

Mars 2015



Allocation d'actifs

BCE

Pétrole

Chine

Quantitative
easing

Yuan

Fed

Russie

Économies émergentes

Marché du luxe

Sommaire

Repères

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

Page 4

QE et prix du pétrole, des éléments clés pour l'allocation d'actifs... et pour la reprise économique en zone euro

Prix du pétrole et QE sont deux facteurs favorables à la croissance, du moins en théorie. Même si elle participe aux pressions déflationnistes (sur les prix), la baisse du prix du pétrole a un effet « reflationniste » (sur l'activité) qu'on ne saurait trop négliger. La BCE entame son programme de QE ce mois-ci : la liquidité ne va pas rendre facile son implémentation tandis que son efficacité repose sur la mise en action des canaux de transmission de la politique monétaire. Au total, nous conservons une allocation d'actifs centrée sur les actifs européens, avec la réserve qui s'impose sur la mise en place du programme de QE et sur son efficacité sur la sphère réelle.

Facteurs de risque

Page 9

Contexte macroéconomique

Page 10

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 11

Politique monétaire

1 Le QE de la BCE change la nature du marché obligataire européen

Page 12

Le QE de la BCE aura probablement des effets considérables sur le marché obligataire européen. Trois facteurs majeurs nous amènent à cette conclusion : la taille du programme, la faible croissance de la taille du marché obligataire européen et les taux de dépôt négatifs.

- > **FOCUS** > La structure atypique de la dette publique allemande va renforcer les effets du QE de la BCE
- > Dernières tendances sur les marchés primaires de dette obligataire d'entreprises
- > Tendance prometteuse des volumes toujours faibles de crédit bancaire aux entreprises non financières

2 Chine et Europe : le chien dans le jeu de quilles de la normalisation monétaire américaine

Page 18

En exportant leurs pressions déflationnistes croissantes, la Chine et l'Europe entravent la normalisation de la politique monétaire de la Fed. Il apparaît que le degré élevé d'incertitude pesant sur la poursuite de la normalisation de la boucle prix-salaires aux États-Unis invitera la Fed à la plus grande ouverture d'esprit.

- > **FOCUS** > Le marché du travail américain se caractérise par une moindre fluidité que par le passé

Pétrole

3 Zone euro : et si la baisse des prix du pétrole était reflationniste ?

Le contre-choc pétrolier résulte avant tout d'un choc d'offre contrairement à celui qui s'était produit fin 2008. Il génère de puissants effets redistributifs (entre pays, secteurs) et il y a naturellement des gagnants (les pays importateurs nets de pétrole en particulier) et des perdants (les exportateurs). Mais ce n'est pas pour autant un jeu à somme nulle. Dans la mesure où le poids des premiers dans le PIB mondial dépasse de loin celui des seconds, l'impact sera globalement positif sur la croissance mondiale. Toutefois, la question de son ampleur se pose en zone euro en raison des pressions déflationnistes existantes.

> **FOCUS** > Une mesure de la diffusion des pressions déflationnistes en zone euro

> Les prix des biens industriels non durables : la bonne mesure des pressions déflationnistes ?

Page 22

Chine et Russie

4 Chine : la tentation de dévaluer le yuan pour contenir la déflation continue de s'accroître

Le ralentissement de la croissance chinoise est en partie structurel car le modèle de croissance actuel est en bout de course. Alors que la transition vers un nouveau régime de croissance plus soutenable à moyen-long terme est appelée à prendre du temps, pour éviter un atterrissage brutal (*hard landing*), les autorités chinoises pourraient être tentées de laisser filer leur monnaie dans un contexte où la croissance mondiale est atone et où les pressions désinflationnistes s'accroissent.

> **FOCUS** > L'effet Balassa-Samuelson, source d'appréciation permanente du cours de change

> Quelle est la valeur d'équilibre du yuan ?

Page 28

5 Face à une situation alarmante, la Russie est contrainte de mettre en place une politique économique crédible et cohérente

La Russie traverse une crise historique sur les plans économique et politique. Face à la détérioration rapide de son environnement économique, avec des fondamentaux mis à mal, le caractère rigoureux de la politique monétaire sera crucial dans le rééquilibrage de la balance des risques.

> **FOCUS** > La Russie, en proie à une crise économique sévère

> Retour sur la crise de 2008

Page 34

Macro pays avancés

6 Quelle contagion du ralentissement des émergents aux économies avancées ?

Le ralentissement probable des économies émergentes se diffusera aux pays développés via de multiples canaux dont ceux du commerce international, du change et des taux réels, de l'investissement (y compris l'exposition bancaire) et de la confiance.

Page 38

Éclairage sectoriel

7 « On se souvient de la qualité bien plus longtemps que du prix »

Depuis quelques années, le marché du luxe est devenu moins homogène que par le passé, la Chine et plus particulièrement Hong Kong ont récemment souffert des mesures de lutte anti-corruption et d'un touriste moins dépensier.

Page 43

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

QE et prix du pétrole, des éléments clés pour l'allocation d'actifs... et pour la reprise économique en zone euro

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

QE de la BCE : un grand succès pour l'annonce, de grands enjeux pour la livraison

La BCE entame ce mois-ci ses achats de dette souveraine dans le cadre de son programme de *Quantitative easing*. Il y a trois mois, dans notre édition de janvier, nous avons développé notre scénario, ainsi que les impacts attendus d'un éventuel programme non conventionnel mené par l'institution monétaire européenne. Ce programme est désormais une réalité, et au-delà des conséquences sur les classes d'actifs européennes, taux courts, taux longs, spreads souverains, actions, obligations d'entreprises, cours du change de l'euro (voir sur ce point « *Quel serait l'impact d'un QE européen de grande ampleur ?* », *Cross asset Investment Strategy*, janvier 2015, pp. 4-8), il convient de s'interroger sur les effets collatéraux des achats de la BCE. Ce qui s'est passé aux États-Unis est à ce propos bien instructif.

Le graphique page suivante montre que **les différents QE de la Fed ont très bien accompagné les marchés d'actions**. Le lien est spectaculaire, et il n'a pas varié dans le temps : qu'il s'agisse du QE1, du QE2 ou du QE3, la relation est restée forte. On sait par ailleurs que 20 % environ de la liquidité donnée par la Fed ont été investis dans un marché à l'époque sous-valorisé et attractif : les marchés émergents. Ces flux ont permis une hausse significative de ces marchés... qui ont été eux-mêmes les plus éprouvés dès qu'il s'est agi pour la Fed de terminer son programme d'achats. La dépendance aux banques centrales a un prix !

La relation avec les matières premières est restée, quant à elle, bien plus ambiguë. Le QE1 a certes poussé l'ensemble des cours à la hausse, qu'il s'agisse des métaux (précieux ou pas) ou des produits agricoles, mais les QE2 et QE3 n'ont pas eu le même effet : le net fléchissement de la croissance a finalement emporté l'ensemble des prix à la baisse. L'or a, quant à lui vu son prix baisser plus rapidement du fait de la réduction des risques systémiques et de l'aversion au risque.

Au total, les QE ont eu bien plus d'impact sur les actions US et sur les taux d'intérêt, courts et longs (l'effet QE sur le taux 10 ans est de l'ordre de 130 à 150 pb, selon les études), que sur les matières premières.

Qu'en sera-t-il du QE de la BCE ? Hormis les impacts, il est question ici de crédibilité, d'implémentation et d'efficacité.

En ce qui concerne la **crédibilité**, le succès de l'annonce aura été total : de grande ampleur, compréhensible, approprié... il correspond bien aux attentes. Les marchés financiers n'ont d'ailleurs pas tardé à manifester leur approbation, en témoignent le repli des taux (courts et longs) et la progression des classes d'actifs comme les actions de la zone.

Quant à son **implémentation**, elle semble simple, du moins *a priori*. L'enjeu de la BCE est cependant de parvenir à acheter 60 Mds € de titres par mois, et cela dans des marchés peu liquides, et en manque de vendeurs. Le QE incite les intervenants à acheter, pas à vendre... et les banques et les compagnies d'assurance (gros détenteurs de titres souverains) doivent par exemple conserver ces titres en portefeuilles pour des raisons réglementaires et pour des simples raisons de liquidité (utilité de ces titres en tant que collatéral...). Dans de telles circonstances, à défaut d'une explosion des émissions de la part des États, d'un changement rapide de la politique des régulateurs, ou

L'essentiel

La BCE entame ce mois-ci ses achats de dette souveraine dans le cadre de son programme de *Quantitative easing*.

Sa **crédibilité** a été assurée par une excellente communication de la BCE et du fait de l'adéquation du programme aux besoins de l'économie. La deuxième phase, celle de **l'implémentation**, s'avère délicate car il s'agit désormais d'acheter 60 milliards d'euros de titres dans un marché où la liquidité n'est pas forcément assurée. La troisième phase, **l'efficacité**, va dépendre de la mise en action de canaux de transmission de politique monétaire jusqu'ici en grande partie gelés : le canal du change, le canal des taux d'intérêt et du crédit, le canal de la richesse, le canal des anticipations d'inflation et le canal de la confiance devront fonctionner pour que l'activité économique se redresse de façon plus vigoureuse. La baisse du prix du pétrole, même si elle participe aux pressions déflationnistes (sur les prix), a un effet « *reflationniste* » (sur l'activité) qu'on ne saurait trop négliger. Au total, l'effet combiné QE + pétrole nous incite à conserver une allocation d'actifs centrée sur les actifs européens (avec un sentiment baissier sur l'euro, qui pourrait être amplifié si l'euro est de plus en plus considéré comme une devise de portage), avec la réserve qui s'impose sur la mise en place du programme de QE et sur son efficacité sur la sphère réelle.



Il convient de s'interroger sur les effets collatéraux des achats de la BCE. Ce qui s'est passé aux États-Unis est à ce propos bien instructif



de ventes « forcées » de la part des fonds publics (n'est-ce pas ce que le Japon a demandé aux fonds de pension publics?), la volonté de la BCE de mettre en place ce programme va inévitablement se heurter à ces conditions de marché, ce qui va sans doute, inévitablement, pousser encore plus à la baisse les taux d'intérêt, courts et longs. On peut ainsi avancer sept impacts majeurs :

- **Le maintien de taux courts en territoire négatif ;**
- **Une pression à la dépréciation de l'euro**, partiellement contrariée cependant par les excédents courants qui exercent une force contraire ;
- **Une contagion encore plus prononcée sur la gamme des taux longs.** Après le 2 ans, puis le 5 ans, c'est le 7 ans allemand qui est passé en territoire négatif. Le maintien des taux longs à un très bas niveau est inévitable ;
- **Le resserrement des spreads souverains**, déjà à des niveaux très bas. Certes, ils sont désormais très peu protecteurs d'un éventuel fléchissement de la croissance, ou de troubles sur la dette publique ou sur la situation politique... mais ils sont entre les mains de la BCE, ce qui est rassurant, au moins à court terme ;
- **Le resserrement des spreads sur les obligations d'entreprises ;**
- **La poursuite de la progression des actions européennes ;**
- **Le maintien des taux longs américains à un bas niveau, toutes choses égales par ailleurs :** la pente de la courbe, le niveau des taux et l'attrait du dollar sont sans doute trois arguments favorables au marché obligataire américain. Si les émergents ont pu attirer 20 % de la liquidité des QE américains, il y a fort à parier que le marché américain attire une partie des QE européens.

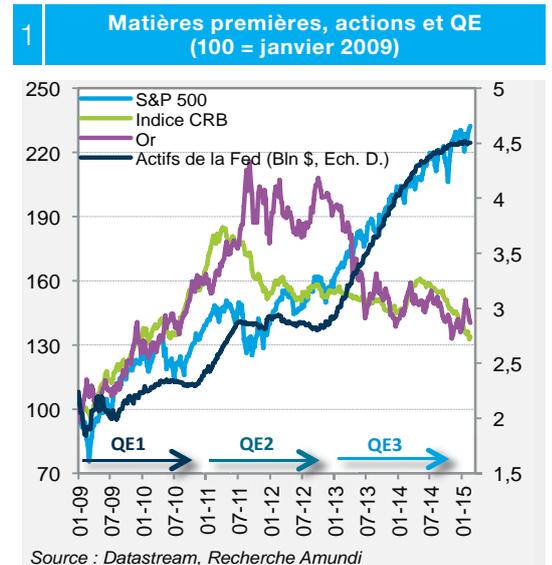
Au total, force est de reconnaître que si tout se passe comme cela, la zone euro va retrouver un environnement plus favorable pour la croissance. La dernière étape pour M. Draghi est celle de l'**efficacité**. Nous avons déjà évoqué par ailleurs l'importance des canaux de transmission du QE sur l'économie réelle. L'activation de six canaux est nécessaire pour redonner de la vitalité à la croissance :

- **Un « effet change » :** toute dépréciation du change apporterait de la compétitivité et/ou une restauration des marges des entreprises et/ou une progression mécanique des profits ;
- **Un « effet taux » :** toute baisse supplémentaire des taux d'intérêt ; redonnerait un gain de solvabilité aux entités endettées et un support (potentiel) pour le crédit bancaire ;
- **Un « effet spreads » :** même effet que la baisse des taux ;
- **Un « effet de richesse » :** la progression des marchés d'actions et immobiliers rehausserait la richesse des agents, qu'ils soient consommateurs ou investisseurs ;
- **Un « effet anticipations d'inflation » :** la volonté de la BCE est de briser la spirale déflationniste baisse des prix – baisse de la consommation ;
- **Un « effet confiance » :** sans confiance, la croissance aura du mal à accélérer.

À cela s'ajoute bien évidemment le maintien à un bas niveau du « stress financier ». Le dossier des pays périphériques n'est pas totalement réglé : négociations, solvabilité, échéances électorales... il ne faudrait pas que l'effet QE soit éclipsé par des situations politiques diverses.

Prix du pétrole : déflationniste pour les prix, relationniste pour l'activité économique

Le second facteur favorable à la croissance est le maintien du prix du pétrole à un bas niveau (voir sur ce point nos différents articles dans les éditions de janvier et de février derniers). Aux États-Unis, la chute du cours – par ailleurs extrêmement dommageable aux États-Unis via la production du pétrole du schiste – a redonné un second souffle aux indicateurs de confiance, des



“Crédibilité, implémentation, efficacité : les deux dernières étapes sont cruciales”

“La liquidité du marché, une contrainte pour la BCE”

“Si tout se passe « normalement », la zone euro va retrouver un environnement plus favorable pour la croissance”

consommateurs et des chefs d'entreprises. Pour les pays consommateurs en général, la baisse du prix du pétrole a un effet immédiat sur les prix, et sur la production : plus un pays est consommateur, plus sa production est intense en énergie, plus le taux d'inflation est sensible au prix de l'énergie, plus sa capacité à exporter est forte, et plus l'impact est favorable pour l'activité et la croissance. Toutes choses égales par ailleurs, Chine et Allemagne en tireront un avantage conséquent pour la croissance, tandis que des pays comme l'Inde en retirent de nouvelles marges de manœuvre pour la politique monétaire.

