation des transactions de grande taille aux États-Unis et en Europe. Les transactions supérieures à 5 Mds de dollars ont représenté plus de 40 % de l'activité en volume en 2014 contre seulement 25 % sur la période 2009-2013. La motivation des dirigeants est très différente de celle affichée avant la crise de Lehmann. Ils doivent gérer aujourd'hui la faible demande et les pressions déflationnistes qui pèsent sur les marges. Les acquisitions répondent donc à des logiques industrielles de réduction des coûts, de consolidation et de gain de parts de marché.

... facilitées par un contexte de taux bas et de liquidité abondante

Ce regain d'activité a été rendu possible par le financement relativement facile des opérations de fusions-acquisitions par :

- **Des liquidités.** Les émetteurs affichent des montants de liquidité records à leurs bilans, résultat de la gestion prudente de leurs ressources depuis la crise de Lehman. Pour les entreprises américaines, une part importante de cette liquidité reste souvent détenue à l'étranger pour éviter une double taxation des profits. Une acquisition est alors une solution judicieuse pour utiliser cette trésorerie. GE détient ainsi \$90Mds !
- **Des émissions d'actions** (surtout aux États-Unis). La multiplication des augmentations de capital et des cessions de titres pour lever des fonds témoigne de l'environnement boursier positif et de la confiance des investisseurs dans les opérations.

L'essentiel

Le marché des fusions-acquisition est de nouveau en ébullition après plusieurs années de calme relatif. Le montant des transactions à l'échelle mondiale a augmenté de 31 % en 2014 pour atteindre 3,9 Mds de \$, un niveau proche de celui observé en 2008. Ce rebond reste globalement en ligne avec les intérêts des porteurs obligataires.

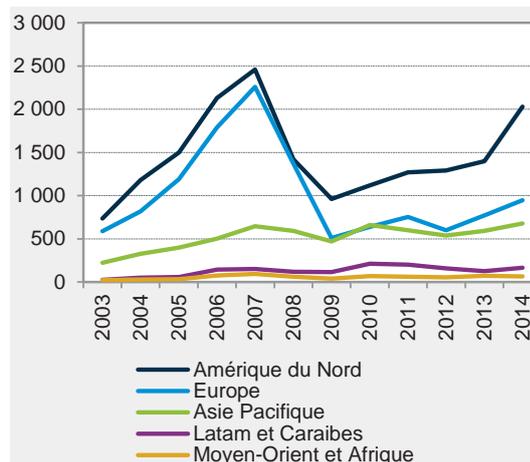
Il est essentiellement le résultat de la multiplication des transactions de grandes tailles. Ces opérations sont financées en partie avec les excédents de liquidité accumulés depuis 2008. Dans un contexte économique morose, la préservation du chiffre d'affaires et des marges restent un défi à relever pour les entreprises. La rationalisation de l'activité prime donc sur l'investissement productif. Ce rebond se caractérise également par une forte croissance des transactions transfrontalières. Les entreprises américaines sont de plus en plus nombreuses à s'intéresser aux actifs européens, favorisés par le différentiel de valorisation entre les deux zones. L'abondance de liquidité dans un environnement de taux bas restera un support clé de cette dynamique.



La reprise du marché est portée par les grosses acquisitions



1 Fusions-Acquisitions par zone géographique en Mds \$



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

• **De la dette obligataire.** Les entreprises peuvent aussi se financer facilement sur les marchés obligataires. En effet, les politiques monétaires très accommodantes ont favorisé un environnement de taux bas et de fortes liquidités.

Le retour des grandes opérations est surtout porté par le secteur de la santé, des télécommunications, de l'énergie, de l'immobilier et de l'industrie. Le secteur des télécoms va être encore très actif partout en Europe. Le secteur de l'énergie pourrait être actif car la baisse du pétrole pourrait conduire à des mouvements défensifs ou à des positions opportunistes.

Une croissance propulsée par les opérations transfrontalières!

Le rebond du marché se caractérise également par une explosion des opérations transfrontalières: +80 % au cours des douze derniers mois soit plus du tiers du marché. La taille de ces transactions est en moyenne beaucoup plus élevée que celles réalisées intra-zone. L'examen des flux de capitaux confirme plusieurs tendances.

• **Les entreprises américaines sont de plus en plus nombreuses à s'intéresser aux actifs européens:** 25 % du volume visant des cibles européennes ont été initiés par des sociétés américaines contre seulement 18 % en 2013.

- Ce mouvement est favorisé par le différentiel de valorisation entre les deux zones. Les multiples de bénéfices des entreprises et le taux de change sont à la faveur de l'investisseur américain.

- La motivation est également d'origine fiscale à travers la procédure dite de « tax inversion ». Une entreprise américaine peut baisser sa fiscalité en achetant une entreprise dans une juridiction où la fiscalité est plus attractive (Irlande, Pays-Bas ou Angleterre) et en y transférant son siège. Nous pouvons citer la proposition d'offre de Pfizer sur l'anglais Astrazeneca.

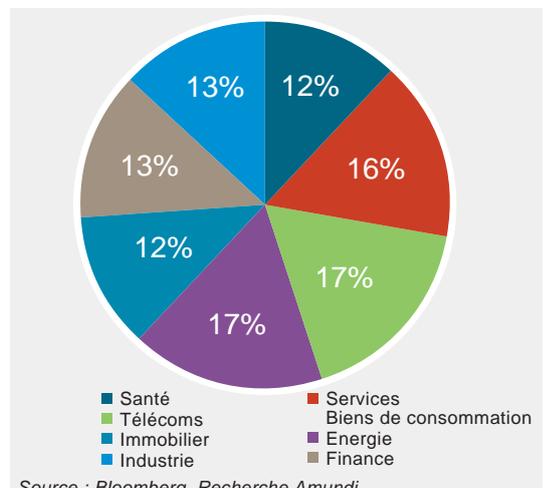
• **Les grands industriels européens cherchent des relais de croissance hors de la zone euro** et notamment aux États-Unis. La fusion Lafarge/ Holcim va permettre au nouveau groupe de se repositionner sur les pays émergents au détriment des pays matures. Les entreprises allemandes, françaises et britanniques figurent parmi les candidats les plus actifs.

• **Les investisseurs asiatiques et notamment chinois s'imposent de plus en plus.** La part du volume visant des cibles en dehors de la zone Asie-Pacifique, relativement stable depuis la crise de Lehman (25-30 %) a fortement augmenté depuis les années 2000 (inférieure à 10 %).

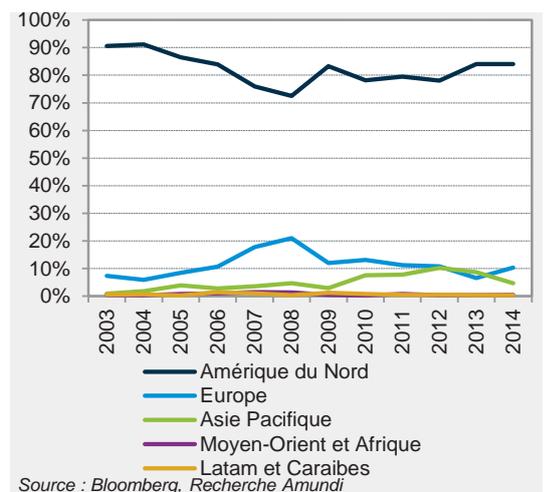
Le moteur fiscal de la « tax inversion » qui a largement contribué au redémarrage de l'activité M&A depuis la fin 2013 devrait se tarir. Le trésor américain a annoncé vouloir rendre moins intéressantes ces opérations perçues comme de l'évasion fiscale. Par contre, les actifs européens continueront d'offrir de belles opportunités en particulier pour les investisseurs américains.

Le regain de l'activité du marché des fusions-acquisitions observé depuis fin 2013 devrait se poursuivre en 2015. Dans un contexte de croissance faible, les entreprises doivent rationaliser leur activité pour préserver leur chiffre d'affaires et leurs marges. Autre facteur de soutien : les politiques monétaires accommodantes qui offrent une liquidité abondante et un environnement de taux bas. Ce rebond reste globalement en ligne avec les intérêts des porteurs obligataires. Les entreprises acheteuses ont des bilans solides. Et les opérations sont financées en partie avec les excédents de trésorerie accumulés depuis 2008.

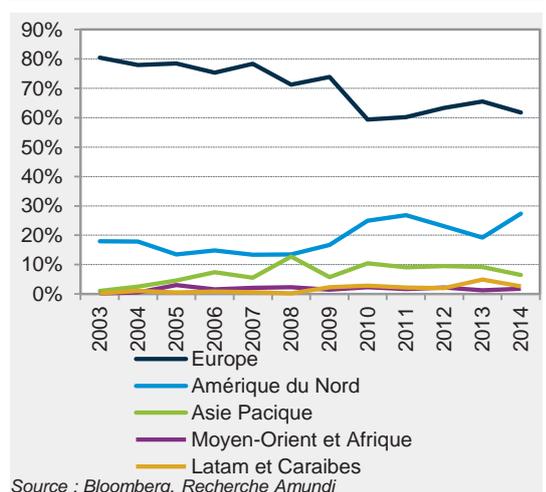
2 Volume fusions-acquisitions par secteurs en 2014 (en % du volume total)



3 M&A sur le marché nord-américain: nationalité de l'acheteur (en % du volume total)



4 M&A en Europe: nationalité de l'acheteur (en % du volume total)



7 Marchés de taux des pays émergents : perspectives positives malgré les risques

ABBAS AMELI-RENANI, *Stratégiste marchés émergents - Londres*

Les perspectives des obligations des marchés émergents sont bonnes pour 2015, malgré la persistance de risques. Après deux années de performances négatives, la dette des marchés émergents en devise locale devrait faire mieux ; quant à la dette en devise forte, elle devrait afficher des performances robustes, comme pendant neuf des onze dernières années. Les dernières annonces de la Banque centrale européenne (BCE) vont éteindre la soif de liquidités des marchés mondiaux pendant au moins les dix-neuf prochains mois, ce qui devrait largement bénéficier aux pays émergents et à leurs marchés du crédit et des taux (ainsi qu'à leurs devises, dans une moindre mesure).