La question qui se pose aujourd'hui concerne le potentiel de hausse du prix du brut. Cette question se pose avec d'autant plus d'acuité que le cours a gagné près de 10 % au cours du dernier mois.

1. Le pétrole a peu de support du côté de l'offre

Depuis 1995, il y a eu à 7 reprises une baisse du prix du brut, et à chaque fois, aux mêmes dates, une baisse de production de la part des pays de l'OPEP. Les pays hors OPEP ont rarement (à deux reprises seulement) accompagné les décisions de l'OPEP, ce qui entraîne de la confusion sur la gestion des cours. On retiendra néanmoins trois épisodes significatifs et sans doute un peu emblématiques de baisses concomitantes des prix et de l'offre OPEP : la crise asiatique de 1994-1995, la bulle techno de l'an 2000, et la crise financière de 2008.

Sous bien des aspects, la situation actuelle ressemble étrangement à celle qui prévalait en 1985-1986 :

- **De nouvelles sources de production.** Il s'agit aujourd'hui des biofuels, des sables bitumineux canadiens, et du pétrole de schiste nord-américain (la production de pétrole des États-Unis a ainsi progressé de plus de 65 % en 5 ans) ; en 1985, il s'agissait des découvertes en Alaska, en Mer du Nord et dans le Golfe du Mexique.
- **Des capacités excédentaires :** les investissements annuels en exploration, extraction et production ont été multipliés par 7 entre les années 90 et les années les plus récentes. À noter que toutes les périodes de forts investissements ont invariablement conduit à des phases de prix plus bas. Nous sommes sans doute en train de vivre une telle phase.
- **L'abandon de la gestion du prix :** aussi bien en 1985 qu'en 2014, L'OPEP a abandonné la gestion du marché du pétrole. À noter que le prix du pétrole était ensuite resté globalement stable pendant plus de 10 ans, avant son envolée au cours des années 2000, portant le prix de 20-30 dollars le baril à plus de 130 au plus haut en 2008, avant la crise financière.

Ajoutons à cela que les **stocks de pétrole** sont au plus haut depuis plus de 30 ans (selon les estimations de l'Agence Américaine d'Information sur l'Énergie (EIA))... de quoi relativiser les récentes déclarations plus optimistes de l'OPEP, tablant sur un redémarrage de sa production dès 2015.

2. Le pétrole a peu de support du côté de la demande... du moins pour l'instant

Sauf à miser sur une rapide progression de la croissance mondiale, il y a peu de chances de voir la demande de brut progresser fortement à court terme. Les États-Unis sont désormais autosuffisants, et la demande chinoise est en baisse, ce qui témoigne d'un ralentissement économique et/ou d'une intensité énergétique de la production plus faible. L'observation des importations de brut montre que la Chine est entrée dans un « nouveau régime » : celles-ci sont passées d'un rythme annuel de 12 % en moyenne jusqu'en 2010 à un peu plus de 5 % depuis.

Nombre de pays sont entrés en récession (Russie, Brésil, Argentine, Ukraine, Venezuela)... tandis que d'autres sont directement touchés par le ralentissement économique en Chine (Hong Kong, Corée, mais aussi Chili, Brésil et Pérou). Pour redonner une tendance haussière à la demande de brut, il faudrait une accélération aux États-Unis (avec une hausse de la consommation et une progression des salaires plus forte), en Europe (un QE efficace pour la sphère réelle) et une amélioration de la croissance dans les grands pays « émergents ».



La chute du cours du pétrole a des effets positifs sur la croissance économique



Doit-on désormais miser sur une forte hausse du prix du brut en 2015 ?



La situation actuelle ressemble étrangement à celle qui prévalait en 1985-1986



Un nouveau régime pour la Chine ?



Au total, il semble bien difficile de miser aujourd'hui sur une forte hausse du prix du pétrole. Un prix entre 70 et 80 dollars semble raisonnable pour l'année 2015.

Scénario macroéconomique : les 15 points clés à retenir

1. **États-Unis** : même si la progression des salaires est décevante et que le *momentum* actuel est faible, la croissance reste bien au-delà des 2,5 %, un niveau assez systématiquement porteur pour les actions américaines, toutes choses égales par ailleurs ;
2. La **croissance mondiale** restera au-delà des 3 % en 2015, un niveau généralement porteur pour les actions européennes ;
3. La croissance mondiale restera aussi bien en 2015 qu'en 2016 en deçà de 4 %, un niveau généralement peu porteur pour les **matières premières** ;
4. Nous venons de réviser à la hausse la croissance du PIB pour l'Allemagne, mais la croissance de la **zone euro n'excèdera pas** pour autant 1,5 %, un niveau insuffisant pour améliorer le marché de l'emploi et les situations de dettes publiques, hormis les pays à surplus primaires et à taux d'intérêt inférieur à la croissance (Allemagne essentiellement) ;
5. **QE** et chute du prix du **pétrole** sont 2 facteurs potentiellement favorables à la croissance de la zone euro ;
6. La **Russie** est entrée en forte récession ;
7. Le **Brésil** est entré en récession, pour l'instant modérée ;
8. Sont également entrés en récession l'**Ukraine**, l'**Argentine** et le **Venezuela** ;
9. Le ralentissement de la croissance se poursuit en **Chine**, ce qui a un impact sur la croissance de Hong Kong, du Chili, du Brésil et du Pérou, pays qui exportent des matières premières ;
10. L'**inflation** est à peu près partout révisée : États-Unis, Royaume-Uni, zone euro... ;
11. Les **pressions déflationnistes** persisteront en 2015, notamment en zone euro ;
12. Les **pressions inflationnistes** persistent au Venezuela, en Argentine, au Brésil, au Chili, en Turquie et en Russie ;
13. Le **pétrole est le facteur différenciant majeur** s'agissant des pays émergents : pays producteurs vs. pays consommateurs, pays producteurs entre eux... ;
14. En 2015, sauf grande surprise sur la croissance et sur la Fed, les **politiques monétaires** des grands pays vont rester accommodantes et les taux longs extrêmement bas ;
15. **Dettes publiques et dettes privées** sont encore problématiques dans de nombreux pays. Nombreux sont ceux qui ne parviennent pas à renverser la tendance, soit par déficit de croissance, soit par manque de discipline ou de performances budgétaires, soit du fait d'un recours exagéré à l'endettement.

Conclusion

Prix du pétrole et QE sont sans conteste des facteurs clés pour le regain de vigueur de la croissance en zone euro. Le premier est d'ailleurs plus simple que le second. S'il est clair que les impacts du QE sont bien anticipés, il n'est pas sûr que la difficulté d'implémentation le soit réellement. La volonté de la BCE de mener à bien son programme va au-delà des difficultés qu'elle rencontrera, ce qui poussera les taux et les spreads à la baisse. Autrement dit, nous conservons notre allocation d'actifs, qui comprend notamment :

- **Une anticipation de dépréciation de l'euro** : le QE doit favoriser une faiblesse de la devise européenne. Ce qui a prévalu aux États-Unis et au Japon se vérifiera pour la zone euro. Attention cependant : les excédents courants de

“ Des pressions déflationnistes dans certains pays, et des pressions inflationnistes dans d'autres ”

“ Pétrole et inflation : des facteurs de différenciation forts ”



la zone représentent un frein à la faiblesse de l'euro. Nous restons néanmoins baissiers car l'effet QE devrait l'emporter, au moins dans un premier temps. À cela on doit ajouter le fait que l'euro devient graduellement, avec le yen, une devise de portage, une devise d'emprunt, ce qui la fragilise davantage. Les courbes de taux japonaise et européenne sont d'ailleurs extrêmement proches.

- **Une surpondération des actions de la zone euro.** La hausse de ces marchés semble inévitable: le QE doit amener de la liquidité et celle-ci se portera sur des actifs risqués;
- **Une surpondération du segment obligations d'entreprises de la zone euro, HY compris;**
- **Une surpondération en spreads souverains de la zone;**
- **Un appétit pour la durée.**

Notre allocation est assez agressive, et ce sont les circonstances qui poussent à cela: QE, pétrole, recherche de rendement, recherche de spreads, dépendance aux banques centrales... Attention à bien veiller à la gestion de la liquidité des portefeuilles tant les positions évoquées ci-dessus sont devenues extrêmement « communes » dans le marché. Réduire le risque, prendre quelques profits à l'approche des difficultés évoquées ci-dessous ne nous semble pas non plus déraisonnable, compte tenu des belles performances passées.



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

TYPE DE PORTEFEUILLE

Portefeuilles d'actions

- Préférer les actions zone euro
- Neutre actions japonaises
- Neutre à sous-pondéré en actions US
- Bêta du portefeuille maintenu à neutre
- Marchés émergents: choix pays clivant...
- Au sein des pays émergents:
 - surpondéré Inde, Indonésie, Thaïlande, Pérou et Mexique
 - neutre Chine, Turquie, Brésil, Afrique du Sud et pays du Golfe
 - sous-pondéré: Malaisie, Grèce, Taïwan, 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 HY
- Surpondération TIPS
- Opportunités de retour sur le HY US
- Rester surpondéré sur les souverains italien et espagnol.
- Dettes émergentes:
 - surpondérer les dettes des pays consommateurs de matières premières
 - préférer la dette en devises dures (long USD)
 - préférer dette locale dans certains cas (pays bénéficiant de la baisse du prix du pétrole)
- Rester long USD, GBP, short JPY, EUR

Portefeuilles diversifiés

- Préférer les actions zone euro (maintenant) et Japon (à moyen terme)
- Rester neutre en actions US
- Rester neutre sur les émergents... préférer les pays consommateurs de matières premières
- Préférer les actions au crédit, notamment pour des raisons de liquidité relative
- Rester long en crédit HY pour le portage, et plutôt zone euro que États-Unis
- Renforcer la diversification vers le crédit US
- Surpondérer obligations périphériques euro
- Positif sur dette émergente en devises dures, USD et EURO
- Rester long USD, short EUR et JPY

Facteurs de risque

MARS

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 PRESSIONS DÉFLATIONNISTES

La BCE s'est engagée dans un vaste programme de QE. Que ce dernier ne soit pas implémenté de façon satisfaisante, qu'il 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 FAIBLE



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

La zone euro bénéficie d'une conjonction d'évènements 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 ÉLEVÉ



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 plan d'aide et un allègement des contraintes sur les excédents primaires. 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 les contraintes de la Troïka 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 permettront de désigner la nouvelle majorité et le prochain président du gouvernement d'Espagne.

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 le *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 (sévère 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 supplémentaires d'assouplissement 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 ÉLEVÉ



Contexte macroéconomique

MARS		
AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
ÉTATS-UNIS	<p>Poursuite de la reprise, au-delà de la légère baisse de régime observée depuis fin 2014.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Le PIB a progressé de 2,2 % au T4, tiré par la consommation tandis que l'investissement a décéléré. La majorité des chiffres (hors marché de l'emploi) déçoivent depuis fin 2014, mais il s'agit probablement d'une consolidation temporaire après la forte accélération des trimestres précédents. > 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"> > Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire ») > Contagion des difficultés économiques et/ou financières du reste du monde
BRÉSIL	<ul style="list-style-type: none"> > Le PMI manufacturier HSBC pour le Brésil est ressorti en février à 49,6, plus haut que prévu (49,0) mais inférieur au mois précédent (50,7). > L'inflation des prix à la consommation a encore augmenté : 7,36 % en glissement annuel en février contre 6,69 % le mois précédent. Malgré le resserrement de taux, la BCB ne semble pas parvenir à contenir l'inflation ni la baisse du real. > La baisse de deux crans de Petrobras par Moody's accroît la pression sur le Brésil qui de fait pourrait voir sa note souveraine dégradée en dessous d'Investment Grade. 	<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>Poursuite de la reprise, soutenue par l'évolution du <i>policy mix</i> monétaire et budgétaire.</p> <ul style="list-style-type: none"> > La croissance économique a été légèrement supérieure aux attentes au T4 (+0,3 %). > La reprise va se poursuivre 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 reste important (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 progressent enfin. 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 > Élections en mai > Montée du thème de la sortie de l'UE
ASIE		
CHINE	<ul style="list-style-type: none"> > En Chine, l'activité dans le secteur manufacturier est repassée en territoire d'expansion. Le PMI manufacturier HSBC de février a surpris positivement en ressortant à 50,1 lors de son estimation préliminaire (contre 49,5 attendu et 49,7 en janvier). Il s'agit d'un plus haut de 4 mois mais le sous-indice des nouvelles commandes à l'exportation a connu son plus fort repli depuis 20 mois, à 47,1, perdant ainsi 3 points par rapport à janvier. > Face à la décélération de la croissance mais surtout en raison de la menace déflationniste qui pèse sur l'économie chinoise, la PBoC accélère son assouplissement monétaire. Après avoir abaissé de 50 pb le ratio de réserves obligatoires des banques commerciales début février, la PBoC a procédé à une seconde baisse de taux directeurs de 25pb début mars (la deuxième en 3 mois). D'autres mesures sont attendues au cours des prochains mois. 	<ul style="list-style-type: none"> > Détérioration plus rapide qu'anticipé de la qualité de crédit > Baisse de la demande externe > Hausse des pressions déflationnistes > Pas assez de mesures de soutien à l'économie
INDE	<ul style="list-style-type: none"> > La méthode de calcul du PIB a considérablement changé, inscrivant la croissance au T4 à +7,5 % en glissement annuel. Il convient donc ne pas comparer ce chiffre aux précédents pour des raisons purement statistiques. De fait, il est difficile d'établir un diagnostic pertinent sur les évolutions récentes. > L'indice des prix à la consommation est ressorti à +5,1 % en glissement annuel pour le mois de janvier. L'inflation se stabilise alors qu'elle était supérieure à 8 % lorsque M. Modi accédait au pouvoir. La RBI dispose encore, dans ce contexte, de marges de manœuvre pour continuer de baisser ses taux. 	<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"> > Après deux trimestres négatifs, la croissance est redevenue légèrement positive au T4 mais l'investissement reste faible. > L'horizon politique est dégagé mais la capacité du gouvernement à mener à bien des réformes structurelles importantes reste à prouver. > La baisse du prix du pétrole remet en cause la possibilité d'atteindre rapidement la cible d'inflation (2 %) de la BoJ. Cependant, la BoJ considère l'évolution des prix de l'énergie comme positive pour l'économie 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 a décéléré au T4. L'environnement reste 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 connaît 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, dynamique des salaires toujours faible).
- Japon**: une lente sortie de la déflation. Après 2 trimestres de récession, la croissance est redevenue positive au T4. L'évolution des salaires est la clef de la reprise, les ménages ayant vu leur pouvoir d'achat s'éroder (montée des prix produits importés induite par baisse du yen, effet TVA).
- Zone euro**: reprise dans un contexte d'inflation très faible. Les chiffres s'améliorent progressivement. 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 (résurgence possible de la crise grecque, élections en fin d'année au Portugal et en Espagne).
- Pays émergents**: leur croissance 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**: 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 %. L'affaire Petrobras devrait entamer fortement la crédibilité du Brésil et de fait pénaliser encore plus sa croissance.
- 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 menace de déflation conduit la PBoC à accélérer l'assouplissement monétaire engagé.

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	0,0	1,2	1,1	2,6	0,6	1,4
Zone euro	0,9	1,1	1,2	0,4	0,0	0,9
Allemagne	1,6	1,3	1,6	0,9	0,3	1,5
France	0,4	0,9	1,0	0,6	0,1	0,8
Italie	-0,4	0,4	0,7	-0,3	0,0	0,5
Espagne	1,5	1,9	1,6	-0,5	-0,5	0,5
Royaume-Uni	2,6	2,4	2,4	1,7	0,9	2,0
Russie	0,6	-4,5	-1,5	7,8	13,5	8,5
Turquie	3,0	3,3	3,7	8,9	7,0	6,5
Chine	7,4	6,5	6,3	2,0	1,7	1,7
Inde	5,8	6,0	6,2	6,4	6,2	5,8
Indonésie	5,0	5,5	5,8	6,4	6,7	6,1
Brésil	0,1	-0,5	1,5	6,3	5,9	5,6
Pays développés	1,7	2,0	1,9	1,4	0,6	1,5
Pays émergents	4,6	4,0	4,6	4,2	4,3	4,2
Monde	3,3	3,1	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.

	10/03/2015	Amundi + 6m.	Consensus T3 2015	Amundi + 12m.	Consensus T1 2016
États-Unis	0,25	0,25	0,65	0,75	1,15
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	0,55	0,75	0,90

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 et les spreads périphériques devraient encore un peu se comprimer car les achats de la BCE seront massifs.
- 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					
	10/03/2015	Amundi + 6m.	Consensus T3 2015	Amundi + 12m.	Consensus T1 2016
États-Unis	0,68	0,80/1,00	1,16	1,20/1,40	1,67
Allemagne	-0,25	-0,10/0,10	0,00	-0,10/0,10	0,12
Japon	0,03	0,00/0,20	0,00	0,00/0,20	0,03
Royaume-Uni	0,56	0,60/0,80	0,77	1,00/1,20	1,27

Taux 10 ans					
	10/03/2015	Amundi + 6m.	Consensus T3 2015	Amundi + 12m.	Consensus T1 2016
États-Unis	2,13	2,00/2,20	2,39	2,20/2,40	2,78
Allemagne	0,24	0,20/0,40	0,53	0,20/0,40	0,73
Japon	0,47	0,30/0,50	0,37	0,30/0,50	0,46
Royaume-Uni	1,82	1,80/2,00	1,96	2,00/2,20	2,29

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, même si le potentiel d'appréciation est plus faible qu'il y a quelques mois.
- 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.

	09/03/2015	Amundi + 6m.	Consensus T3 2015	Amundi + 12m.	Consensus T1 2016
EUR/USD	1,08	1,10	1,08	1,10	1,07
USD/JPY	121	125	124	130	127
GBP/USD	1,51	1,57	1,50	1,57	1,50
USD/CHF	1,00	0,95	0,97	0,95	1
USD/NOK	8,07	8,00	7,99	8,00	7,95
USD/SEK	8,55	8,45	8,62	8,45	8,55
USD/CAD	1,26	1,30	1,28	1,35	1,27
AUD/USD	0,77	0,75	0,75	0,75	0,73
NZD/USD	0,73	0,70	0,72	0,70	0,70



1 Le QE de la BCE change la nature du marché obligataire européen

VALENTINE AINOUIZ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique – Milan*
BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Le QE de la BCE aura probablement des effets considérables sur le marché obligataire européen, et trois facteurs majeurs nous amènent à cette conclusion :

- 1. La taille du QE annoncé**, considérable, puisqu'elle représente environ 20 % du marché de la dette souveraine de la zone euro et plus de 10 % du marché obligataire global ;
- 2. Le timing du QE**, lancé alors que la croissance du marché obligataire de la zone euro est très limitée et que l'émission nette d'obligations attendue en 2015 sera inférieure à la totalité des achats de titres prévus par la BCE ;
- 3. Les taux de dépôt négatifs**, contrairement à ce qui s'est passé dans d'autres régions, ont accentué les anticipations de QE et largement contribué à rendre négatifs les rendements des titres souverains de maturité courte et moyenne : cela devrait accroître la quête de rendement sur les dernières opportunités de spread disponibles.

La taille compte, mais pas plus que la dynamique du marché de la dette : l'exemple du premier QE de la Fed (QE1)

Le programme de QE de la BCE représentera au total 1 140 Mds € d'achats de titres étalés sur 19 mois (entre mars 2015 et septembre 2016). Ces achats porteront sur des emprunts d'État (État central uniquement), des obligations « quasi-souveraines » (émises par des agences et des organismes supranationaux), des obligations sécurisées et des ABS. La BCE a précisé que ses achats souverains et quasi-souverains seraient concentrés sur le segment *Investment Grade* (IG). Actuellement, le marché obligataire européen de qualité IG représente près de 9 500 Mds € et se compose principalement d'obligations souveraines (à hauteur d'environ 60 %) puis d'obligations d'entreprise (17 %) et enfin d'obligations sécurisées, de dette d'agences et d'émetteurs supranationaux et d'ABS. À première vue, les achats de la BCE équivalent donc à un peu plus de 10 % du marché obligataire IG total et à environ 20 % de la taille du marché souverain. Comparé au QE1 de la Fed, la « puissance de feu » du QE de la BCE semble un peu plus faible ; en effet le premier QE américain représentait environ 15 % de la taille du marché initial lorsqu'il avait démarré. Si l'on ajoute en plus les dispositifs QE2 et QE3, il apparaît que la Fed est intervenue sur des volumes bien plus imposants puisqu'elle détient actuellement plus de 21 % du stock de titres du Trésor.

> La structure atypique de la dette publique allemande va renforcer les effets du QE de la BCE

Lors de l'annonce de son plan d'achats massifs le 22 janvier, la BCE a précisé que les titres souverains qu'elle achèterait ne seraient que des titres du gouvernement central et ne concerneraient pas les titres d'autres entités publiques. Ce point a été relativement peu commenté. Pourtant, il est capital, notamment car la structure de la dette publique allemande est atypique parmi les pays de la zone euro : parmi les grands pays de la zone euro, c'est celui dont le gouvernement central représente la plus faible part de la dette publique totale, à seulement 64 %, contre 83 % pour la France, 96 % pour l'Italie et 87 % pour l'Espagne.

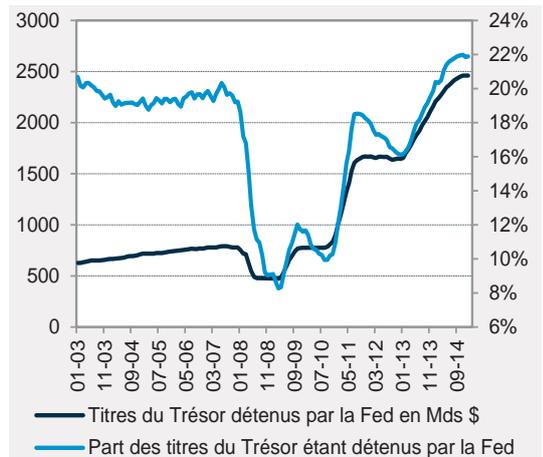
En effet, l'Allemagne est l'un des pays développés où les régions assurent leur propre financement dans les proportions les plus élevées (Eyraud et Lusinyan, 2013, « *Vertical fiscal imbalances and fiscal performance in advanced economies* », *Journal of Monetary Economics*). La dette des Länder a progressé depuis 1999 et ceux-ci se sont au fil du temps de plus en plus tournés vers un financement obligataire au détriment du financement bancaire. L'encours obligataire du Nordrhein-Westfalen,

L'essentiel

La BCE a annoncé le 22 janvier un plan massif d'achats de titres (QE) qui se prolongera jusqu'à septembre 2016 au moins (taille de 1 140 Mds € s'il s'arrêtait à cette date).

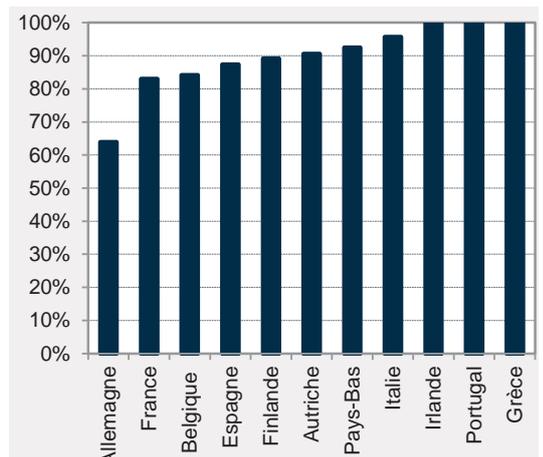
Ce QE aura des effets considérables sur le marché obligataire européen car sa taille est très importante par rapport à la taille du marché obligataire, qui ne croît que faiblement, et car la BCE a mis en place en parallèle des taux de dépôt négatifs. Il va soutenir la recherche de rendement. Les investisseurs vont se positionner sur les actifs qui offrent du spread.

1 Titres du Trésor détenus par la Fed en Mds \$ et ce que cela représente en % du marché



Source : Datastream, Recherche Amundi

2 Part de l'administration centrale dans la dette publique totale



Source : Datastream, Recherche Amundi

le Land qui a émis le plus, tourne autour de 120 Mds €, montant du même ordre de grandeur que celui du Portugal, de la Finlande ou encore de l'Irlande.

En conséquence, les achats de titres souverains allemands par la BCE (244 Mds € étalés jusqu'en septembre 2016 si 50 des 60 Mds € d'achats mensuels concernent des titres souverains) représenteront une proportion du stock total de titres plus importante que la quasi-totalité des pays de la zone euro. En septembre 2016, la BCE possèdera plus de 20 % des obligations du gouvernement central allemand. Cela exercera une forte pression baissière sur les taux allemands.

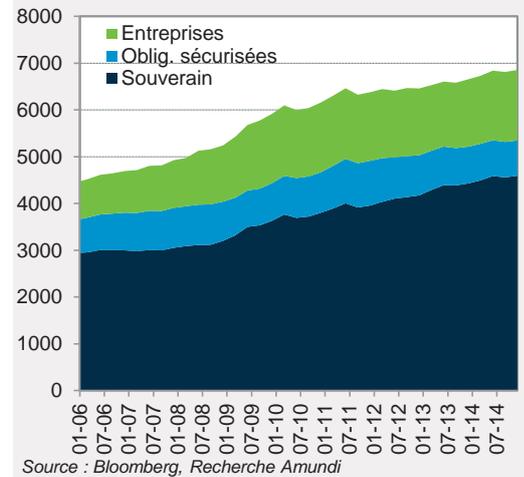
La situation actuelle est complètement différente en zone euro : les achats de la BCE vont être réalisés dans un marché dont la taille n'augmente que très lentement. Comme nous l'avons souligné, l'expansion du marché de la dette libellée en euro a été freinée par le *deleveraging* prolongé des banques, la prudence persistante des entreprises dans la gestion de leurs niveaux d'endettement, les politiques budgétaires restrictives provoquées par la crise souveraine et l'affaiblissement de la demande de crédit des ménages, terrassés par la récession. **À titre d'exemple, l'émission nette d'obligations souveraines de maturité longue a été légèrement supérieure à 200 Mds € en 2014, c'est-à-dire à peu près trois fois moins que les obligations souveraines qu'achèterait la BCE dans l'hypothèse où 50 de ses 60 Mds € d'achats mensuels concerneraient des obligations souveraines.** Même si les volumes de crédit dans la zone euro devraient croître légèrement ces deux prochaines années, une forte croissance du marché de la dette semble très peu probable. Certes, les banques se tourneront sûrement plus volontiers vers le marché obligataire, notamment pour des raisons règlementaires, les politiques budgétaires devraient être assouplies et le cycle de crédit des entreprises finira par repartir; mais ces tendances ne produiront pas assez d'émissions nettes pour rassasier la BCE et les banques centrales nationales qui prévoient d'acheter 60 Mds € de titres par mois. **La grande différence entre le QE de la BCE et celui de la Fed est que la BCE va prendre une place (massive) sur les marchés obligataires souverains qu'elle n'avait pas auparavant.**

La rémunération négative des dépôts bancaires à la BCE devrait atténuer la fragmentation persistante du marché financier

Outre la croissance anémique du marché primaire de la dette, un autre facteur va nettement accentuer l'impact du QE sur le marché obligataire en euro : la rémunération négative des dépôts bancaires auprès de la BCE. En juin dernier, avant de passer à la vitesse supérieure avec le QE, l'institut d'émission était déjà entré en « territoire inconnu » en abaissant en territoire négatif son taux de rémunération des facilités de dépôt à -0,10 %, puis il a récidivé en septembre en le portant à -0,20 %. Conséquence presque immédiate de cette dernière décision : **les rendements de maturité courte (deux et trois ans) sont, eux aussi, passés en dessous de zéro.** Pendant ces derniers mois, le phénomène s'est étendu aux échéances intermédiaires : **à l'heure où nous écrivons, tous les rendements d'emprunts d'État dans les pays du cœur sont négatifs jusqu'à 5 ans.** Or les taux négatifs sont un outil de politique monétaire auquel n'ont pas eu recours les banques centrales japonaises, américaine et britannique : bien que les QE déployés par la Fed et la BoE aient atteint une proportion du PIB très importante, jamais le rendement des bons du Trésor américains et des Gilts n'est passé en dessous de zéro. Même le rendement de la dette souveraine japonaise est resté légèrement positif au fil du temps à l'exception d'une courte période entre la fin 2014 et le début 2015.