Mais en dehors de cela, il existe plusieurs raisons d'anticiper des performances solides sur les marchés obligataires en devise locale et forte des pays émergents. Nous en avons dressé un aperçu, avant de passer en revue les risques.

Dette souveraine externe : la crème des marchés émergents.

Le pétrole ne pose pas de problème. Dernièrement le marché s'est inquiété de l'ampleur et de la vitesse de la chute des cours pétroliers. En ce qui nous concerne, sans vouloir pour autant prédire l'orientation future des prix, nous pensons que le repli massif des marchés face à la baisse des cours n'est que transitoire, et nous devrions bientôt recommencer à investir dans les perdants, mais aussi dans les gagnants des fluctuations du prix de l'or noir.

Premièrement, même s'il est vrai que la plupart des pays exportateurs de pétrole appartiennent à la sphère des émergents, beaucoup d'économies de cette même sphère en sont importatrices. Selon nos estimations, la moyenne pondérée¹ nette des exportations pétrolières des économies émergentes représente à peine 0,8 % du PIB total de ces pays. Étant donné la faiblesse de la dette émergente en devise forte depuis la chute des cours pétroliers, nous pensons que les valorisations sont maintenant inférieures à ce que justifient leurs fondamentaux.

Deuxièmement, il nous semble que les effets de propagation qui pourraient aller des économies exportatrices de pétrole vers les pays importateurs sont relativement limités, car ils entretiennent ensemble peu de liens financiers et commerciaux. La Russie et le Mexique sont les deux économies qui entretiennent le plus de liens avec le reste des pays émergents. Toutefois ces liens ont été tronqués, dans le cas de la Russie, par les sanctions de l'Union européenne et des États-Unis, alors que les exportations nettes de pétrole mexicaines demeurent assez faibles. À noter que même pour la Russie, la répercussion de la baisse des cours pétroliers sur les indicateurs de crédit a été largement atténuée par la faiblesse du rouble. Autrement dit, les recettes pétrolières russes libellées en rouble sont restées relativement stables par rapport à l'année dernière.

Par conséquent, nous ne prévoyons pas d'aggravation spectaculaire du déficit budgétaire russe en 2015 ; nous pensons même qu'il est possible que la balance courante soit largement excédentaire. Enfin, les économies importatrices de pétrole profitent considérablement de la baisse des cours de l'or noir, qui va probablement favoriser une diminution des déficits budgétaires et courants, tout en soutenant la croissance. Les principaux bénéficiaires en seront l'Asie, à l'exception de la Malaisie, les pays d'Europe centrale et orientale, et la Turquie. Dans de nombreux cas, cette amélioration prévue des fondamentaux n'est pas encore intégrée aux valorisations.

L'essentiel

2014 a été difficile pour les marchés de taux des pays émergents : décollectes, risques géopolitiques et électoraux, chute libre des cours pétroliers et fin du tapering de la Fed. En revanche, 2015 s'annonce beaucoup mieux pour la dette des marchés émergents, qu'elle soit en devise forte ou locale. Il existe beaucoup de raisons d'être optimiste. Et le QE de la BCE n'est pas la moindre.

La dette des marchés émergents en devise forte devrait bénéficier de fondamentaux en meilleure forme, d'une dynamique d'offre positive et d'un risque électoral nettement moins présent. La dette en devise locale profitera pour sa part de forces désinflationnistes sans précédent, d'une croissance modeste, mais pas catastrophique, et de la marge de manœuvre dont disposent les banques centrales pour réduire les taux. Les taux de change des devises émergentes représentent un risque baissier.

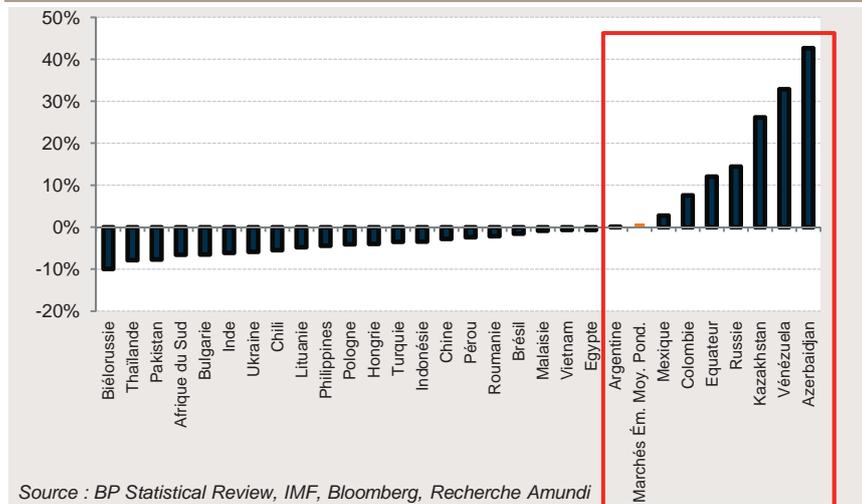


Le risque de propagation des difficultés des pays exportateurs de pétrole vers les pays importateurs est limité



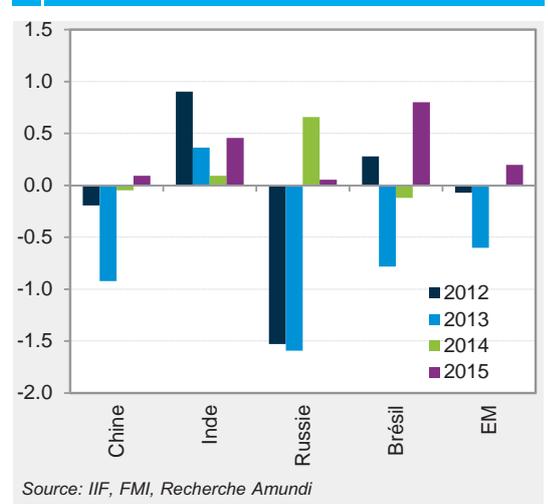
¹ Sur la base des pondérations de la dette souveraine dans l'indice JPM EMBI.

**Des gagnants et des perdants:
Exportations nettes de pétrole en % du PIB à fin 2013**



Source : BP Statistical Review, IMF, Bloomberg, Recherche Amundi

1 Variation du déficit budgétaire ajusté du cycle en % du PIB



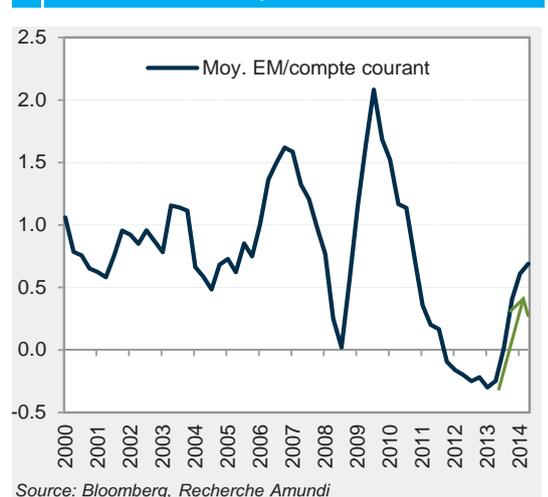
Source : IIF, FMI, Recherche Amundi

Contrairement à ce que l'on pourrait croire, les fondamentaux des marchés émergents s'améliorent. Même avant la baisse des prix du pétrole, les fondamentaux des marchés émergents avaient commencé à s'améliorer au niveau des États : globalement, les déficits budgétaires se résorbent ou se stabilisent à des niveaux plus faibles. Selon le dernier *Fiscal Monitor* du FMI, le déficit budgétaire ajusté du cycle en pourcentage du PIB dans les pays émergents devrait s'améliorer de 0,2 % entre 2014 et 2015. Ce périmètre inclut la Russie et le Brésil, deux pays dans lesquels l'actualité politique en 2014 a été très alarmante. Dans le même temps, la dette publique des pays émergents rapportée à leur PIB devrait rester relativement stable, à 41 % contre 106 % parmi les économies développées. De plus, la balance courante des marchés émergents, en moyenne déficitaire de 0,25 % du PIB global avant le vent de panique soufflé par la Fed en annonçant la fin du *tapering*, affichait un excédent de 0,6 % du total des PIB au troisième trimestre 2014, avant que l'impact positif de la baisse des cours pétroliers ne se fasse ressentir. Ceux que l'on appelait les « cinq pays fragiles » en 2013, à savoir l'Inde, l'Indonésie, la Turquie, l'Afrique du Sud et le Brésil à cause de l'ampleur de leurs déficits courants, ont tous nettement résorbé ces derniers depuis.

L'environnement technique a rarement été aussi favorable. Les émissions souveraines nettes des pays émergents devraient être négatives en 2015. Les émissions nettes de dette externe des pays émergents en 2015 devraient être négatives à hauteur de 15 milliards USD. Cette baisse serait due en partie à la réduction des déficits budgétaires, mais aussi à la volonté chez certains émetteurs de réduire leur dépendance envers la dette externe en développant davantage leurs marchés en devise locale. Nous pensons que cette dynamique apportera un soutien important à la dette externe existante. Toujours sur le plan technique, un autre soutien sera fourni par la politique monétaire de plus en plus accommodante de la BCE, qui compresse les rendements européens des pays cœur à moins de 0,5 %. Ce contexte accentue l'appétit pour les émissions en euro des économies émergentes, et réduit en retour l'offre de dette en dollar. Il nous semble donc que l'environnement offre un soutien technique important à la dette émergente en devise forte : les obligations en dollar bénéficient de la baisse de l'offre et celles en euro profitent de la compression des rendements des pays cœur européens et de la quête de rendement des investisseurs continentaux. Ce sont les pays d'Europe centrale et orientale, d'Afrique et du Moyen-Orient qui correspondent le plus à ce thème : baisse de l'offre nette de dette externe et principaux bénéficiaires du *quantitative easing* de la BCE.