Une communication de la Fed de St Louis disait en 2013 : « *Parce qu'il est toujours possible de garder son argent chez soi plutôt que de le déposer à la banque, les taux d'intérêt nominaux à court terme ne peuvent pas devenir (très) négatifs, ce qui limite l'efficacité de la politique monétaire conventionnelle* » (Fawley et Neely, « Four stories of Quantitative Easing »). Toutefois, dans le cas européen, c'est aux dépôts des banques auprès de la BCE que s'appliquent les taux négatifs. Au cours des dernières années, la fragmentation des marchés financiers a diminué au sein de la zone euro mais les déséquilibres dans le cadre de Target 2 perdurent

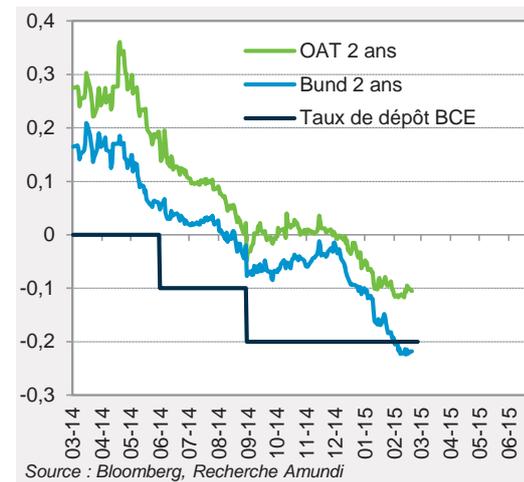
3 Volume du marché investment grade euro (Mds €)



Les achats de la BCE vont être réalisés dans un marché dont la taille n'augmente que très lentement



4 Les rendements de maturité courte sont passés sous le taux de dépôt de la BCE



entre d'un côté les pays du cœur et de l'autre les États de la périphérie. À titre d'information, selon les tout derniers chiffres des soldes Target 2, en décembre l'excédent de l'Allemagne se montait toujours à 461 Mds €, celui des Pays-Bas à 19 Mds € et celui de la Finlande à 15 Mds €. En revanche, le solde de l'Espagne était débiteur de 190 Mds €, pas loin de l'Italie et ses 209 Mds €, tandis que le solde débiteur cumulé du Portugal, de la Grèce et de l'Irlande représentait 139 Mds €. Si l'on se penche sur l'usage des facilités de dépôt et de compte courant disponibles auprès de la BCE, on voit que les plus gros consommateurs sont les établissements bancaires allemands avec 90 Mds €, alors que les volumes de liquidités placés auprès de la BCE sont nettement plus faibles et compris entre 10 et 15 Mds € pour les banques italiennes, espagnoles, belges, autrichiennes et finlandaises. **Les banques des pays du cœur détiennent ensemble 130 Mds € confiés à la BCE alors que celles des pays périphériques confient tout juste 35 Mds €.** Le passage à des taux de rémunération négatifs a naturellement contribué à la baisse graduelle des liquidités excédentaires confiées par les banques (principalement des pays cœur) auprès de la BCE, mais dans le même temps ces taux négatifs ont entraîné une tendance similaire au niveau des rendements obligataires. **Pour des raisons réglementaires ou non, les banques peuvent préférer investir sur les marchés obligataires à des taux négatifs plutôt que de placer leurs liquidités à un taux de -20 pb, mais il n'y a pas que les banques à investir dans les obligations souveraines des pays cœur!**



L'impact des volumes des achats de la Fed a été largement dilué dans l'accroissement sans précédent de la dette de l'État fédéral



> Dernières tendances sur les marchés primaires de dette obligataire d'entreprises

Les politiques monétaires exceptionnellement accomodantes adoptées ces dernières années par les banques centrales majeures ont fait chuter les primes de risque. Cette baisse a inévitablement affecté l'équilibre entre la demande des investisseurs et l'offre des entreprises sur le marché obligataire. La restructuration des systèmes financiers et plus largement le contexte macroéconomique difficile ont également joué un rôle important dans ce processus.

Le marché de la dette non-financière se développe

Depuis la Grande Récession, les émetteurs industriels ont pris une place de plus en plus importante sur le marché primaire, notamment par rapport aux institutions financières. Cette tendance peut s'observer sur tous les grands marchés (dollar, euro et sterling). En effet, les entreprises ont de plus en plus recours au financement obligataire, afin de bénéficier de conditions historiquement avantageuses. Il faut ajouter à cela que les banques sont peu enclines à prêter, surtout en Europe. Autre conséquence du mouvement de désintermédiation bancaire : le marché primaire *High Yield* (HY) affiche une croissance plus forte que son homologue *Investment Grade* (IG). Les nouveaux émetteurs attirés par les marchés obligataires sont généralement notés en catégorie spéculative. L'une des raisons de la forte augmentation des volumes d'émissions HY est que de nombreux émetteurs traditionnellement IG ont été dégradés en catégorie spéculative. L'appétit des investisseurs pour le crédit euro sera soutenu par la faiblesse des taux souverains, conséquence du programme de rachat d'actifs de la BCE.

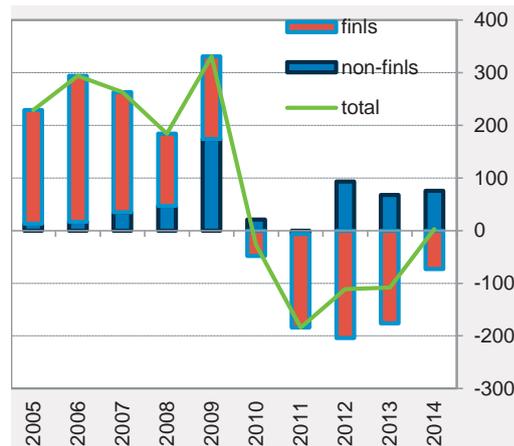
Les opérations transfrontalières se sont multipliées pour les émetteurs IG

Les volumes de dettes d'entreprise libellées en devises étrangères sont en constante progression. Les intérêts sont divers : logique industrielle, diversification de la base de financement ou encore coût d'emprunt moins élevé. Ces opérations sont également intéressantes pour les investisseurs qui peuvent ainsi diversifier leur base d'investissement et surtout obtenir un meilleur rendement. Ainsi,

- Sur le marché US IG, 30 % des nouveaux titres ont été émis en 2014 par des entreprises basées hors des États-Unis : « les Yankees émetteurs ». La plupart d'entre eux sont de nationalité britannique, canadienne et allemande. Plus récemment, des entreprises brésiliennes ont été également attirées par les faibles taux américains.
- Sur le marché euro IG, la même tendance s'observe. En 2014, des émetteurs américains attirés par les conditions de crédit avantageuses et le fort appétit des investisseurs ont été nombreux à venir se financer sur le marché euro IG.

Le marché US IG demeure à l'échelle mondiale le plus attractif du fait de sa taille et de sa liquidité. Cependant, de nombreux émetteurs pourraient être motivés par la

5 Euro IG : volume d'émission net (Mds €)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



La rémunération négative des dépôts bancaires à la BCE va nettement accentuer l'impact du QE sur le marché obligataire en euro



faiblesse des taux en zone euro. Notons, la récente annonce du groupe Apple qui souhaite procéder à sa première émission d'obligations libellées en franc suisse pour un montant de 1,25 Mds CHF.

La maturité moyenne des nouvelles émissions IG ne cesse de s'allonger

La maturité moyenne des nouvelles émissions s'est fortement allongée, résultat de la forte baisse des primes de risque. Les investisseurs en quête de rendement acceptent de se positionner sur les parties les plus longues de la courbe en échange d'un supplément de spread. Les émetteurs profitent également du contexte de taux historiquement bas pour augmenter la durée moyenne de leurs dettes et diminuer leurs coûts de financement. Ainsi, le volume d'émission sur le segment « 30 ans et plus » du marché US IG a atteint des niveaux records sur les dernières années. Il y a fort à parier que la hausse de la durée de l'indice euro IG se poursuive avec la mise en place du programme de rachat de dette de la BCE.

Qui détient la dette souveraine de la zone euro et qui est prêt à la vendre à la BCE ?

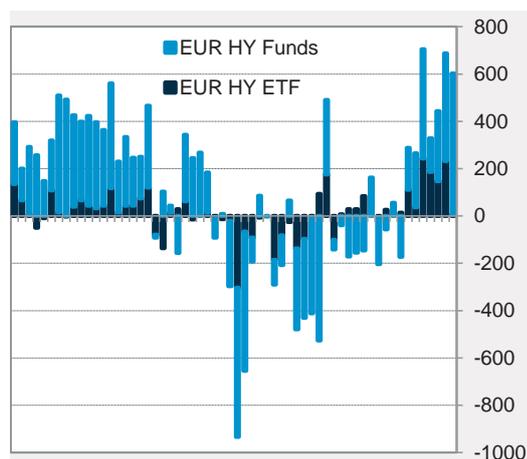
Comme l'offre nette de dette souveraine (aux alentours 200 Mds en 2015) sera inférieure aux volumes que la BCE a l'intention d'acheter, et sachant que la BCE limitera ses achats à 25 % maximum de l'encours de chaque émission, il faudra que des investisseurs existants vendent les titres qu'ils possèdent pour que la BCE réalise ce qu'elle a annoncé.

Les détenteurs de titres souverains des pays du cœur et de la périphérie sont assez différents : la dette souveraine des pays du cœur est détenue principalement par des investisseurs étrangers, alors que c'est l'inverse pour les emprunts d'État italiens et espagnols qui représentent ici les marchés périphériques. Environ les trois quarts des Bunds allemands et plus de 60 % des OAT françaises sont détenus par des investisseurs étrangers. Sur ces deux marchés, les assureurs européens et les institutions étrangères jouent un rôle assez important car les obligations souveraines allemandes et françaises constituent un placement obligataire de grande qualité très demandé pour différentes raisons (réglementaires, liquidité ou à cause de leurs caractéristiques intéressantes pour la gestion de réserves de change en euro). En revanche, les emprunts d'État italiens et espagnols sont détenus pratiquement aux deux tiers par des investisseurs domestiques, et le reste par des investisseurs étrangers. Pour les titres espagnols et italiens la détention par les compagnies d'assurance, les banques étrangères ainsi que les institutions officielles est beaucoup moins élevée car les BTP et les Bonos présentent un profil de rendement/risque différent de celui des emprunts d'États du cœur. Dans le même temps, les fonds d'investissement et les sociétés de gestion d'actifs étrangères sont assez représentés parmi les détenteurs étrangers de dette italienne et espagnole.

Soulignons le rôle important des banques de la zone euro, qui détiennent environ 25 % de l'encours des titres souverains émis par les États de la zone euro. Les banques espagnoles détiennent 36 % du stock de titres souverains espagnols alors que ce pourcentage est de 23 % en Italie (les banques italiennes détiennent plus de 430 Mds € de titres italiens!) et de seulement 16 % en Allemagne et 11 % en France. La détention par les banques de titres souverains européens non-domestiques, qui avait beaucoup baissé en 2010/2011 est remontée progressivement sur les dernières années, avec une forte concentration sur les titres allemands et italiens. La présence croissante de banques de la zone euro parmi les détenteurs d'obligations, particulièrement de pays périphériques, s'explique en partie par le *deleveraging*, les opérations de portage et les recapitalisations. Certains de ces facteurs s'atténuent dans une certaine mesure, puisque la demande en crédit s'améliore enfin (c'est l'un des objectifs explicites de la BCE, voir encadré plus bas), que les opérations de portage deviennent de moins en moins intéressantes et que le processus de recapitalisation a maintenant été quasiment mené à bien. Toutefois, la reprise du crédit et l'inversion du *deleveraging* ne seront probablement que progressives. De plus, les nouvelles réglementations visant à maintenir la liquidité des bilans (ratio LCR dans le cadre des accords de Bâle III) limitent le potentiel de réduction

“ La dette souveraine des pays du cœur est détenue principalement par des investisseurs étrangers, alors que c'est l'inverse pour les emprunts d'État italiens et espagnols ”

6 Flux hebdomadaires postifs après le QE de la BCE (en Md \$)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

des expositions aux actifs liquides de haute qualité. Au final, la situation devrait être très différente dans les pays du cœur et dans les pays périphériques. La BCE n'aura vraisemblablement pas d'inquiétude pour acheter des titres italiens car les banques allemandes et françaises détiennent dans des quantités importantes (plus de 100 Mds € au total) et que ces titres ne sont pas très bien notés. Même raisonnement pour les titres espagnols : les banques européennes non-espagnoles détiennent pour 55 Mds € de titres souverains espagnols. En revanche, l'équation sera bien plus compliquée pour les titres allemands...

Les investisseurs à long terme, principalement les assureurs et les fonds de pension européens, jouent également un rôle très important et détiennent un peu plus de 20 % des titres souverains émis par les pays de la zone euro. Or la réglementation va certainement inciter ces acteurs à investir dans des obligations à échéance plus éloignée afin de couvrir la durée de leurs engagements, si bien que la rareté et la raréfaction des sources de rendement intéressantes devraient les dissuader de se mettre en position de vendeurs nets d'emprunts d'État.

Il est donc possible que les investisseurs étrangers soient plus nombreux que les acteurs domestiques à vendre leurs obligations à la BCE à mesure que les valorisations seront moins intéressantes par rapport à celles des autres instruments disponibles sur les marchés obligataires internationaux et que les rendements s'enfoncent en territoire négatif. Des gérants de portefeuilles internationaux pourraient rebalancer leurs portefeuilles en vendant leurs obligations européennes pour se repositionner vers des actions européennes ou vers d'autres zones. Dans le même temps, certains investisseurs étrangers sont confrontés à des rendements très faibles sur leurs marchés domestiques, comme au Japon par exemple, et pourraient aussi vouloir rester positionnés sur la dette en euro, tout comme les gestionnaires de réserves de change.

Conclusion

Les anticipations de QE en Europe ont été de plus en plus prégnantes sur le marché ces derniers mois : on peut donc affirmer que les prix des obligations intègrent déjà en grande partie les futurs achats de la BCE. Parallèlement la taille de l'intervention programmée par rapport à l'offre nette qui sera probablement disponible, la limite de 25 % d'encours par émission et les taux négatifs des facilités de dépôts bancaires auprès de la BCE sont des facteurs qui devraient favoriser un nouvel aplatissement de la courbe via la baisse des taux longs (bull flattening) au niveau des obligations d'entreprise et de la dette périphérique pendant les prochains trimestres. Les décisions des investisseurs obligataires en euro devraient donc être encore plus dictées par leur quête de rendement et de spread. En résumé, le QE de la BCE change la nature du marché obligataire européen avec d'un côté un acteur prêt à acheter tous les papiers disponibles et de l'autre, une multitude d'acteurs qui ne seront pas nécessairement tous prêts à vendre facilement, notamment à cause de contraintes réglementaires pour les banques et les compagnies d'assurance. La bataille pour trouver du papier allemand devrait s'intensifier au fur et à mesure de l'implémentation du QE de la BCE et la question de la liquidité pourrait devenir de plus en plus importante.

> Tendence prometteuse des volumes toujours faibles de crédit bancaire aux entreprises non financières

Comme le souligne la BCE dans son bulletin économique de janvier, le crédit au secteur privé continue à s'améliorer lentement mais sûrement dans la zone euro : le recul des prêts aux entreprises non-financières (ajustés des ventes et de la titrisation) a atteint un plus bas à -3,2 % il y a un an, puis la tendance s'est redressée de façon régulière jusqu'à -1,3 % en novembre. Cela corrobore le message contenu par les enquêtes de la BCE sur le crédit bancaire (*Bank lending survey*) : celles-ci montrent d'un côté un assouplissement des conditions de prêt de la part des banques et une baisse drastique des taux d'intérêt appliqués aux crédits bancaires depuis l'été 2014. De plus, l'enquête de la BCE confirme que la demande des entreprises en crédit bancaire est de plus en plus forte : le pourcentage de banques annonçant une hausse de la demande en crédit des entreprises non financières est passé de 6 % au troisième trimestre 2014 à 18 %



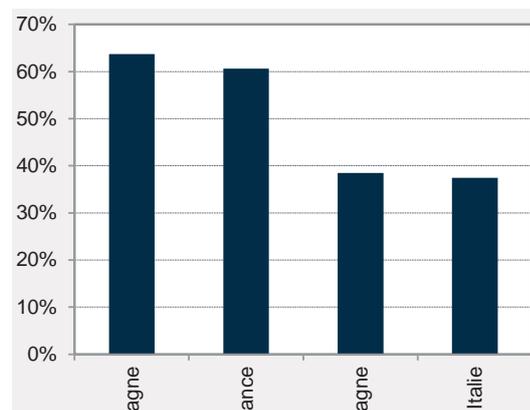
Il est donc possible que les investisseurs étrangers soient plus nombreux que les acteurs domestiques à vendre leurs obligations à la BCE



Les nouvelles réglementations visant à maintenir la liquidité des bilans limitent le potentiel de réduction des expositions aux actifs liquides de haute qualité



7 Part des titres de dette gouvernementale détenue par les non-résidents (T3 2014)



Source : Datastream, Recherche Amundi

au quatrième trimestre 2014 ; parmi les raisons qui sous-tendent cette accélération de la demande, les investissements en capitaux fixes apportent pour la première fois une contribution positive. Autres signes encourageants, la diminution des écarts entre les grands pays du cœur et ceux de la périphérie, et la tendance à l'amélioration de la demande et des conditions de crédit en Italie et en Espagne également.

On peut nuancer cette perspective en considérant que, comme le dit la BCE : « Malgré ces tendances positives, la consolidation des bilans bancaires et la nécessité de poursuivre le désendettement au sein de certains secteurs de l'économie et juridictions bancaires continuent à contenir la dynamique du crédit. » Ajoutons que bien qu'elles s'améliorent, les conditions de crédit demeurent globalement historiquement tendues en zone euro. Le QE de la BCE aura certainement des effets positifs sur les tendances du crédit dans de nombreux domaines. Elle mentionne explicitement la chose suivante : « La BCE achètera contre de la monnaie de banque centrale, sur le marché secondaire, des obligations émises par les administrations centrales, les agences et les institutions européennes de la zone euro. Les institutions vendant ces titres pourront l'utiliser pour acquérir d'autres actifs et octroyer des crédits à l'économie réelle. Dans les deux cas, cela contribue à un assouplissement des conditions financières ». De plus, le QE sera lancé alors que la revue de qualité des actifs et les tests de résistance seront achevés, de même que la partie la plus importante des efforts de recapitalisation des banques. Il se pourrait notamment que les banques des pays de la périphérie libèrent des ressources pour augmenter leur activité de crédit et réduisent leurs portefeuilles d'emprunts d'État au moment du lancement du QE, alors que le portage effectué sur les obligations souveraines domestiques est désormais bien moins intéressant qu'il y a un an. La part des obligations souveraines à l'actif des banques a dépassé 10 % dans le sud de l'Europe. Dans le même temps, les prêts non-performants sont en train d'atteindre un pic en Italie et ont commencé à baisser en Espagne, ce qui dissuade les banques de recycler trop rapidement leurs liquidités dans leurs métiers traditionnels. À cet égard, le plan d'achats d'ABS de la BCE et d'autres mesures susceptibles de régler ce problème pourraient clairement contribuer à ramener une croissance positive des volumes de crédit.



Il est donc possible que les investisseurs étrangers soient plus nombreux que les acteurs domestiques à vendre leurs obligations à la BCE



Chiffres clés du QE de la BCE

Pays	Taille du marché		Achats de la BCE			Obligations souveraines détenues par les banques		
	Obligations du gouvernement central (Mds €)	Obligations du gouvernement central : 2 ans - 30 ans (Mds €)	Poids au capital de la BCE	Achats de la BCE jusqu'en sept. 2016* (Mds €)	en % du marché 2 ans - 30 ans	Du pays (janv. 2015) (Mds €)	Les banques étrangères européennes (T3 2014) (Mds €)	Les banques non-européennes (T3 2014) (Mds €)
Allemagne	1136	776	25,7 %	244	31,5 %	252	238	110
France	1565	1078	20,3 %	192	17,8 %	202	110	122
Italie	1801	1271	17,6 %	167	13,2 %	432	165	40
Espagne	872	576	12,6 %	120	20,8 %	273	55	17
Pays-Bas	351	245	5,7 %	54	22,2 %	48	46	31
Belgique	356	256	3,5 %	34	13,1 %	55	87	15
Autriche	212	164	2,8 %	27	16,3 %	35	60	7
Portugal	124	95	2,5 %	24	24,9 %	29	22	1
Finlande	99	77	1,8 %	17	22,3 %	4	24	6
Irlande	123	95	1,7 %	16	16,6 %	21	7	2
Slovaquie	36	27	1,1 %	10	38,2 %	6	/	/
Slovénie	28	21	0,5 %	5	22,6 %	10	/	/

* Si 50 des 60 Mds d'achats concernent les obligations souveraines.



2 Chine et Europe : le chien dans le jeu de quilles de la normalisation monétaire américaine

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

Les pressions déflationnistes en provenance de Chine et d'Europe mettent en question la normalisation de la boucle prix-salaires

Lors de la confirmation de la fin du troisième programme de QE, Janet Yellen avait indiqué trois métriques pour juger de la pertinence de la politique monétaire de la Fed :

1. persistance de la **faiblesse du marché du travail** (notamment les salaires) ;
2. persistance de **l'inflation des prix en dessous de la cible** officielle de 2 % ;
3. propagation d'un **choc négatif venu du reste du monde** (Chine et Europe).

À première vue, les deux premières de ces trois métriques décrivent la boucle prix-salaires et, à ce titre, reflètent pour l'essentiel l'état de l'économie domestique, dans la mesure où l'économie américaine reste relativement peu ouverte au reste du monde et que la dynamique de la boucle prix-salaires est très fortement corrélée au dynamisme de l'activité. **La troisième, par définition, rend compte de l'influence du reste du monde sur l'économie américaine, avec un focus particulier sur la Chine ainsi que la zone euro**, toutes deux devenant autant de sources de pressions déflationnistes au niveau mondial ainsi qu'explicité par Janet Yellen dans sa récente déposition au Congrès. En tout état de cause, ces trois métriques sont bien plus corrélées qu'il n'y paraît de prime abord, de sorte qu'une inflexion (positive ou négative) devrait, à terme, être signalée par les trois à la fois.

Si elle se veut relativement rassurante concernant la boucle prix-salaires (les deux premières métriques), la Fed ne cache pas qu'elle anticipe un trou d'air à court terme. En effet, dans sa déposition au Congrès de la fin février, Janet Yellen a indiqué anticiper une poursuite de la chute de l'inflation des prix dans l'immédiat, laquelle serait appelée à remonter vers la cible officielle de 2 % à moyen terme. Inflation salariale et inflation des prix étant très fortement corrélées¹, ceci signifie implicitement que la Fed anticipe également un ralentissement des salaires dans la mesure où les entreprises souhaiteront très vraisemblablement maintenir leur taux de marge. Cette rechute de l'inflation des prix et des salaires semble confortée par l'arrêt de la remontée de l'inflation salariale depuis la fin de QE-3 (voire la baisse de certains indicateurs, notamment le salaire horaire ouvrier).

Ce diagnostic semble assez largement conforté par un ensemble d'autres indicateurs relatifs au marché du travail autant qu'à l'investissement productif :

1. la **courbe de Phillips reliant chômage et inflation salariale (ou inflation des prix) s'éloigne à nouveau de sa position traditionnelle depuis la fin de QE-3** : la baisse continue du chômage ne s'accompagne plus de l'accélération des salaires et des prix observée jusqu'alors (et, surtout, durant le régime dit de la Grande Modération en 1987-2007), ce

¹ D'un point de vue technique, les deux inflations (des prix et des salaires) sont même fortement cointégrées sur longue période : ceci signifie, en particulier, qu'en moyenne, les deux indicateurs tendent à évoluer en parallèle, la paire étant tirée par l'inflation salariale. Ce dernier point est logique dans la mesure où les salaires représentent l'essentiel des coûts de production.

L'essentiel

La Chine et l'Europe jouent le rôle du chien dans un jeu de quilles : en exportant leurs pressions déflationnistes croissantes, elles entravent la normalisation de la politique monétaire de la Fed. L'ensemble des incertitudes externes mais aussi domestiques tend à alimenter la détérioration de la balance des risques macroéconomiques pesant sur les États-Unis.

Le degré élevé d'incertitude pesant sur la poursuite de la normalisation de la boucle prix-salaires aux États-Unis doit inviter la Fed à une plus grande ouverture d'esprit. En effet, qu'elle trouve ou non sa source à l'extérieur (Chine et/ou Europe), la détérioration de la balance des risques pesant sur l'économie américaine risque d'appeler la Fed à reporter sa première hausse de taux à minima. Selon l'efficacité de la gestion par la Chine (ainsi que l'Europe) des pressions déflationnistes qui s'y font jour, le FOMC devrait se tenir prêt à modifier l'orientation de sa politique monétaire, sachant que, même si elle est à ce stade pratiquement inenvisageable, une stratégie de financement monétaire d'une relance budgétaire resterait l'option la plus sûre de ce point de vue.



La Chine et l'Europe jouent le rôle du chien dans le jeu de quilles en exportant leur pressions déflationnistes croissantes, elles entravent la normalisation engagée



qui souligne l'impact négatif de l'arrêt du *quantitative easing* à la fin de l'année dernière ;

2. par ailleurs, la mise en œuvre de QE-3 a coïncidé avec le changement de corrélation entre participation et inflation salariale de traditionnellement positive à négative : alors qu'en temps normaux participation et inflation salariale évoluent en tandem, la participation doit dorénavant baisser pour susciter une reprise de l'inflation salariale : ceci semble indiquer un nouvel équilibre du marché du travail à un très faible taux d'activité de la population en âge de travailler et désireuse de le faire ;
3. parallèlement, l'apurement du stock de prêts défaillants (*non-performing loans*) s'accompagne d'une reprise trop lente de l'investissement, à l'image de la période 1992-94 : la bulle internet avait alors repris le flambeau pour ramener le taux d'investissement à son niveau normal ; la différence aujourd'hui est qu'une telle inflexion ne semble pas poindre à l'horizon... au contraire, si les perspectives chinoises et européennes ne s'améliorent pas rapidement. De plus, l'investissement dans le secteur minier est pénalisé et continuera de l'être par la baisse des prix du pétrole et l'investissement résidentiel déçoit (comme l'a mentionné Janet Yellen lors de sa déposition devant le Congrès).

C'est là que Chine et Europe jouent le rôle du chien dans un jeu de quilles : en exportant leurs pressions déflationnistes croissantes, elles entravent la normalisation engagée. La récente admission officieuse par la Chine de ce que les pressions déflationnistes y seraient plus importantes que perçue, conforte le point avancé par Janet Yellen, selon lequel la Chine serait la première source d'inquiétude pour la Fed. De même, Mme Yellen a mis en avant le fait qu'un succès du QE-Z (*Quantitative Easing for the eurozone*) en Europe aiderait les États-Unis, sous-entendant ainsi qu'un échec se traduirait par le résultat inverse.

Même si l'économie américaine reste relativement peu ouverte économiquement, son ouverture financière et le rôle joué par le dollar contribueront à cette propagation aux États-Unis : ainsi, la forte chute de l'euro face au dollar (de même que les pressions à la baisse du yuan) depuis environ neuf mois peut refléter tout autant des stratégies de *hedging* par un repositionnement des investisseurs que la mise en place de stratégies de *carry trade* consistant à emprunter peu cher en euro et investir rentablement en dollars.

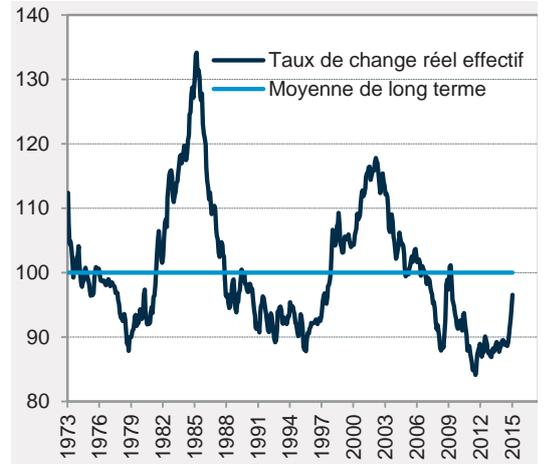
> Le marché du travail américain se caractérise par une moindre fluidité que par le passé

Le taux de réallocation a baissé tendanciellement lors des années 1990/2000 et ce phénomène s'est amplifié avec la Grande Récession.

Les flux sont devenus de moins en moins importants, notamment car la population active a vieilli (les jeunes ont un taux de rotation plus élevé) et car l'emploi s'est tendanciellement déplacé dans des structures de plus grande taille (moins volatiles en termes d'emploi). La mobilité géographique intra-américaine a baissé tendanciellement sur les dernières décennies, le rôle du taux de chômage comme absorbeur de chocs ayant crû au fil du temps (IMF working paper, 2014, "*Regional labor market adjustments in the United States*").