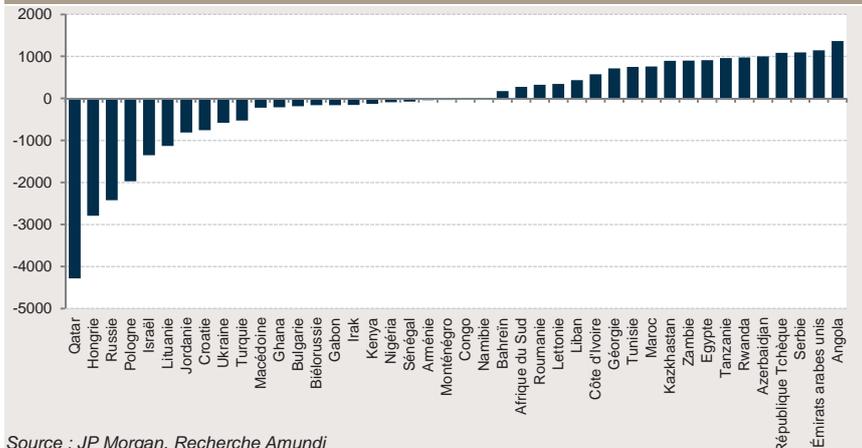
“ Les émissions souveraines nettes des marchés émergents devraient être négatives en 2015 ”

2 Meilleure dynamique de la balance des paiements



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Prévisions d'émissions nettes en 2015, en millions USD



Source : JP Morgan, Recherche Amundi

Le risque électoral est plus faible en 2015. Bien que la géopolitique reste préoccupante avec le conflit russo-ukrainien ou les tensions permanentes au Moyen-Orient, nous estimons que certains facteurs de risque politique spécifiques sont nettement moins présents qu'en 2014. L'an passé, l'agenda électoral était en effet chargé de scrutins majeurs dans les grandes économies émergentes, notamment la Turquie, le Brésil, l'Indonésie, l'Inde, la Roumanie, la Hongrie, l'Afrique du Sud, la Serbie, la Croatie et la Slovaquie. Ces élections ont engendré de grandes tensions sur les marchés, en particulier juste avant qu'elles aient lieu. 2015, au contraire, s'annonce moins riche en élections, et dans la plupart des cas, celles-ci revêtiront beaucoup moins d'importance. Les seuls pays émergents qui éliront leur Président(e) seront le Nigeria et l'Argentine, qui ne sont ni l'un ni l'autre très représentés au sein des indices de ME. Des élections législatives de moindre importance doivent aussi se tenir au Mexique, en Turquie, en Pologne, ainsi qu'en Russie, et d'après nous, la majorité d'entre elles auront peu d'effets sur les marchés. Il faudra être plus attentif aux élections présidentielles argentines et nigérianes.

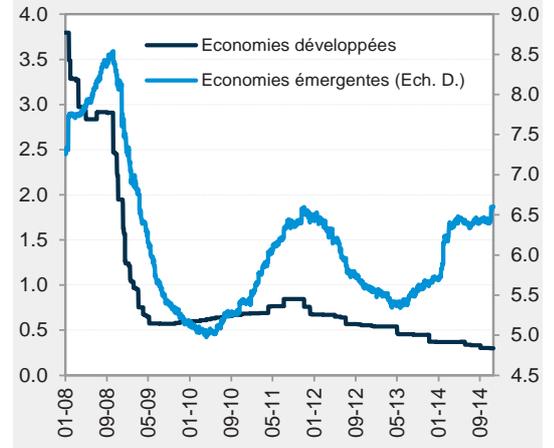
Peu d'élections prévues dans les pays émergents en 2015

Mois	Pays	Nature
Février 2015	Nigeria	Présidentielles et législatives
Juin 2015	Turquie	Législatives
Juillet 2015	Mexique	Législatives
Octobre 2015	Argentine	Présidentielles et législatives
Novembre 2015	Pologne	Législatives
Décembre 2015	Russie	Législatives

**Dette émergente en devise locale
bye bye l'inflation, bonjour les taux plus faibles**

Les banques centrales des pays émergents commencent déjà à se préparer à la fin du cycle de taux exceptionnellement faibles de la Fed. En 2013, après le « caprice des marchés » suite à l'évocation du retrait du tapering, beaucoup de banques centrales de pays émergents (notamment des plus fragiles d'entre eux) ont rapidement mis en place un durcissement monétaire malgré une inflation ancrée et une croissance économique toujours modérée. La moyenne pondérée des taux directeurs des pays émergents se situe actuellement à son plus haut niveau depuis 2009 alors qu'ils ne cessent de baisser dans les économies développées. Nous pensons donc qu'en plus d'être mieux préparés sur le plan des fondamentaux, les pays émergents le sont aussi du point de vue de la politique monétaire. Étant donné les pressions

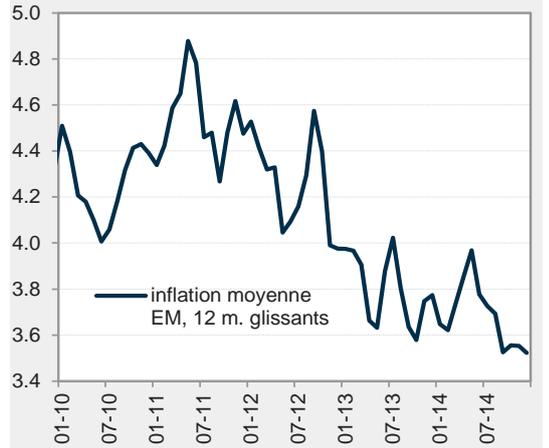
3 Taux directeurs en pourcentage pondéré du PIB de chaque pays



Source : IIF, Recherche Amundi

“ L'inflation moyenne dans les marchés émergents est historiquement faible ”

4 Inflation en baisse



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

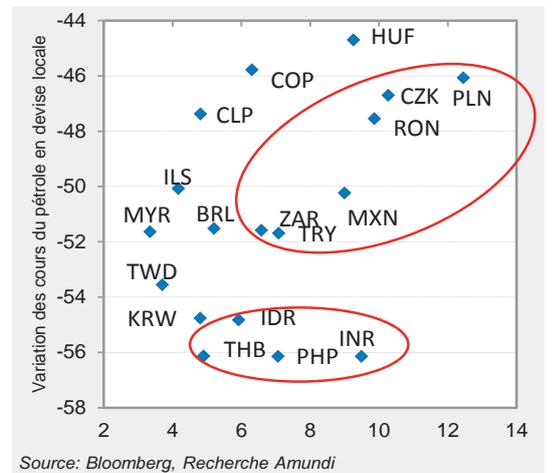
désinflationnistes qui s'annoncent, les marchés émergents disposent même d'une marge de manœuvre pour assouplir leurs politiques alors que la Fed s'apprête à relever ses taux. On peut déjà en voir les signes en Turquie et en Inde, où d'autres réductions des taux sont à prévoir, et selon nous les banques centrales de ces pays ne tarderont pas à être suivies par celles de Thaïlande, de Colombie, de Hongrie et de Roumanie. Ces interventions vont soutenir la dette des économies émergentes en devise locale, en particulier sur les échéances rapprochées.

Inflation... désinflation... déflation. Sans même que la baisse des cours pétroliers se soit répercutée sur l'inflation officielle, l'inflation moyenne des pays émergents a atteint un plus bas historique à 3,5 % en décembre 2014. Parmi les 21 économies émergentes que nous suivons, 4 sont désormais en situation de déflation et plus d'un tiers affichent une inflation officielle inférieure à 1 %. Or beaucoup d'autres tendances désinflationnistes se profilent à l'horizon des mois prochains et devraient contribuer à faire encore diminuer l'inflation des pays émergents, à faire monter les taux réels et par conséquent à offrir un plus grand potentiel de performance aux actifs émergents libellés en devise locale.

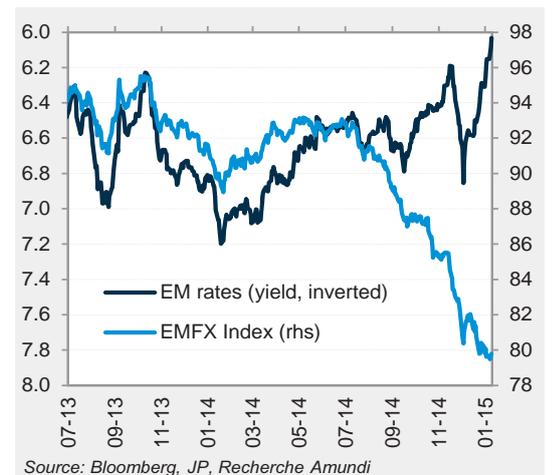
La chute des cours pétroliers a été beaucoup plus forte que la dépréciation des devises émergentes. Taux et devises peuvent opérer un découplage. La vigueur généralisée du dollar est notre principale source de préoccupation vis-à-vis des taux des pays émergents. Dans des conditions de marché normales, les taux émergents offrent des performances médiocres si les devises locales sont faibles. Cela provient essentiellement du fait que l'affaiblissement des devises d'économies émergentes a deux effets collatéraux : tensions inflationnistes et risques pour la stabilité financière. Cette dernière est moins inquiétante qu'avant, étant donné que les réserves de change des pays émergents sont plus élevées, que la dollarisation est moindre et qu'un désendettement par rapport aux créanciers étrangers est à l'œuvre depuis plusieurs années. L'effet collatéral le plus important de la faiblesse des devises émergentes, à savoir l'importation d'inflation, est elle aussi bien moins préoccupant dans la mesure où il coïncide avec un repli beaucoup plus conséquent des cours pétroliers, avec pour conséquence nette un environnement très désinflationniste. La baisse des cours pétroliers en devise locale est au moins 44 % plus importante que le repli des devises émergentes contre le dollar depuis janvier 2014 (sauf dans le cas de la Russie). Ceci met en évidence l'ampleur des pressions désinflationnistes auxquelles on peut s'attendre, ainsi que la relative insouciance avec laquelle on peut considérer les effets inflationnistes d'un affaiblissement des devises dans les pays émergents. Dans ce contexte, il nous semble que les taux et les devises de ces pays peuvent maintenir pendant plusieurs mois le découplage qu'ils ont opéré depuis le milieu de l'année dernière. Les pays qui risquent de subir les plus grosses pressions désinflationnistes sont soit i) ceux dans lesquels l'énergie occupe le poids le plus important au sein des paniers d'IPC (à savoir l'ECE et l'Inde), soit ii) ceux dans lesquels la chute des cours pétroliers en devise locale est la plus forte, à l'image de la Thaïlande, de l'Indonésie, des Philippines, du Mexique, mais aussi de la Turquie et de l'Afrique du Sud.