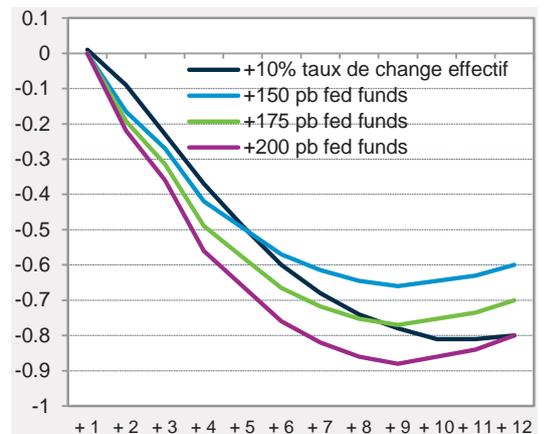
Comme l'explique un document de travail du NBER (Davis et Haltiwanger, 2014, "*Labor market fluidity and economic performance*"), cela n'est pas sans conséquence sur les performances de l'économie américaine. Avec une moindre fluidité, les chômeurs ont moins d'opportunités de trouver un emploi, ce qui accroît le risque de chômage de longue durée. Pour les personnes occupant déjà un emploi, avoir moins d'opportunités de changer de poste réduit les possibilités d'augmentation salariale. Par ailleurs, mentionnons au passage un des papiers écrit par la présidente de la Fed, Janet Yellen, et son mari (Akerlof, Rose et Yellen, 1988, "*Job switching and job satisfaction in the US labor market*") qui souligne que des marchés du travail fluides mènent à une meilleure adéquation entre employés et emploi en ce qui concerne les aspects non-financiers. Enfin, une plus faible fluidité sur le marché du travail réduit la croissance de la productivité sur moyen terme (qui est intimement liée à la destruction créatrice dans de nombreuses théories de l'innovation et de la croissance).

1 Taux de change réel effectif (calculé par la Fed)



Source : Fed, Recherche Amundi

2 Impact sur l'outgap gap de différents chocs, trimestre après trimestre (modèle FRB de la Fed)



Source : Fed, Recherche Amundi



L'ensemble de ces incertitudes (domestiques et externes) tend à alimenter la détérioration de la balance des risques macroéconomiques pesant sur les États-Unis. En effet, s'il est délicat à ce stade de faire la part des facteurs domestiques (versus celle des facteurs externes) dans cette détérioration, le fait est qu'ils sont fortement corrélés, en raison de la puissance des pressions déflationnistes venues de Chine et d'Europe, particulièrement maintenant qu'elles tendent à se combiner. De ce fait, que le coup d'arrêt naissant à la normalisation américaine soit d'origine domestique ou extérieure, son impact sera le même s'il devait se confirmer : un retour des États-Unis en situation de pré-déflation, à l'image de l'épisode de 2009, lequel appellera une réaction de politique économique.

Le risque serait alors que la réaction de politique économique soit insuffisamment pro-active sous prétexte de poursuivre la normalisation engagée. Ainsi, même si son caractère a priori transitoire est répété à l'envi, la baisse du prix de l'énergie semble commencer de se propager aux autres composantes de l'indice de prix, selon les toutes dernières minutes du FOMC lui-même. En effet, si le diagnostic de pressions déflationnistes importantes en Chine devait être confirmé, ces dernières pourraient expliquer (possiblement en large part) la baisse forte et rapide du prix du pétrole et des matières premières en général depuis la mi-2014. Auquel cas, l'efficacité de la réaction de politique économique chinoise (de même qu'européenne) déterminera celle de la politique américaine : Janet Yellen a certainement de bonnes raisons de garder ses options ouvertes.

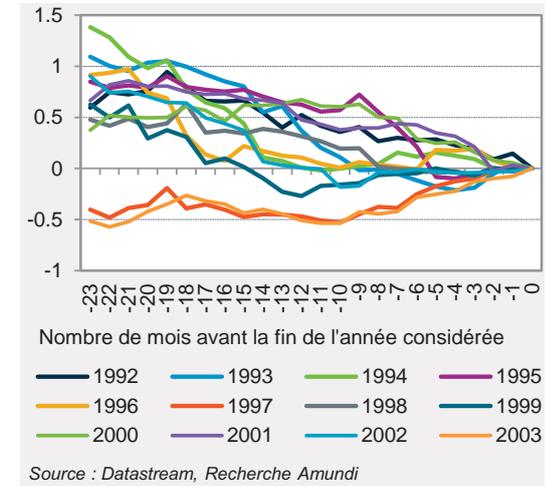
Le resserrement monétaire de la Fed a déjà commencé mais la suite sera vraisemblablement dictée par l'évolution de l'inflation

Le resserrement monétaire de la Fed a déjà commencé, avec l'appréciation du dollar. La reprise économique ayant été plus vigoureuse aux États-Unis que dans les autres pays développés, les anticipations de politique monétaire de la Fed et des autres banques centrales développées ont commencé à fortement diverger il y a plusieurs trimestres. C'est notamment cette divergence qui a conduit à une appréciation substantielle du dollar depuis l'été 2014. Le taux de change réel effectif des États-Unis a gagné près de 9 % depuis mai 2014 (en utilisant le panier de devises suivi par la Fed). Cela est en soi une forme de resserrement des conditions monétaires (les indices de conditions monétaires sont généralement facteurs de la déviation à la moyenne des taux courts réels et du taux de change réel effectif). En effet, l'appréciation du dollar nuit aux exportations américaines et rend plus attractifs les produits étrangers au détriment de la production domestique.

À quel durcissement de fed funds équivaut l'appréciation du dollar ? Répondre à cette question est difficile. Selon les estimations du modèle FRB de la Fed ("The FRB/US model: a tool for macroeconomic policy analysis"), l'impact d'une hausse de 10 % du taux de change réel effectif toutes choses égales par ailleurs sur la croissance américaine à un horizon de deux ans est à peu près le même qu'un durcissement de fed funds de 175 pb toutes choses égales par ailleurs. Évidemment, les choses sont loin d'être aussi simples car le « toutes choses égales par ailleurs » n'existe pas dans la vraie vie. En effet, ces derniers mois se sont caractérisés par une baisse du prix du pétrole et une baisse des taux longs qui jouent, elles, plutôt positivement sur la croissance.

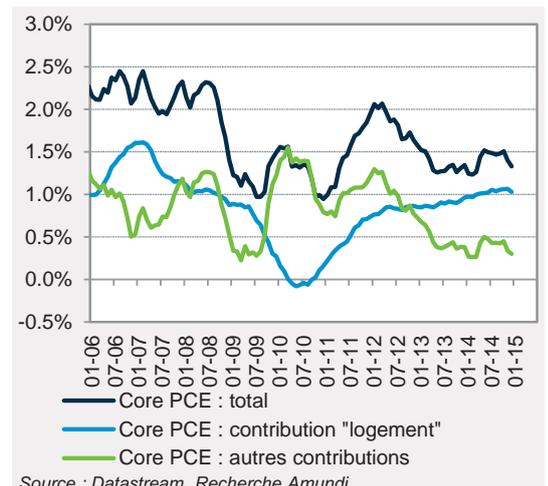
La Fed refait le coup de la « dépendance aux données ». À dessein ? Pour la Fed, les décisions de politique monétaire sont beaucoup moins évidentes que sur les dernières années : la situation s'est améliorée sur le front de l'emploi (3 millions d'emplois créés en 2014 / l'emploi non-agricole dépasse largement son pic pré-Grande Récession) mais les perspectives d'inflation restent très incertaines. Le degré de confiance des membres du FOMC sur le retour de l'inflation à son niveau cible de 2 % est faible : comment comprendre, sinon, que les minutes du FOMC de janvier 2015 évoquent la surestimation des prévisions d'inflation au Japon sur les années 1990 et au début des années 2000 ? Au sein du FOMC, la question de la fiabilité des mesures d'anticipations d'inflation (enquêtes, mesures de marché) se pose vraiment désormais.

3 Japon : erreur de prévision d'inflation du consensus



“ Le degré de confiance des membres du FOMC sur le retour de l'inflation à son niveau-cible de 2 % est faible ”

4 Indice de prix « core PCE » : la contribution « logement » domine largement les autres



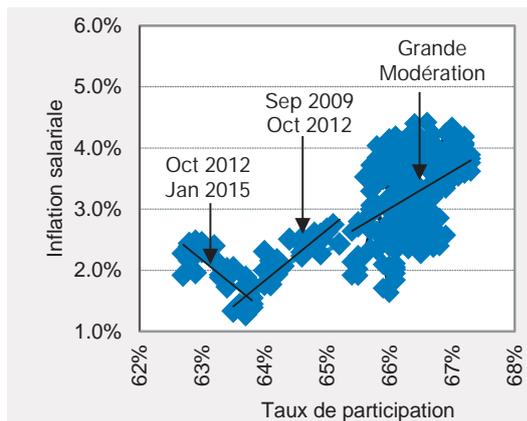
Tirailé entre ses membres les plus « colombes » et les plus « faucons », le FOMC a donc choisi la voie de la « dépendance aux données » pour trouver une communication acceptable par tous. Ce point est capital pour 2015. D'abord, la baisse du prix pétrole contribuera négativement à l'inflation pour environ 100 points de base pour une bonne partie de l'année 2015 (dans l'hypothèse où les prix du pétrole se stabilisent). Ensuite, il faut également avoir les idées claires sur l'indice des prix le plus suivi par la Fed, le « core PCE », c'est-à-dire l'indice des prix des dépenses de consommation excluant les composantes volatiles (alimentation et énergie). Le « core PCE », à +1,3 % en décembre, est essentiellement tiré à la hausse par la composante « logement » : le « core PCE » hors logement tournerait autour de +0,5 %, ne montrant aucun signe d'accélération et pourrait même être tiré à la baisse par des effets de second tour liés à la baisse des prix du pétrole. De plus, le ralentissement du marché immobilier, souligné par Janet Yellen lors de son audition devant le Congrès, finira par peser sur la contribution « logement » au fil de l'année 2015. En ce qui concerne l'inflation, la « dépendance aux données » devrait faire pencher la balance du côté des « colombes ».

La Fed ne se lancera pas dans un cycle de resserrement ressemblant aux précédents. Lors de son passage devant le Congrès, Janet Yellen a précisé que les remontées de *fed funds* se feraient sur la base d'une nouvelle discussion « comité par comité » : autrement dit, la Fed n'est pas suffisamment confiante pour se lancer dans un cycle de resserrement monétaire très régulier comme cela a été le cas en 2004-2006 par exemple. Il y a donc fort à parier pour les membres du FOMC revoient leurs projections de *fed funds* (les « dots ») à la baisse lors du comité du 18 mars.

Conclusion

Le degré élevé d'incertitude pesant sur la poursuite de la normalisation de la boucle prix-salaires aux États-Unis doit inviter la Fed à la plus grande ouverture d'esprit. En effet, qu'elle trouve ou non sa source à l'extérieur (Chine et/ou Europe), la détérioration de la balance des risques pesant sur l'économie américaine risque d'appeler la Fed à reporter sa première hausse de taux a minima. Selon l'efficacité de la gestion par la Chine (ainsi que l'Europe) des pressions déflationnistes qui s'y font jour, le FOMC devrait se tenir prêt à modifier l'orientation de sa politique monétaire, sachant que, même si elle est à ce stade pratiquement inenvisageable, une stratégie de financement monétaire d'une relance budgétaire resterait l'option la plus sûre de ce point de vue. C'est probablement la raison pour laquelle Jack Lew, le secrétaire américain au Trésor, ne cesse d'appeler les partenaires des États-Unis à une relance budgétaire qui lui est politiquement impossible.

5 La relation entre participation et inflation



Source : BLS, Recherche Amundi



3 Zone euro : et si la baisse des prix du pétrole était reflationniste ?

DIDIER BOROWSKI, Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Un choc d'offre qui soutiendra temporairement l'activité dans les pays avancés

Le prix du pétrole est naturellement très sensible à l'équilibre offre/demande. Des facteurs d'offre et de demande se conjuguent pour expliquer la chute du prix du baril depuis l'automne dernier.

Du côté de la demande, il faut bien distinguer l'évolution de la demande en produits énergétiques de celle du commerce mondial (elle-même étroitement liée à celle du PIB mondial). Au cours des dernières années, on observe simultanément un net tassement de la demande mondiale de pétrole et une augmentation de l'offre (en raison notamment de l'exploitation des gaz de schiste en Amérique du Nord). La baisse de la demande de pétrole ne s'explique pas, ou peu, par un affaiblissement du côté de la demande globale de biens. La situation est à cet égard très différente de 2008-2009. La chute du prix du baril, de même ampleur, trouvait alors son origine dans l'effondrement du commerce mondial. On n'observe rien de tel aujourd'hui : ce dernier continue de croître à un rythme annuel de l'ordre de 3,5 %. La production industrielle mondiale s'est certes tassée sur la période récente (avec un ralentissement très visible en Chine) mais elle n'est pas, loin s'en faut, en chute libre (cf. graphique 1). Enfin, les indices d'enquêtes auprès des directeurs d'achat (PMI), agrégés à l'échelle mondiale, continuent d'indiquer la poursuite de l'expansion de l'activité mondiale, très probablement au-dessus du seuil symbolique de 3 % en 2015.

Le ralentissement de la demande de produits énergétiques s'explique en fait par la maturation progressive des processus de production dans les pays émergents qui deviennent progressivement plus efficaces. Le même phénomène avait été observé dans les pays développés après les chocs pétroliers des années 1970. Le « choc de demande » qui en résulte joue à la baisse sur le prix du baril mais est d'une nature très différente d'un choc généralisé sur la demande de biens entraînant dans son sillage les prix de l'énergie (2008-2009). D'une certaine façon, on peut soutenir que, sur le plan des effets induits sur l'économie mondiale, ce choc de demande s'apparente davantage à un choc d'offre favorable.

Un choc qui redistribue les cartes

Il y a naturellement des gagnants et des perdants. La baisse des prix du pétrole exerce de puissants effets redistributifs (entre secteurs, entre pays). Les exportateurs nets de matières premières, pour la plupart des économies émergentes, subissent un choc négatif (moins de recettes d'exportation, moins de rentrées fiscales). En revanche, pour la plupart des pays avancés – qui sont importateurs nets de matières premières – la chute des prix de l'énergie vient soutenir l'activité. Même aux États-Unis, on estime que l'effet favorable (ménages, entreprises du secteur non énergétique) continue de l'emporter en dépit de l'importance croissante prise par l'exploitation des gaz de schiste au cours des cinq dernières années.