La croissance présente un profil idéal : assez modeste pour que la politique puisse être assouplie, mais assez robuste pour éviter une hausse des primes de risque. Dans la plupart des pays émergents la croissance n'est toujours pas formidable, mais elle ne s'effondre pas (sauf en Russie, où la production économique pourrait se contracter de 4 % en 2015). Les économies émergentes seront affectées par le ralentissement progressif en Chine, mais leur croissance devrait être soutenue par la reprise de l'activité américaine. En Asie la croissance sera globalement plus soutenue, à l'exception notable de la Chine, et de la Malaisie. Après des performances économiques raisonnables en 2014, les pays d'Europe centrale et orientale resteront sur la même trajectoire. Leurs exportations pourraient pâtir de la baisse de l'euro, même si un rebondissement de la demande intérieure dans la zone euro serait plus que bienvenu. La Turquie devrait enregistrer une croissance plus robuste après le tsunami politique de 2014, et l'Afrique du Sud devrait aussi bénéficier d'une activité plus soutenue à la faveur de la dissipation des mouvements

5 La chute des cours pétroliers plus prononcée que l'affaiblissement des devises émergentes



6 Les taux et les devises des marchés émergents peuvent maintenir leur découplage



“ L'effondrement des cours pétroliers favorise un découplage entre les taux et les devises des marchés émergents ”

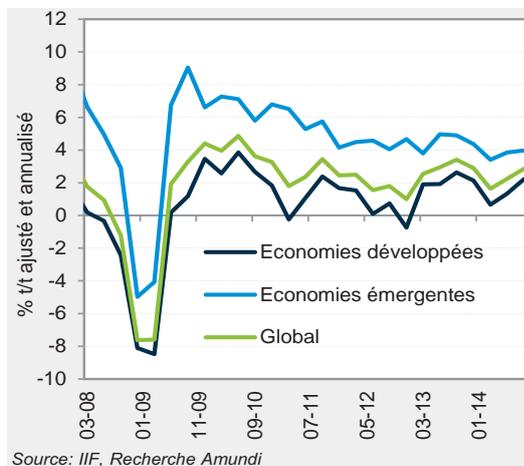


sociaux. En Amérique latine, la Colombie et le Venezuela vont pâtir du repli des cours pétroliers, et la croissance brésilienne restera bridée par les politiques de durcissement monétaire et budgétaire. Dans l'ensemble la croissance en 2015 devrait être assez semblable à celle de 2014, ce qui donnera une marge de manœuvre pour assouplir les politiques monétaires au vu des pressions désinflationnistes importantes qui se profilent à l'horizon.

N'oublions pas les risques

Nous venons de décrire un environnement positif pour les marchés obligataires émergents en 2015, mais nous n'en oublions pas pour autant les risques. Le premier d'entre eux concerne encore et toujours la politique de la Fed. Bien que les pays émergents y soient mieux préparés, il n'en demeure pas moins que le gros des dettes externes de ces économies est toujours libellé en dollar et qu'à ce titre, la liquidité accrue en euro qu'apporte la BCE ne compense pas exactement la diminution de la liquidité en dollar. Si la Fed durcit sa politique plus vite et plus tôt que prévu, la tension sera forte sur les marchés. Le deuxième risque, qui entretient des liens avec le premier, concerne la vigueur du dollar, et en particulier contre les devises émergentes. Celle-ci pourrait en effet peser sur le sentiment 1) du marché de la dette en devise forte en amplifiant l'asymétrie des devises sur les bilans, mais surtout 2) du marché de la dette en devise locale, dont les performances risquent d'être très amoindries par la faiblesse des taux de change. Le troisième risque tient au niveau des cours pétroliers. S'ils restent bas, on ne peut exclure la possibilité d'un risque de contagion à partir des entreprises exposées aux prix du pétrole (dans les pays émergents mais aussi développés). Il se peut que certains États ne soient pas à l'abri de la détérioration des fondamentaux dans un secteur d'envergure au sein de leur économie. Quatrième risque, si le QE de la BCE ne relance pas efficacement les économies européennes (en termes d'inflation et de croissance), des inquiétudes pourraient réapparaître quant à la viabilité de la dette en périphérie de la zone euro. Or ces inquiétudes sont si étroitement liées à des questions politiques, comme en Grèce, qu'on ne peut que se rappeler de l'effondrement des marchés en 2011 à l'éclatement de la crise de la zone euro. Cinquième risque, le monde est encore en train de s'ajuster au ralentissement de la croissance en Chine. Si le processus reste aussi graduel que jusqu'à maintenant, pas vraiment de raison de s'alarmer. En revanche, une décélération plus brutale accentuerait nos inquiétudes que les « échanges commerciaux » ne jouent un rôle secondaire dans la « croissance » économique mondiale, car c'est un environnement très défavorable aux marchés émergents. Sixièmement, la géopolitique reste un facteur préoccupant, notamment en ce qui concerne le conflit russo-ukrainien mais aussi les tensions continues dans le Moyen-Orient, d'abord en Irak et en Syrie et indirectement dans le reste de la région. Pour l'heure, aucune de ces menaces n'est visible mais comme toujours, difficile de savoir à quel moment précis elles deviendront importantes pour les marchés. Les risques que nous venons d'évoquer sont tous des « inconnues connues » ; mais n'oublions pas que les plus gros risques proviennent toujours des « inconnues inconnues ». En 2013, c'était le caprice des marchés à l'évocation de la fin du *tapering*, en 2014 le conflit russo-ukrainien au premier semestre, puis la chute des cours pétroliers au second. Voyons maintenant ce que 2015 nous réserve.

7 Croissance des pays émergents : modeste, mais pas catastrophique



8 Économies émergentes : confrontées au meilleur comme au pire

MARC-ALI BEN ABDALLAH, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
KARINE HERVE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Les interrogations autour de la stratégie de la BCE ont été un facteur central de marché en 2014

La hausse du dollar qui s'est aussi traduite par une performance exceptionnelle notamment des obligations du Trésor américain de maturité longue est souvent expliquée par l'écart des anticipations de politique monétaire entre la Fed et la BCE. Si ce facteur a effectivement joué à plein, il nous semble qu'un autre a largement été sous-estimé : les incertitudes sur la stratégie de la BCE. Il en résulte que la performance des actifs américains de taux comme les marchés actions sont aussi le reflet d'une fuite vers la qualité avant d'être la simple conséquence d'une désynchronisation conjoncturelle plus ou moins durable.

Ce cycle confiance/scepticisme des investisseurs peut être appréhendé aisément via l'évolution des taux à terme 1 an européens. On observe, en effet, que ces derniers ont baissé jusqu'au troisième trimestre 2014 jusqu'à un plus bas de -0,5 % avant d'entamer une hausse, après l'abandon temporaire de la cible quantitative des 1 000 Mds d'euro d'expansion bilancielle de la BCE, pour atteindre -0,36 % début décembre. Depuis lors, les taux terme 1 an ont connu un accroissement significatif accompagné d'une remontée de leur volatilité rendant plutôt délicate leur interprétation.

La baisse des matières premières et des actifs cycliques s'est accentuée avec la montée du scepticisme des investisseurs

Le comportement des actifs cycliques émergents (devises et actions émergentes) et des matières premières, souligne à quel point les inquiétudes sur la zone euro ont été capitales. En premier lieu, les devises émergentes qui se sont dépréciées plus fortement que l'euro contre dollar en 2014, en excluant le peso argentin (-23 %) et le rouble russe (-43 %), sont le peso colombien (-18,7 %) et les devises d'Europe centrale¹.

En second lieu, les prix du brut ont accéléré à la baisse peu ou prou après la fin septembre alors que l'écart des taux à terme 1 an avait alors cessé de s'accroître. Cette dernière jambe de baisse représente à elle seule deux tiers de la correction des prix du brut. C'est aussi à ce moment, que les actions ont amorcé une tendance baissière, certes volatile mais baissière tout de même.

Cette corrélation des tendances n'est pas surprenante dans la mesure où, comme le souligne la Banque Mondiale dans son dernier rapport annuel², une perspective de stagnation durable à la fois en zone euro et pour l'économie japonaise serait particulièrement pénalisante pour la croissance mondiale.

Une grande partie des incertitudes ont été dissipées par la mise en place d'une stratégie d'expansion bilancielle de taille de la BCE

Les annonces du Président de la BCE Mario Draghi ont été d'ampleur : 60 Mds d'euros par mois d'achat d'actifs de maturité longue de 2 à 30 ans pendant 19 mois incluant 13 Mds de dettes collatéralisées (*Asset-back-securities*) et de *covered bonds*. En outre, l'éventualité d'achats conditionnels de dette non *investment grade* comme de la dette grecque ne fait que renforcer le fait que le programme annoncé est allé bien au-delà des anticipations de marché – celles-ci étaient plus proches de 40 Mds par mois.

Ce franchissement du Rubicon par la BCE après des mois de tiraillements internes amène un changement profond de la donne sur les marchés des capitaux internationaux. Il a contribué à changer le sentiment des investisseurs

L'essentiel

L'incertitude sur la stratégie de la BCE a été un facteur de risque sous-estimé en 2014. Les annonces de la BCE ont permis de faire disparaître une source d'incertitude importante. Ceci étant, les économies émergentes continuent de faire face à des forces contra-cycliques de taille : les conséquences sur les dynamiques de prix de l'effondrement des prix du pétrole, un dollar fort et un durcissement des conditions financières.

Si le QE de la BCE limite le risque d'aggravation des tensions déflationnistes en Europe Centrale, le contexte de dollar fort pèse lourdement sur les économies d'Asie émergente dont la plupart des devises se sont fortement appréciées contre la devise américaine. Enfin, les marges de politique économique seront déterminantes dans les mois qui viennent alors que les conditions de financement des économies et des entreprises émergentes se durcissent. Dans ce contexte, le portage des actifs émergents a besoin de regagner en attractivité notamment pour les actifs de crédit.



Le comportement des actifs émergents souligne à quel point les inquiétudes sur la zone euro ont été capitales



¹ Forint hongrois : -16,6 %, Zloty polonais : -14 %, Couronne tchèque : -12,8 %, Leu roumain : -11,9 %.

² *Global Economic Prospects 2015 "Having Fiscal Space and Using It"*, World Bank Group



en leur permettant de gagner en visibilité sur le volet de la politique monétaire européenne ce qui devrait assurer une baisse de la volatilité des devises du G10 et un maintien de taux longs à des niveaux bas en Europe mais aussi Outre-Atlantique.

Les économies émergentes sont aux prises avec des forces contra-cycliques de taille

Ceci étant, les économies émergentes font, actuellement, face à trois défis : les conséquences sur les dynamiques de prix de l'effondrement des prix du pétrole, un dollar fort et un durcissement des conditions financières.

Dans la sphère réelle, la diffusion des effets désinflationnistes de la baisse des prix des matières premières aux économies d'Europe Centrale pourrait perdurer voire augmenter maintenant que l'abandon de l'ancrage du franc suisse menace la stabilité financière des banques d'Europe Centrale.

Au cours des six derniers mois, l'inflation mesurée par les prix à la consommation a bel et bien ralenti - voire diminué - dans la plupart des économies émergentes certes à des rythmes différents et à quelques exceptions près que sont les pays exportateurs nets de matières premières et/ou avec des prix subventionnés. Cette baisse des prix a débuté relativement tôt et a été particulièrement marquée dans les pays d'Europe centrale fortement intégrés à la zone euro. Comme mentionné dans le Cross Asset de janvier, l'inflation est passée en territoire négatif en Pologne, en Hongrie mais aussi en Roumanie.

Ces évolutions, si elles devaient persister, pourraient toutefois peser sur la croissance de ces pays et ne sont pas de fait de bon augure. En République Tchèque, l'inflation demeure positive (0,4 % en G.A. en décembre) mais ne cesse de diminuer depuis le troisième trimestre 2014. Seule exception à cette tendance baissière : la Russie, qui enregistrait une inflation de plus de 11 % en décembre sous l'effet de la forte chute du rouble, près de 50 % de dépréciation en un an vis-à-vis du dollar américain.

Les pressions déflationnistes en Chine et ses principaux partenaires économiques seront alimentées par l'appréciation du dollar

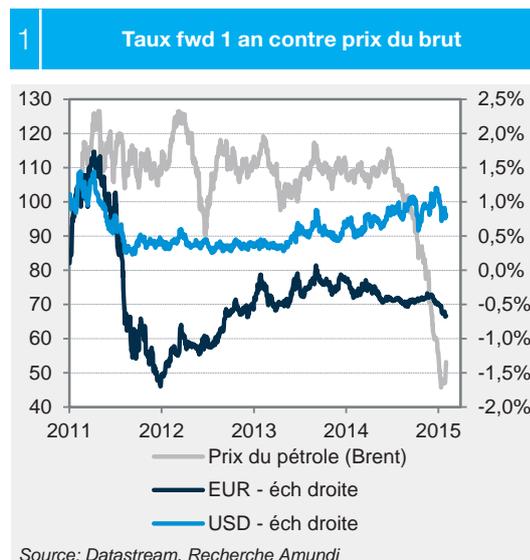
La problématique de la déflation ne concerne pas que l'Europe Centrale. Les pressions désinflationnistes sont également à l'œuvre en Asie. La plupart des économies d'Asie, a contrario des autres économies émergentes, ont des devises qui se sont appréciées contre dollar sur les cinq dernières années³ si elles ne sont pas tout simplement ancrées comme le dollar de Hong Kong ou quasi ancrées comme le yuan ou le dollar de Singapour. Au stade actuel, ces devises présentent des signes de surévaluation. À l'exception des roupies (indienne et indonésienne), l'écart moyen du taux d'échange effectif réel à sa tendance 5 ans est de 5 %.

Il en résulte que, dans ce contexte, une baisse des prix du brut doublée d'une appréciation du dollar est une tendance particulièrement désinflationniste voire déflationniste. Elle se traduit par une baisse des prix des biens et services importés, mais aussi par une baisse des prix à l'exportation pour des raisons évidentes de compétitivité.

En Chine, l'inflation des prix à la production est en territoire négatif depuis 34 mois d'affilée et l'envolée du dollar augure d'une aggravation de cette déflation. En décembre, l'inflation en Corée du sud, Thaïlande et Taïwan est passée sous la barre des 1 %. À Singapour, l'effet conjugué de la baisse des prix des matières premières et de l'immobilier a conduit l'inflation en territoire négatif en décembre (-0,3 %). En Malaisie, pays exportateur net de pétrole, la devise (le ringgit) s'est dépréciée de près de 10 % ce qui a eu pour conséquence de modérer la baisse de l'inflation. Cette dernière s'est réduite de 3,2 % à 2,7 %.



Les économies émergentes font, actuellement, face à trois défis : les conséquences sur les dynamiques de prix de l'effondrement des prix du pétrole, un dollar fort et un durcissement des conditions financières



La modération de l'inflation redonne des marges de manœuvre aux banques centrales de ces économies



³ C'est notamment le yuan (+10 %), le won coréen (+6,4 %), le dollar de Singapour (+6 %), le peso philippin (+3 %), le Baht thaïlandais (+1,3 %).

Seules les économies émergentes importatrices nettes de pétrole et à forte inflation vont bénéficier de l'effondrement des prix du brut

Dans des pays comme l'Inde et la Turquie où l'inflation demeure la pierre d'achoppement, les effets déflationnistes de la baisse des prix des matières premières se sont bien matérialisés. En Inde, la stratégie menée par Raghuram Rajan, le gouverneur de la RBI (*Reserve Bank of India*), a sans aucun doute porté ses fruits. Il faudra cependant que le nouveau gouvernement maintienne la discipline fiscale à laquelle il s'est engagé. Ceci étant les faits sont là : au mois de décembre, l'inflation indienne a été publiée à 5 % en annuel. En moyenne, sur les six derniers mois elle a été de 6,5 % donc proche de la cible fixée par la RBI pour 2016 à savoir 6 %.

Seule l'Indonésie, pays exportateur net de pétrole et gaz, semble échapper à cette vague désinflationniste avec une inflation annuelle de 8,36 %. Toutefois, si l'inflation s'est encore maintenue à un niveau élevé c'est sous l'effet des hausses de subventions aux prix de l'énergie et au rebond des prix alimentaires en fin d'année.

La modération de l'inflation redonne des marges de manœuvre aux banques centrales de la plupart des économies émergentes. En Inde, la RBI a abaissé son principal taux directeur de 25 pb de 8 % à 7,75 % après le recul très marqué des anticipations d'inflation des ménages. Celles-ci étaient restées à deux chiffres au cours des vingt derniers trimestres, elles se sont abaissées brutalement à 9 % accompagnant l'accélération à la baisse des prix du pétrole. En Turquie, la banque centrale a abaissé son taux directeur de 50 pb à 7,75 % en laissant inchangé son corridor de taux⁴. Cette décision n'a été possible que grâce au recul des anticipations d'inflation qui, selon les points morts d'inflation à deux ans, se sont abaissées de 7,7 % à 5,3 % en un mois.

Les marges de manœuvre en matière de politique économique seront déterminantes

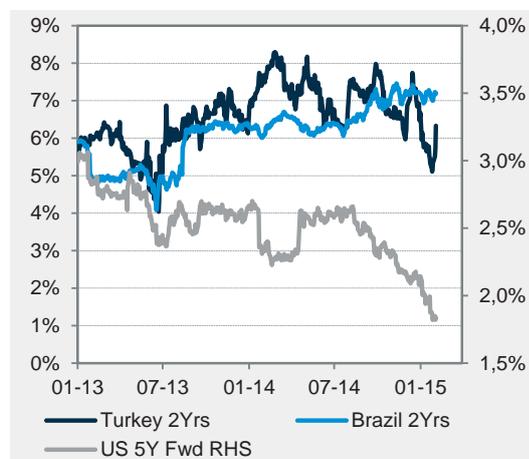
Dans l'environnement actuel, nous anticipons une vague de baisse des taux directeurs des banques centrales émergentes à commencer par celles d'Europe centrale à savoir la Pologne, la Hongrie et la Roumanie. La Banque centrale tchèque a, quant à elle, déjà atteint la borne zéro de ses taux directeurs. En Asie, l'érosion rapide des marges des entreprises devrait inciter les banques centrales à assouplir leur biais de politique monétaire notamment pour les économies qui ont connu une appréciation de leur change comme la Chine, Taïwan, la Corée, Singapour, la Thaïlande et les Philippines.

A contrario, les économies dont les banques centrales ne peuvent pas envisager un assouplissement en raison notamment de dynamiques d'inflation qui ne sont pas maîtrisées, à l'instar du Brésil, pourraient être fortement pénalisées. En effet, les conditions financières se durcissent pour la plupart des économies émergentes. Plusieurs facteurs contribuent à la détérioration de ces conditions de financement.