Ce n'est pas, pour autant, un jeu à somme nulle. L'importance dans le PIB mondial des pays importateurs nets de pétrole dépasse celle des pays exportateurs ; la baisse des prix du baril induite par un excès d'offre (ou par une baisse de la demande liée à la maturation des processus de production) exerce donc un effet stimulant sur l'activité mondiale. Les canaux de transmission sont bien identifiés. Du côté des ménages, la baisse du prix du pétrole vient doper leur pouvoir d'achat. De leur côté, les entreprises voient leurs marges bénéficiaires s'améliorer. Dans un « cycle normal », la consommation des ménages et l'investissement des entreprises devraient donc en bénéficier. Cependant, les gains sont au mieux transitoires. Une fois le prix du baril stabilisé, les effets de stimulation tendent ensuite à

L'essentiel

Le contre-choc pétrolier résulte avant tout d'un choc d'offre contrairement à celui qui s'était produit fin 2008. Il génère de puissants effets redistributifs (entre pays, secteurs) et il y a naturellement des gagnants (les pays importateurs nets de pétrole en particulier) et des perdants (les exportateurs). Mais ce n'est pas pour autant un jeu à somme nulle. Dans la mesure où le poids des premiers dans le PIB mondial dépasse de loin celui des seconds, l'impact sera globalement positif sur la croissance mondiale. Toutefois, la question de son ampleur se pose en zone euro en raison des pressions déflationnistes existantes.

Conjugué à l'assouplissement des conditions monétaires et financières (hausse de la bourse, baisse de l'euro et des taux d'intérêt), la séquence favorable de hausse de la consommation et de l'investissement a toutes les chances de se produire en zone euro, comme dans les autres grandes économies avancées. Par son effet positif sur la demande globale, le contre-choc pétrolier est en définitive reflationniste, en dépit de la déflation apparente (taux d'inflation négatif) qu'il engendre à court terme.

Ceci dit, il ne faut pas sous-estimer les pressions déflationnistes qui sont à l'œuvre et qui n'ont, en définitive, rien à voir avec l'évolution des prix de l'énergie. Le caractère reflationniste de la baisse du prix du pétrole ne sera pas suffisant pour endiguer les pressions déflationnistes liées au manque de dynamisme de la croissance et de l'investissement en particulier.

“ Le contre choc pétrolier stimulera la croissance mondiale ”

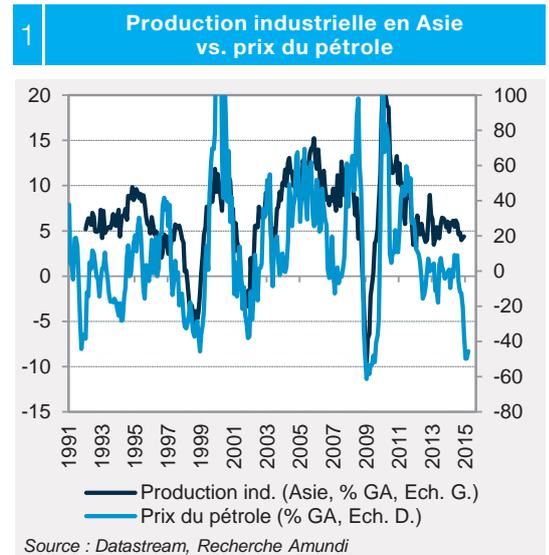
s'estomper au fil du temps (dans un délai d'un à deux ans). À court terme (la première année), la séquence favorable a d'autant plus de chances de voir le jour que la consommation et l'investissement auront été bridés au préalable. Tout dépend donc au final des conditions macrofinancières globales et du positionnement dans le cycle des économies. De ce point de vue, les États-Unis et la zone euro sont dans des situations très différentes :

- Aux États-Unis, on observe en général une corrélation élevée entre le prix du pétrole et le moral des ménages, notamment lorsque les fluctuations des prix de l'essence sont marquées¹. De plus, la progression continue de la demande domestique privée et de l'emploi depuis 2009 donne au cycle américain un parfum de normalisation. La situation sur le marché du travail continue de s'améliorer. Et l'on anticipe que les excès de capacité vont disparaître d'ici 2018. Le durcissement des conditions monétaires lié à la hausse du dollar depuis la mi-2014 n'est pas suffisant pour inverser cette tendance. L'impact du contre-choc pétrolier est, sans ambiguïté, positif.
- En revanche, dans la zone euro, le résultat est plus incertain. L'environnement est déflationniste, les excès de capacité sont importants et le canal du crédit bancaire est encore grippé. La baisse des prix de l'énergie peut inciter les ménages à augmenter leur taux d'épargne (en raison par exemple de l'incertitude liée au chômage élevé ou au début d'anticipations de baisses de prix à venir). Et du côté des entreprises, le gonflement des marges n'a jamais été une condition suffisante pour la réalisation de projets d'investissement. En l'absence de débouchés (internes ou externes) suffisants, les marges supplémentaires dégagées viendraient seulement gonfler la trésorerie sans impact sur la demande globale. Ceci dit, l'effet positif de l'assouplissement généralisé des

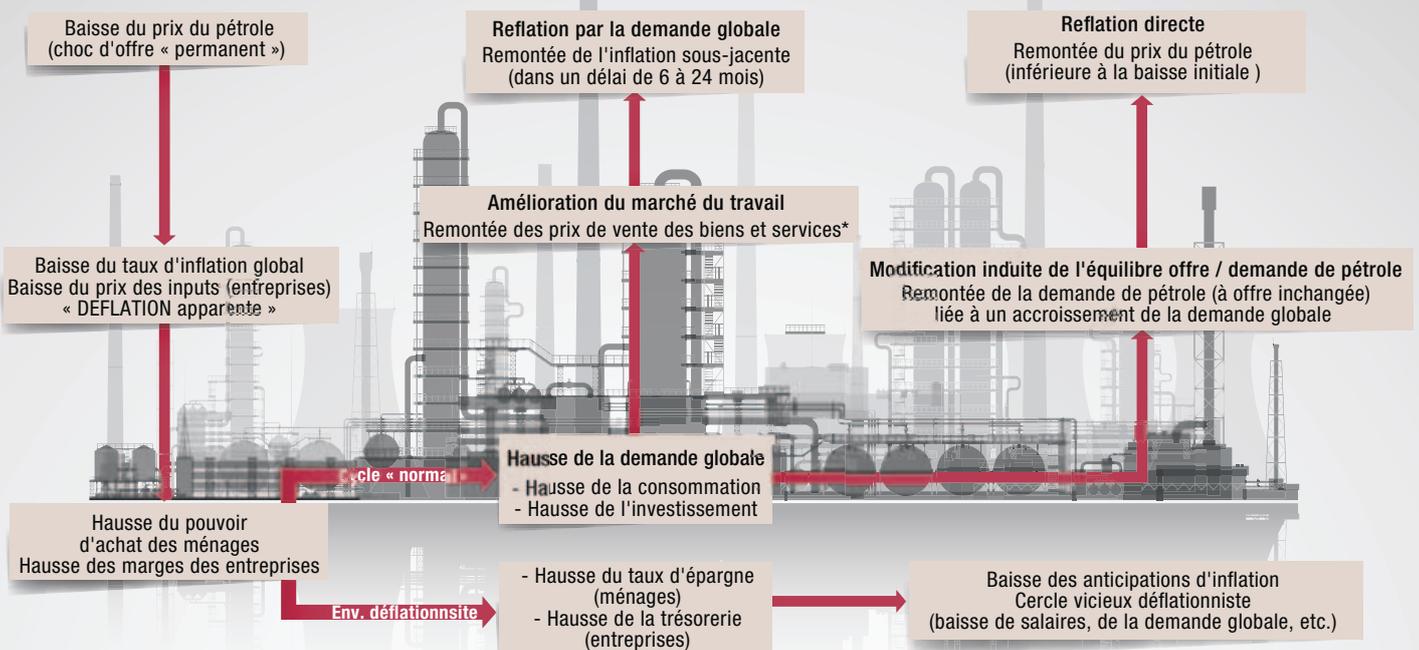
¹ Le faible niveau de taxation de l'essence à la pompe (en comparaison de l'Europe) amplifie leur variation quand le prix du brut évolue. Par ailleurs, l'importance de ce poste dans les dépenses des ménages américains renforce l'impact des fluctuations du prix de l'essence sur leur demande de biens et services.



Il y a des gagnants et des perdants. Mais ce n'est pas un jeu à somme nulle



Baisse du prix du pétrole : l'impact dans les grands pays avancés est-il déflationniste ou reflationniste ?



* Les effets à attendre sur le marché du travail et sur les salaires dépendent de la position dans le cycle de l'économie. Ils peuvent surgir assez rapidement aux États-Unis, mais mettront beaucoup plus de temps à se manifester quand l'environnement est déflationniste (zone euro).



conditions monétaires et financières (baisse de l'euro, baisse des taux d'intérêt et hausse des marchés d'actions) devrait permettre d'endiguer les pressions déflationnistes et renforce donc la probabilité d'une séquence favorable, comme aux États-Unis et dans la plupart des grands pays avancés importateurs nets de matières premières.

Des perspectives économiques peu révisées à la hausse à ce stade

Sans nier le caractère expansionniste d'un contre-choc pétrolier, les économistes (le consensus) sont restés prudents quant à l'ampleur du stimulus ; les perspectives de croissance mondiale ont à peine été révisées au cours des derniers mois. Il y a à cela plusieurs raisons :

- Les modèles macro-économétriques tendent à exagérer l'impact à attendre d'un choc pétrolier². Calibrés sur le passé, ces modèles surestiment la sensibilité de l'activité aux prix de l'énergie. La consommation d'énergie par unité de production n'a cessé de décliner au cours des 40 dernières années dans les pays avancés (elle a été divisée par plus de deux sur cette période) et le même processus est en cours dans les pays émergents.
- On sait mal appréhender les effets potentiellement déstabilisateurs de la chute des prix de l'énergie dans certaines grandes économies émergentes exportatrices de matières premières (la baisse des recettes fiscales et des recettes d'exportation remettent en cause les stratégies de croissance locale). Dans le bloc émergent pris dans son ensemble, les perspectives de croissance pour 2015 ont été nettement revues en baisse au cours des derniers mois.
- Les prévisions de croissance pour l'économie chinoise ont également été revues à la baisse mais pour des raisons qui n'ont rien à voir avec l'évolution des prix de baril. Au contraire, la baisse du prix du pétrole exercera un rôle stabilisateur sur la conjoncture.

Au final, ce n'est pas l'impact globalement expansionniste qui est remis en cause, mais son ampleur, en particulier dans les économies de la zone euro en raison de l'environnement déflationniste.

Déflation : les indices de prix et les anticipations d'inflation peuvent induire en erreur

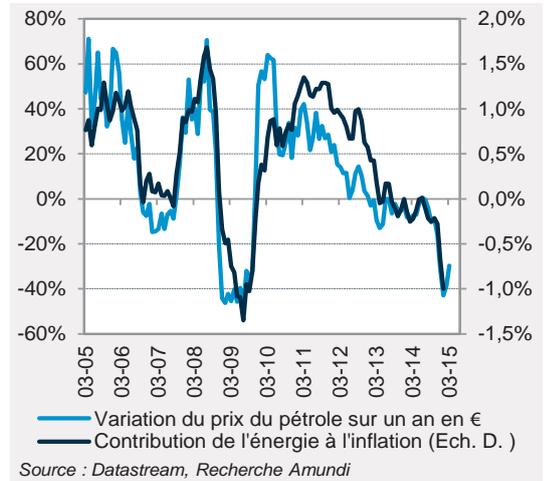
L'un des arguments les plus entendus sur la baisse du prix du pétrole est qu'elle allait venir renforcer les pressions déflationnistes dans la zone euro. Il est clair que lorsque le prix de l'énergie chute massivement comme ce fut le cas en 2008-2009 ou depuis l'automne 2014, l'inflation totale tombe peu après, mécaniquement, en territoire négatif.

Mais il ne faut pas se méprendre sur la nature de cette « déflation ». Toutes les baisses de prix ne se valent pas : certaines peuvent être favorables à la demande globale (c'est notamment le cas de celle des matières premières comme nous venons de le voir), tandis que d'autres – les baisses de salaires quand elles sont généralisées ou la baisse des prix des biens quand on anticipe qu'elles vont se poursuivre – peuvent enclencher une spirale déflationniste, avec à la clé une chute de la demande globale... et du prix des actifs (actions, immobilier).

Par ailleurs, les mesures d'anticipation d'inflation sont rarement de bonnes mesures de l'inflation future. L'expérience montre que les anticipations sont souvent « naïves » (i.e. excessivement corrélées avec l'inflation observée). Sur la période récente, le repli des anticipations d'inflation (dans les enquêtes auprès des ménages ou les anticipations de marché) s'explique essentiellement par la chute des prix du pétrole. Or même en cas de choc permanent sur le prix du baril, les anticipations d'inflation n'ont pas de raison de baisser.

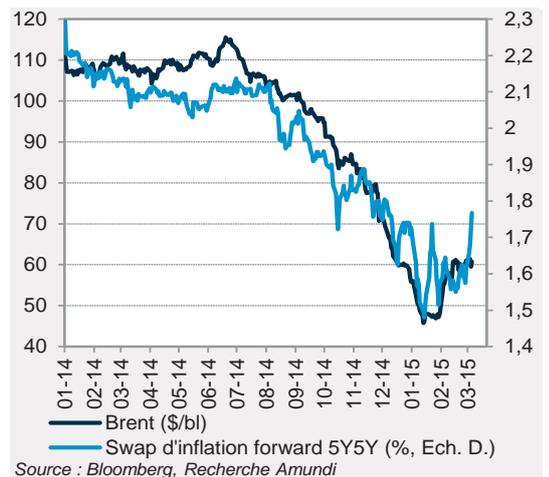
² On estime que chaque fois que le prix du baril baisse de 10\$ de façon permanente, la croissance des pays de l'OCDE augmente de 0,2 point de pourcentage (pp) l'année qui suit. Dit autrement, toutes choses égales par ailleurs, il aurait fallu revoir les perspectives de croissance à la hausse de 1 pp depuis l'automne dernier.

2 Inflation et prix du pétrole



“ Il ne faut pas confondre inflation temporairement négative et déflation ”

3 Pétrole et anticipations d'inflation en zone euro: même combat



“ Les vraies pressions déflationnistes sont sans rapport avec les fluctuations des prix de l'énergie ”

En un mot, il ne faut pas confondre inflation temporairement négative et déflation.

> Une mesure de la diffusion des pressions déflationnistes en zone euro

Julien Moussavi, *Stratégie et Recherche Économique Paris*

Chaque mois, Eurostat calcule l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour tous les pays appartenant à la zone euro ainsi que pour la zone euro dans son ensemble. Pour ce faire, Eurostat s'appuie sur la Classification des fonctions de consommation des ménages (COICOP). Cette nomenclature permet de classer les dépenses que les ménages consacrent à l'alimentation, à la santé, à l'éducation, etc. Forte de 12 composantes ventilées en 94 sous-composantes, la COICOP permet d'analyser les prix à la consommation avec une certaine granularité.