Tout d'abord, un dollar fort qui induit une hausse mécanique des dettes publiques ou privées libellées en dollar. Ceci devrait se traduire entre autre par une détérioration de la qualité de crédit des économies à stock de dette externe libellée en dollar élevée: Chili, Pérou, Afrique du Sud, Thaïlande, Malaisie et Taïwan. Plus généralement, les mouvements devises ne sont pas favorables aux émergents à part les économies qui gravitent autour de l'euro mais ces dernières sont pour la plupart exposées au risque d'une appréciation du franc suisse.

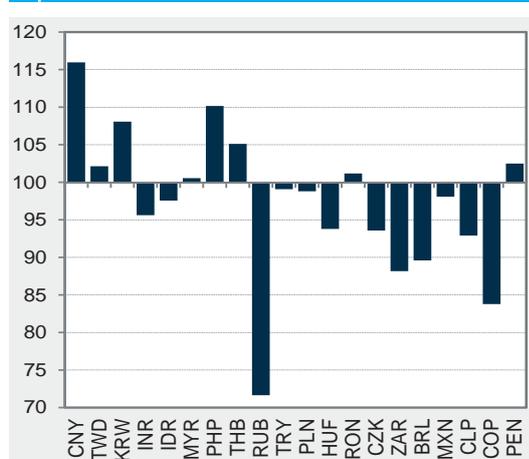
Ensuite, l'effondrement des prix du pétrole est synonyme de détérioration marquée de la qualité de crédit souveraine de bon nombre d'économies que ce soit des économies des marchés dits frontières (Nigeria, Angola, Gabon, Ghana, Iraq, Kazakhstan) ou même d'économies plus diversifiées comme la Russie ou en Asie, la Malaisie. Dans le cas malais, le gouvernement a révisé

2 Points morts d'inflation



Source: Bloomberg, Recherche Amundi

3 Taux de change effectifs réels



Source: Bloomberg, recherche Amundi

“ La baisse des prix du pétrole bénéficiera plus aux finances publiques qu'aux consommateurs ”

⁴ La borne basse a été maintenue à 7,5 % et la borne haute à 11,25 %.



ses prévisions de croissance et du déficit bien tardivement. Officiellement la cible de croissance a été révisée de 5 % à 4.5 %, et celle de déficit de 3 % à 3.2 % du PIB. Lorsque l'on sait qu'environ un tiers des revenus publics dépend du brut, il faut raisonnablement s'attendre à d'autres révisions à la baisse de la croissance et sans resserrement fiscal à un creusement des déficits. Par ailleurs, la baisse des prix du pétrole n'aura qu'un effet limité sur la croissance des économies émergentes importatrices. Elle bénéficiera plus aux finances publiques en autorisant l'abandon des subventions publiques qu'aux consommateurs.

Le risque lié au portage des actifs émergents augmente-t-il ?

C'est finalement tout le problème des économies émergentes actuellement. Elles sont devenues des géants aux pieds d'argile. Leur positionnement actuel est particulièrement délicat. Très peu d'entre elles ont les moyens d'adopter une politique procyclique sans prendre le risque de voir leurs devises décrocher et subir des retraits de capitaux massifs.

Parmi, les économies qui devraient tirer leur épingle du jeu, les économies d'Asie hors du bloc Chine : Inde, Indonésie, Philippines. Elles bénéficient d'une assez faible exposition au pétrole. La chute des cours du brut les appuie dans leur politique de stabilisation des anticipations d'inflation. Elle leur donne aussi des marges de manœuvre budgétaire. Enfin, elles n'ont pas à craindre un dollar fort. Leur stock de dette externe est assez faible notamment pour l'Inde et les Philippines dont les stocks de dette externe représentent environ 24 % du PIB contre 33 % du PIB pour l'Indonésie.

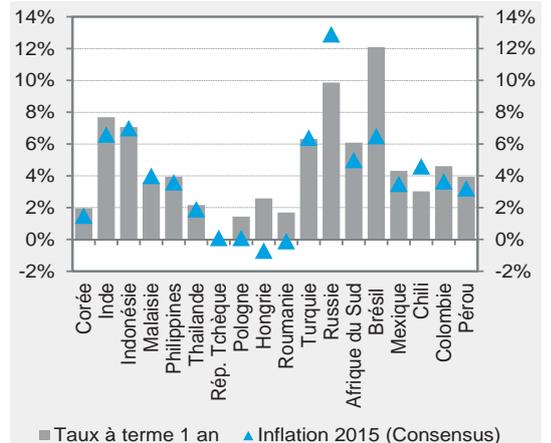
Le risque de moyen terme demeure celui de retrait de capitaux des émergents. La tentation est d'autant plus forte que la dispersion des trajectoires individuelles semble de plus en plus élevée. À court terme, l'annonce du QE de la BCE devrait permettre une baisse de la volatilité des actifs cycliques émergents (actions et devises). En termes de portage, les actions émergentes sont attractives avec un taux de dividendes 3 % et 4 % pour les marchés frontières à comparer à un taux de dividendes de 2,2 % pour les actions du G7. En revanche, pour le crédit émergent le risque d'une hausse des primes de termes, comme des spreads demeure très élevé. Étant donné la vague de dégradation de notes à attendre, il est probable que les spreads continuent de se tendre. A contrario, les rendements de dette locale devraient s'abaisser en intégrant les tendances désinflationnistes actuelles.

4 Chine: dollar et inflation industrielle



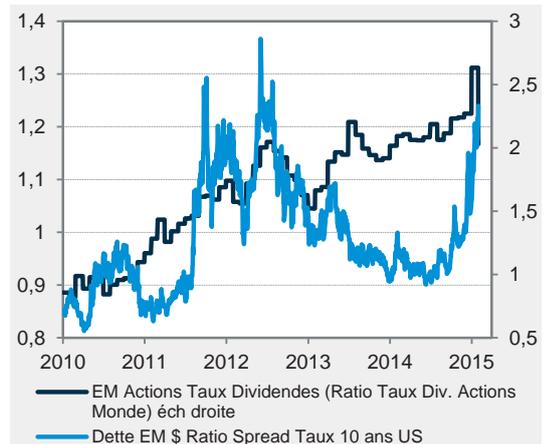
Source: Bloomberg, Recherche Amundi

5 Taux à terme 1 an contre inflation anticipée



Source: Bloomberg, Recherche Amundi

6 Portage actions et dette émergents



Source: Datastream, Recherche Amundi

9 Volatilité des prix et déficits de production : où en est le marché du café ?

SOSI VARTANESYAN, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
MARINA WULFF, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Ces dernières années, les prix du café ont affiché une forte volatilité et 2014 a été marquée par un net rebond (hausse des cours de plus de 80 % entre novembre 2013 et octobre 2014). Passant en revue les fondamentaux et les dernières évolutions du marché du café, cet article tente d'expliquer les fluctuations observées en matière de prix.

Production mondiale de café croissante mais volatile

Ces 20 dernières années, la production de café a enregistré une progression moyenne de 2 % par an, ponctuée de replis périodiques. Cette croissance n'a toutefois pas été régulière compte tenu du cycle biennal de production des principaux pays producteurs et de conditions météorologiques défavorables. Pour la récolte 2013-2014¹, la production mondiale de café s'est élevée à 152 millions de sacs et elle devrait tomber à 150 millions en 2014-2015, recul principalement lié aux conditions météorologiques au Brésil.

De loin le premier producteur de café, le Brésil était à l'origine d'un tiers de la production mondiale de café en 2014. Par conséquent, les récoltes au Brésil, qui produit principalement de l'arabica, influencent fortement l'offre mondiale de café. Le Vietnam, deuxième producteur mondial de café (17 %), cultive uniquement du robusta. Nouvel acteur entrant en scène, la Chine voit sa production d'arabica dans la province du Yunnan augmenter rapidement et devenir de meilleure qualité.

Les grains de café de meilleure qualité -l'arabica- restent la variété dominante et représentaient 55 % de la production mondiale en 2014. Toutefois, la variété robusta, moins chère, représente une part croissante du marché du café, passant de 27 % de la production mondiale en 1990 à 45 % en 2014. Les prix de l'arabica, cultivé principalement en Amérique latine, sont nettement plus élevés et ont tendance à être plus volatils que ceux du robusta.

Consommation en hausse soutenue et régulière

La consommation mondiale de café a nettement progressé depuis 25 ans, et plus particulièrement depuis 2000. Selon les statistiques du Département américain de l'agriculture (USDA), la consommation mondiale de café s'est établie à 142 millions de sacs en 2013-2014 et elle devrait atteindre 148 millions de sacs en 2014-2015. Depuis 2000, la croissance de la demande s'est accélérée à 2,4 % par an (contre 2,1 % par an en 1990-2000), dépassant ainsi la progression de l'offre. Contrairement à l'offre, la croissance de la consommation a été relativement régulière, car la demande paraît relativement peu sensible au prix.

Le principal catalyseur de la hausse de la consommation est la demande plus soutenue des pays émergents et producteurs de café. Cette tendance a entraîné un glissement des traditionnels marchés consommateurs comme les États-Unis, l'UE et le Japon vers les marchés émergents tels que le Brésil, l'Indonésie, l'Éthiopie ou la Russie. En 2013, les marchés traditionnels ne représentaient plus que 51 % de la consommation mondiale, contre 73 % en 1990.

L'envolée des prix du café en 2014, attribuable à la sécheresse au Brésil

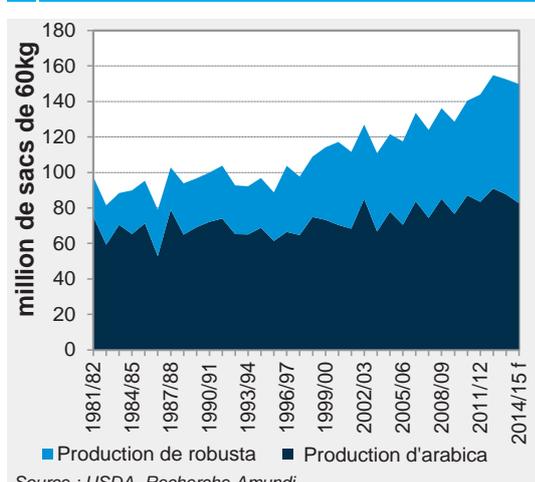
La volatilité des prix sur le marché du café est souvent le reflet de la spéculation concernant les conditions des cultures au Brésil, le premier producteur d'arabica.

¹ Pour ce qui est de la commercialisation, l'année commence en octobre (par ex. en Colombie), en avril (par ex. en Indonésie) ou en juillet (par ex. au Brésil) en fonction de la saison de récolte du pays producteur.

L'essentiel

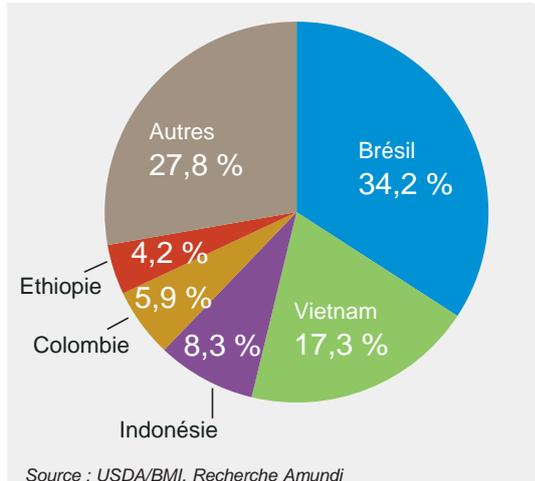
Les prix du café ont affiché une forte volatilité ces dernières années. Après une tendance baissière pendant deux ans, les prix du café ont nettement rebondi en 2014. Face à la solidité de la demande mondiale, aux niveaux des stocks historiquement bas et aux risques pesant sur la récolte du fait de la sécheresse au Brésil, les prix du café devraient rester élevés en 2015.

1 Production mondiale de café par variété



Les rendements des récoltes au Brésil influencent fortement l'offre mondiale de café et les prix

2 Principaux producteurs mondiaux de café en 2014



Après avoir suivi une tendance baissière depuis mi-2011, la moyenne des prix de l'arabica communiquée par l'Organisation internationale du café a nettement rebondi en mars 2014 et atteint de nouveaux sommets en octobre 2014 (+85 % par rapport au plus bas de novembre 2013). Ces fluctuations des prix du café sont principalement attribuables aux prévisions d'un important déficit dans la production brésilienne d'arabica.

Début 2014, les régions brésiliennes productrices de café (Minas Gerais et São Paulo) ont été frappées par une sécheresse et une vague de chaleur sans précédent. Cela a entraîné une ruée sur le café de peur que les températures et l'absence de pluie n'affectent la croissance des grains et ne conduise à une pénurie de café. **Les récoltes brésiliennes d'arabica en 2014 ont été nettement inférieures aux prévisions (39 millions de sacs) et, pour 2015, les anticipations sont encore plus faibles (34 millions de sacs), car la sécheresse a endommagé les caféiers.** Ce déficit de production devrait être légèrement compensé par le redressement de la production en Colombie et en Amérique centrale.

Le ratio stock/utilisation à ses niveaux les plus bas depuis 2000

De plus, pour la récolte 2013-2014, le ratio mondial des stocks de café par rapport à la consommation (ratio stock/utilisation) a largement diminué et il devrait continuer à reculer étant donné les perspectives de récolte faible et la baisse des stocks brésiliens. **En 2014-2015, les stocks ne répondant qu'à 14 semaines de demande, le ratio mondial stock/utilisation devrait s'établir à son niveau le plus bas en 15 ans.**

Les recherches de l'Organisation internationale du café révèlent que les prix du café sont sensibles aux fluctuations des ratios stock/utilisation, qui servent d'indicateur des perspectives fondamentales sur ce marché. La demande de café étant peu élastique par rapport à des variations de prix, les fluctuations sur les marchés mondiaux reflètent principalement les rendements des récoltes dans les principaux pays producteurs.

Pour conclure : les prix du café devraient rester élevés en 2015

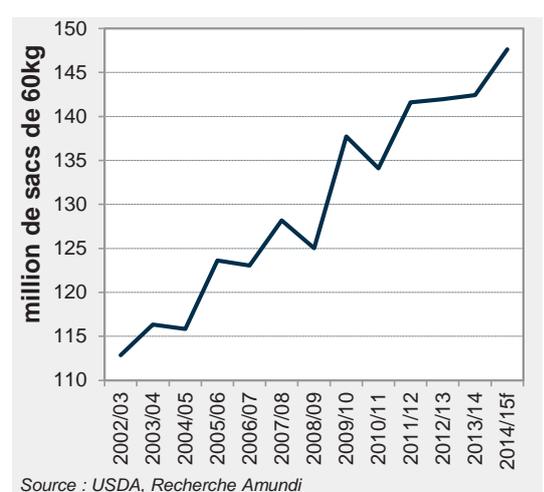
Face à la solidité de la demande, aux niveaux des stocks historiquement bas et aux risques pesant sur la récolte du fait de la sécheresse au Brésil, les prix du café devraient rester élevés en 2015.



Les prix du café ont progressé de 85 % entre novembre 2013 et octobre 2014

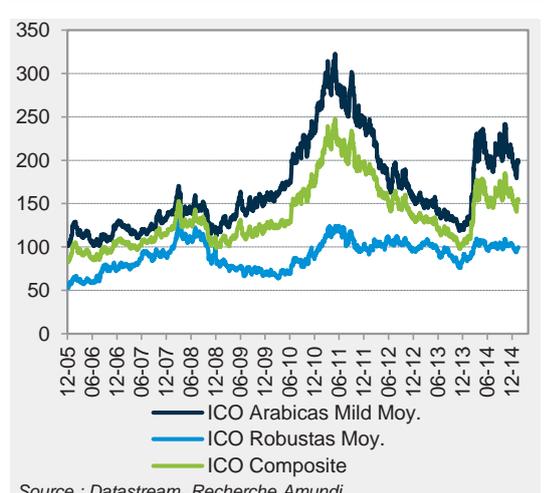


3 Consommation mondiale de café



Source : USDA, Recherche Amundi

4 Indicateurs de prix du café ICO cours journaliers en cents US/lb



Source : Datastream, Recherche Amundi

10 L'assurance, un secteur attractif pour les investisseurs en quête de rendement

ESTHER DIJKMAN DULKES, *Analyse Financière* – Paris

Ces dernières années, les marchés boursiers ont généreusement récompensé les quelques compagnies d'assurance qui ont pris des mesures radicales pour obtenir un niveau de solvabilité adéquat, pour faire remonter leurs excédents de cash vers leur société holding, les redistribuer à leurs actionnaires et améliorer la communication relative à la pérennité de leurs *cash flows*. Selon nous, les actionnaires ont apprécié non seulement l'augmentation des dividendes mais aussi les implications en matière de fusions-acquisitions (discipline renforcée).

Les acteurs du secteur ont récemment décidé d'instaurer des politiques vraiment actives de gestion de leur capital, en matière notamment d'allocation, de discipline et de retour aux actionnaires. Au second semestre 2014, les performances boursières des assureurs ont été soutenues par les messages encourageants des équipes dirigeantes concernant le retour du capital aux actionnaires.

- Le 4 juillet, lors de sa journée Investisseurs, Allianz a fait une présentation sur sa capacité à générer du cash. La direction s'est à nouveau engagée à annoncer une nouvelle politique de distribution de dividendes avant la fin de l'année.
- Le 31 juillet, à l'occasion de la présentation de ses résultats du 2^e trimestre, Generali a promis d'augmenter son ratio de distribution (l'objectif initial était de 40 %) car la compagnie a atteint son objectif de ratio de Solvabilité 1, supérieur à 160 %.
- Le 1^{er} août, lors de la présentation de ses résultats du 2^e trimestre, la direction d'AXA a fait savoir qu'elle n'avait pas l'intention de maintenir « éternellement » son ratio de distribution dans le bas de sa fourchette (40 %-50 %).
- Le 7 novembre, Allianz a présenté sa nouvelle politique en matière de dividende, lors de la présentation de ses résultats du 3^e trimestre. Le consensus des analystes a en conséquence relevé ses estimations de dividende (augmentation de 14 % du DPA 2014, de 6,10 EUR à 7,00 EUR, et de 10 % du DPA 2015, de 6,50 EUR à 7,10 EUR).
- Le 19 novembre, Generali a confirmé à l'occasion de sa journée Investisseurs que son ratio de distribution serait porté au-delà de 40 % à compter de l'exercice 2014.

Nous pensons que le thème de la « gestion du capital » dans son sens le plus large (allocation, discipline et retour aux actionnaires) continuera à jouer un rôle important dans les performances boursières du secteur. Et contre toutes attentes, l'environnement de faibles taux d'intérêt a renforcé l'attractivité du secteur, attirant l'attention sur son dividende élevé et durable, alors même que les bénéfices font preuve de résistance face à la faiblesse des taux.

Un rendement du dividende attractif...

Le secteur de l'assurance paie un rendement du dividende attractif (estimé à 4,6 % en 2015). Ce rendement est encore plus intéressant si on le considère dans le contexte de faiblesse des taux. Actuellement, le rendement du secteur est plus élevé de 350 pb que celui d'un panier d'obligations d'entreprise *investment grade* (un niveau record) et présente un spread de 420 pb par rapport aux bunds allemands. Le rendement du secteur de l'assurance est également intéressant par rapport au rendement moyen du dividende de 3,6 % du marché actions. L'assurance est le 3^e secteur le plus généreux après le pétrole et le gaz et les services aux collectivités.

... soutenu par un ratio de distribution modéré...

À 51 %, le ratio de distribution du secteur n'est pas excessif par rapport à une moyenne de 52 % pour le marché actions. Par comparaison, le taux de

L'essentiel

Les assureurs ont fait des efforts considérables pour obtenir un niveau de solvabilité adéquat, pour faire remonter leurs excédents de cash vers leurs sociétés holding et pour les redistribuer à leurs actionnaires.

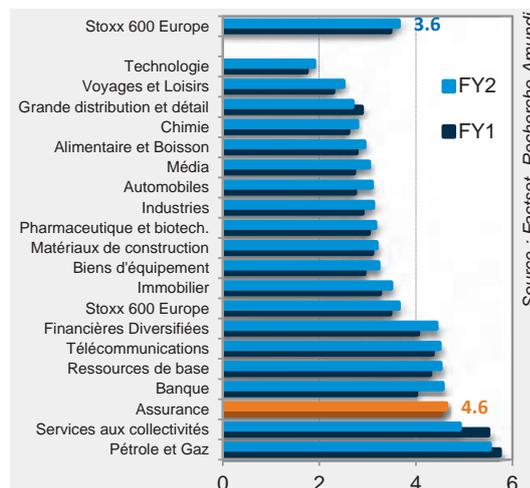
Le niveau élevé du rendement des dividendes et, dans certains cas, le potentiel de retour supplémentaire aux actionnaires attirent de plus en plus les investisseurs. Tant que les taux d'intérêt resteront à leurs niveaux actuels, très bas, et que la croissance économique sera atone, le retour de capital attractif proposé aux actionnaires continuera à soutenir la performance du secteur de l'assurance.



Actuellement, le rendement du secteur est supérieur de 350 pb à celui d'un panier d'obligations d'entreprise *investment grade* et présente un spread de 420 pb par rapport aux bunds allemands



1 Rendement du dividende par secteur



Source : Factset, Recherche Amundi

distribution des secteurs du pétrole et du gaz et des services aux collectivités est de 60 % et 70 %, respectivement.

Le *payout* du secteur de l'assurance peut donc encore augmenter.

... et qui semble durable

Les investisseurs devraient être rassurés par la viabilité des dividendes des assureurs capables de générer un *cash flow* soutenu et récurrent et possédant des fonds propres solides.

Bonne visibilité sur la génération de *cash flow*

Ces dernières années, la génération de cash du secteur a sensiblement augmenté car les assureurs ont sciemment réorienté leurs portefeuilles d'activités en faveur des produits peu consommateurs en capital, dans un contexte de perspectives de croissance organique limitées. Les assureurs ont donc besoin de peu de capital pour souscrire de nouvelles affaires. En outre, le montant de capital requis diminue petit à petit puisque les contrats d'assurance plus anciens et plus consommateurs en capital sortent progressivement des comptes. Les assureurs ont aussi redoublé d'efforts pour renforcer leur génération de cash via des réductions de coûts et ont réussi à améliorer la visibilité sur le mode de génération du cash de leurs activités.

La viabilité de la génération de *cash flows* est aussi due à la résilience des résultats des compagnies d'assurance. À cet égard, la situation semble bonne, en particulier si on établit la comparaison avec le reste du marché boursier. En moyenne, au cours de la période 2012-2015, les analystes n'ont pas révisé à la baisse leurs prévisions de résultats pour les assureurs. Un niveau relativement favorable par rapport aux révisions fortement négatives (-11 %) pour le marché en moyenne.

Des fonds propres solides

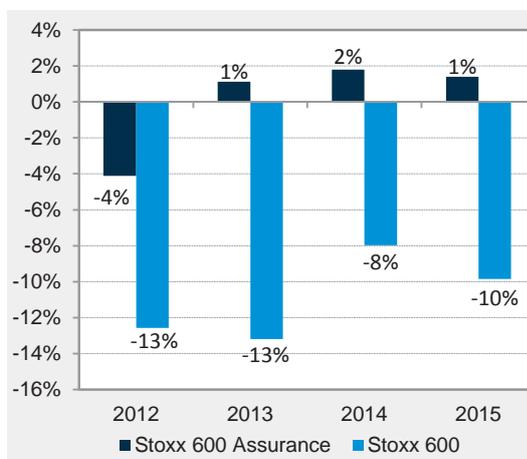
Au cours des dernières années, les compagnies d'assurance ont fait preuve d'une plus grande rigueur dans l'utilisation de leur capital, en réduisant leurs risques, en allouant le capital de manière ciblée et en adoptant une approche adéquate en matière de fusions-acquisitions. En réduisant leur niveau de risque et en gérant leur capital de manière rigoureuse, les assureurs ont reconstitué leur bilan et réduit la volatilité de leur ratio de solvabilité.

Si l'on s'intéresse par exemple aux portefeuilles d'investissement, les compagnies d'assurance ont réduit leur exposition aux actions (env. 5 % aujourd'hui contre 19 % en 2006) et augmenté leur exposition aux instruments de taux (passée de 59 % à 82 %). Sur le segment des instruments de taux, le secteur a allégé son exposition aux obligations d'entreprise (de 44 % de l'exposition totale en 2006 à 33 % aujourd'hui) et aux produits structurés (de 12 % à 5 %), tout en augmentant leur exposition aux emprunts d'État (de 38 % à 42 %) et aux obligations sécurisées (de 0 % à 10 %).

La discipline instaurée dans la gestion du capital s'explique en partie par les préparatifs en vue de l'entrée en vigueur de la directive Solvabilité 2, prévue en janvier 2016.

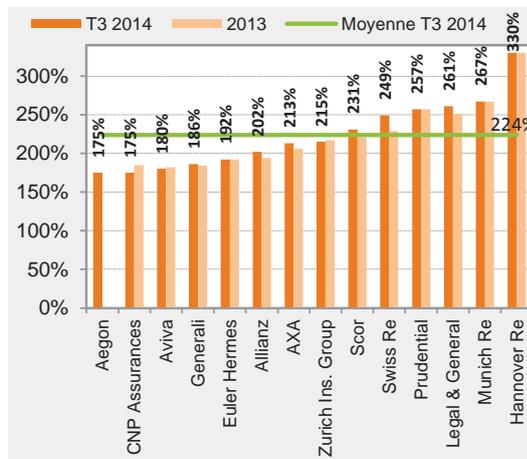
Dans l'ensemble, nous pensons que la forme que semble prendre Solvabilité 2 ne menacera ni la viabilité des versements de dividende des assureurs ni leur politique en matière de retour du capital aux actionnaires. Les règles initiales et le cadre global de Solvabilité 2 ont été largement édulcorés ces dernières années, réduisant ainsi le risque d'une insuffisance de fonds propres pour les assureurs cotés en Europe. Les surprises éventuelles liées aux modalités finales de Solvabilité 2, censées être connues au 3^e trimestre 2015, seront probablement de nature positive. Les règles finales de calibrage de Solvabilité 2 pourraient augmenter la marge de manœuvre de certains assureurs pour redistribuer davantage de capital à leurs actionnaires. La mise en œuvre de Solvabilité 2 pourrait avoir un second impact favorable : une homogénéité accrue et donc une capacité renforcée de comparaison des ratios de solvabilité économique publiés, qui pourrait rassurer les investisseurs sur les niveaux de solvabilité des compagnies d'assurance.

2 Révisions du BPA sur 12 mois Stoxx 600 Assurance contre Stoxx 600



Source: Factset, Recherche Amundi

3 Ratios de solvabilité économique



Source : Sociétés, Recherche Amundi



Amundi Research Center

Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate
High Yield

Publications récentes

Working Papers

- **Option Pricing under Skewness and Kurtosis using a Cornish Fisher Expansion**
SOFIANE ABOURA - Associate Professor - Paris-Dauphine University & DIDIER MAILLARD, Professor - Cnam, Amundi Senior Advisor
- **Modelling Tail Risk in a Continuous Space**
DIDIER MAILLARD, Professor - Cnam, Amundi Senior Advisor
- **Portfolio Capital Flows: A Simple Coincident Indicator for Emerging Markets**
JULIEN MOUSSAVI - Strategy and Economic Research - Paris

Discussion Papers Series

- **Actifs alternatifs dans une allocation: pourquoi, comment, combien ?**
SYLVIE DE LAGUICHE - Recherche Quantitative - Paris, ÉRIC TAZÉ BERNARD - Responsable du Conseil en Allocations d'Actifs - Paris
- **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**
ÉRIC MIJOT - Stratégie et Recherche Économique
- **Gérer l'incertitude avec le concept DAMS (Diversification Across Macroeconomic Scenarios): de la segmentation des actifs à la gestion de portefeuille**
SIMONE FACCHINATO - Gestion d'actifs - Milan, GIANNI POLA - Recherche Quantitative - Paris
- **L'immobilier physique dans l'allocation d'actifs à long terme: le cas de la France**
CÉCILE BLANCHARD - Recherche Immobilier, SYLVIE DE LAGUICHE, ALESSANDRO RUSSO - Recherche Quantitative - Paris

Spécial Focus

- **ECB: An impressive QE**
PHILIPPE ITHURBIDE - Directeur Recherche, Stratégie et Analyse - Paris, TRISTAN PERRIER - Stratégie et Recherche Économique - Paris
- **Asset allocation in a context of falling oil prices: the case of institutions in commodity-exporting countries**
GIANNI POLA - Recherche Quantitative - Milan, ERIC TAZÉ BERNARD, Responsable du Conseil en Allocation d'Actifs - Paris
- **Pre ECB Committee commentary ECB's QE. Which QE?**
PHILIPPE ITHURBIDE - Directeur Recherche, Stratégie et Analyse - Paris

Correspondants

Rédacteur en chef

- PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse - Paris

Rédacteurs en chef adjoints

- DIDIER BOROWSKI - Paris, RICHARD BUTLER - Paris, ÉRIC MIJOT - Paris, SHIZUKO OHMI - Tokyo, STÉPHANE TAILLEPIED - Paris

Support

- PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse - Paris
- BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse - Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 596262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: Thinkstock by Getty Images