Nous nous sommes ici intéressés à l'IPCH sous-jacent qui exclut 17 sous-composantes relatives à l'alimentation et à l'énergie. Nous avons ensuite calculé le glissement annuel des indices de chacune des 77 sous-composantes restantes. Enfin, nous avons additionné les poids des sous-composantes de l'IPCH sous-jacent dont le glissement annuel était inférieur à 1 % et nous assimilons cette mesure à un indice de diffusion des pressions déflationnistes. Par exemple, à fin 2014, nous observons que cet indice s'élève à plus de 60 % en Italie alors qu'il est proche de 80 % en Espagne (cf. graphique 5).

Quelques faits saillants ressortent du graphique 5 :

- I. Durant le premier cycle économique, il apparaît assez nettement que l'apogée du « pic de pressions déflationnistes » survient environ un an après la grande récession de 2008-2009. En effet, en moyenne sur trois mois glissants, l'Allemagne observe son pic de pressions déflationnistes en août 2010 à 62 %, la France à 48 % en décembre 2010, l'Espagne à 52 % en juin 2010 et l'Italie à 36 % en avril 2010.
- II. Sur la période récente, les pressions déflationnistes se sont bien accrues et diffusées à l'ensemble de la zone euro après la crise des dettes souveraines (en janvier 2015, l'inflation sous-jacente est à son plus bas historique à +0,6 % en glissement annuel et l'inflation totale en est très proche à -0,6 %). Cependant, ces pressions déflationnistes perdurent et les pays ne sont pas tous logés à la même enseigne : l'Allemagne reste loin de son pic de pressions déflationnistes de 2010 à 43 %, la France est proche de son pic à 46 %, l'Espagne et l'Italie sont bien au-dessus de leur pic respectif à 78 % et 62 % respectivement.

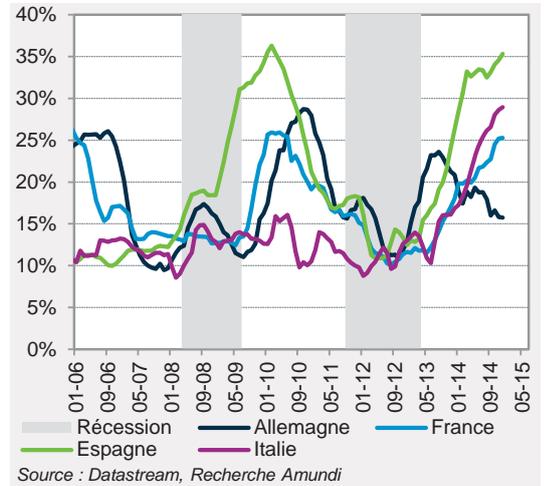
... mais il ne faut pas pour autant sous-estimer les pressions déflationnistes

Les vraies pressions déflationnistes sont en fait sans rapport direct avec les fluctuations des prix de l'énergie. Ni l'indice des prix à la consommation, ni les enquêtes ne nous renseignent correctement sur leur intensité. L'évolution de l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) en donne une mesure plus correcte. Elle s'est stabilisée au cours de derniers mois sur un niveau toutefois excessivement faible au sein de la zone euro (0,7 %).

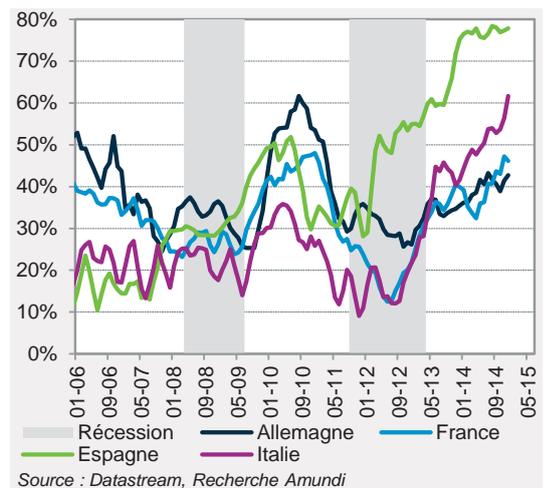
Pour mieux comparer les dynamiques de diffusion des pressions déflationnistes au sein de la zone euro et leur origine, nous proposons de suivre l'évolution du poids dans l'indice des prix sous-jacents (IPC-SJ), des composantes dont la hausse est inférieure à 1 % sur un an (cf. encadré).

Sans surprise, ce sont les pays du Sud de la zone euro où la diffusion a été la plus rapide (Espagne et Italie). En Espagne, il est frappant d'observer que reprise économique permet tout juste d'endiguer la diffusion des pressions déflationnistes. En Italie, la poursuite de la récession en 2014 a, sans surprise, conduit à une accélération de leur diffusion. En France, la stagnation économique des trois dernières années s'accompagne d'une lente montée des pressions déflationnistes. L'Allemagne est la seule économie qui est épargnée au sein des quatre principales économies de la zone euro.

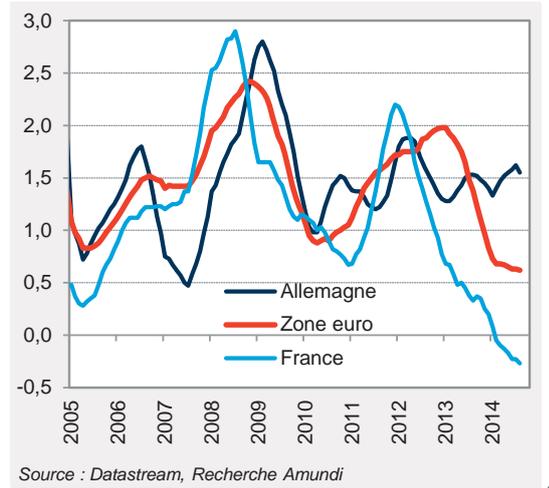
4 Part de l'IPCH sous-jacent < 0 % GA (moyenne mobile 6 mois)



5 Part de l'IPCH sous-jacent < 1 % GA (moyenne mobile 3 mois)



6 Biens industriels non durables hors énergie (à taxes ctes, % GA, moy. mob. 6 m)



Ce diagnostic est corroboré par l'examen attentif de certains postes de l'IPC-SJ. Ainsi, l'évolution des prix dans le secteur des biens industriels non durables confirme (1) que les pressions déflationnistes se sont intensifiées en zone euro au cours des 12 derniers mois et (2) que la France est beaucoup plus mal positionnée que l'Allemagne (cf. graphique 6).

> Les prix des biens industriels non durables : la bonne mesure des pressions déflationnistes ?

Afin de mesurer la réalité des pressions déflationnistes, il est utile d'examiner dans le détail l'évolution des prix des biens industriels.

Les biens industriels (hors énergie) représentent en zone euro le deuxième poste le plus important dans l'IPC (proche de 27 % de l'indice). Dans la plupart des pays, les prix des biens durables tendent à se replier (sous l'effet de la mondialisation et du progrès technique). Mais d'une part, ce n'est pas nouveau et, d'autre part, ce n'est pas en soi un signe de déflation. En revanche, les prix des biens industriels non durables – qui représentent une part beaucoup plus faible (8 % de l'indice en moyenne dans la zone euro) – ne connaissent pas de tendance jusqu'à une période récente.

Eurostat fournit des statistiques sur les prix des biens industriels (durables et non durables) hors énergie et à taxes constantes. On observe que leur inflation a très fortement ralenti au second semestre 2014. Le découplage entre la France et l'Allemagne est particulièrement marqué. Le taux d'inflation est en territoire négatif en France tandis qu'il reste proche de sa moyenne en Allemagne (cf. graphique 6), ce qui reflète bien le décalage de cycle entre l'Allemagne et la France, notamment en matière d'investissement qui est 10 % en deçà de son niveau de début 2008 en France, tandis qu'il est légèrement au-dessus en Allemagne (cf. graphique 8). Il est par ailleurs frappant d'observer que, dans la zone euro, le taux d'inflation sur les biens industriels non durables est tombé en 2014 à son plus bas niveau depuis 2005 (on ne dispose pas de données avant), en dépit de la reprise observée. Dit autrement, cette dernière est encore beaucoup trop molle pour endiguer les pressions déflationnistes, d'autant plus que l'investissement reste le grand absent. En définitive, cela confirme que la zone euro devra croître à un rythme nettement supérieur à son potentiel (évalué à 1 %) pendant plusieurs années pour endiguer les pressions déflationnistes.

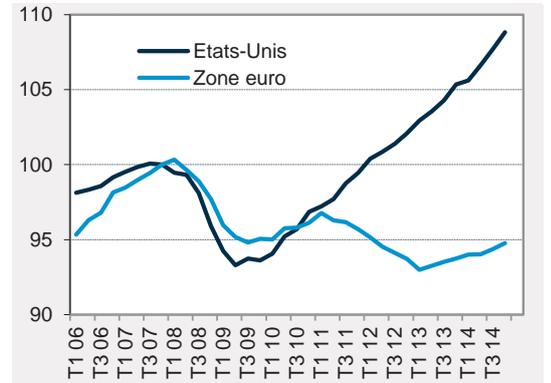
En définitive la BCE ne nous dit pas autre chose avec son nouveau jeu de prévisions (mars 2015). En dépit de prévisions de reprise marquée et durable (croissance du PIB attendue à 1,5 % en 2015, 1,9 % en 2016 puis 2,1 % en 2017), la remontée de l'inflation sera lente (prévue à 1,8 % en 2017).

Ralentissement de l'inflation : un problème de demande globale

Ces pressions déflationnistes n'ont pas de rapport direct avec les fluctuations des prix de l'énergie. Elles sont avant tout liées au cycle économique et ont en définitive les mêmes racines que le chômage élevé. On les a vues se développer au sein de la zone euro après le choc de la grande récession. L'inflation étant un indicateur retardé de l'activité, le « pic de pressions déflationnistes » survient plusieurs mois après la fin de la récession (cf. encadré). L'exemple espagnol montre qu'il faudra probablement plusieurs années de croissance solide dans l'ensemble de la zone euro pour endiguer durablement les pressions déflationnistes.

Malgré la reprise observée en 2014, le niveau de demande interne privée est toujours en deçà de son creux de 2009 (cf. graphique 7) ; dit autrement, les excès de capacités persistent. Il n'est pas surprenant de voir que le niveau des pressions déflationnistes s'est intensifié dans la zone euro au cours des deux dernières années. De nombreux pays sont tombés dans une trappe à chômage élevé et à inflation faible. Il est frappant d'observer que même l'économie allemande, pourtant proche du plein-emploi, connaît une inflation excessivement faible.

7 Demande privée (*) : les États-Unis vs la zone euro (100 = T4 2007)



(*) Demande interne privée = investissement privé + consommation des ménages

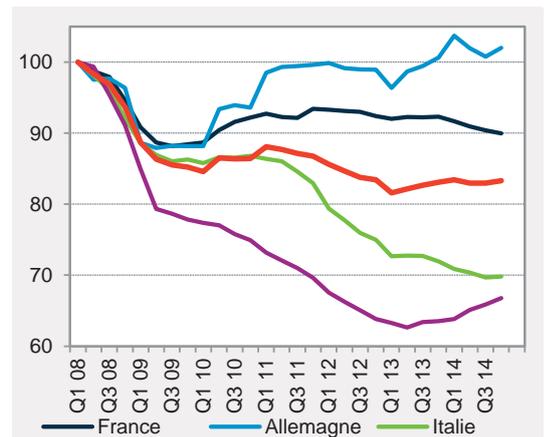
Source : Datastream, Recherche Amundi



Il faudra plus de deux années de croissance solide pour endiguer les pressions déflationnistes



8 FBCF (investissement, base 100 au T1 2008)



Source : Datastream, Recherche Amundi

Le QE a la vertu d'assouplir l'ensemble des conditions monétaires et financières

La baisse de l'euro, celle des taux d'intérêt (notamment sur les crédits bancaires accordés aux PME) et la remontée des bourses constituent un assouplissement des conditions monétaires et financières dont l'impact sur l'économie se concrétise avec un délai d'au moins six mois. Le desserrement des politiques budgétaires joue également en faveur de la croissance. On observe déjà un point d'inflexion dans la conjoncture de la zone euro avec un retour de la confiance et des premiers indicateurs qui montrent que la croissance a accéléré en ce début d'année. Dans un environnement de conditions monétaires et financières très accommodantes, la baisse du prix du pétrole a plus de chances de stimuler la demande que d'encourager des comportements d'épargne ou de thésaurisation. Au final, loin d'être déflationniste, la baisse du prix du baril pourrait in fine s'avérer « reflationniste » en raison de ses effets stimulants sur la demande globale³.

La situation la plus dangereuse pour une économie n'est pas celle où les prix de certains biens et services diminuent mais celle où les baisses se généralisent entraînant dans leur sillage, les revenus, la demande globale et les prix d'actifs. C'est la probabilité d'un tel scénario qui diminue pour 2015 et 2016.

Ceci dit, gardons à l'esprit qu'il faudra plus de deux années de croissance solide pour enrayer définitivement les pressions déflationnistes qui sont à l'œuvre. Or, les effets de l'assouplissement des conditions monétaires et financières et de la baisse du prix du baril seront par essence temporaires. Il est donc encore beaucoup trop tôt pour dire qu'un cercle vertueux et durable de « croissance reflationniste » est enclenché en zone euro.

³ Accessoirement, la remontée de la croissance mondiale soutiendra la demande d'énergie, et à offre inchangée, les cours du pétrole (le prix du baril pouvant repartir un peu à la hausse, entraînant dans son sillage les anticipations d'inflation).

4 Chine : la tentation de dévaluer le yuan pour contenir la déflation continue de s'accroître

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Le modèle de croissance traditionnel et la relance par le crédit de 2009 ont engendré des vulnérabilités (dont des pressions déflationnistes) qui compliquent d'autant la transition vers un nouveau régime

Au fur et à mesure de son rattrapage économique, la Chine va logiquement enregistrer une décélération de sa croissance au cours du temps, dans la mesure où les gains de productivité marginaux y deviennent décroissants. A priori, le ralentissement de l'économie chinoise est donc en partie structurel et ne devrait pas, à ce titre, être en soi un problème. Cependant, le modèle de croissance chinois, fondé principalement sur le crédit et l'investissement, a engendré au cours de la décennie passée de fortes vulnérabilités, dont les effets se cumulent aujourd'hui. Ce phénomène est particulièrement bien illustré par le fait que les gains marginaux de productivité sont de plus en plus faibles alors même que les distorsions générées au sein de l'économie chinoise ne cessent de voir leurs effets s'accumuler : surcapacités de production dans certains secteurs (en particulier dans le secteur immobilier avec le développement d'une bulle dans le secteur immobilier résidentiel et d'entreprise), endettement excessif de certaines entreprises et de nombreux gouvernements locaux, développement rapide et marqué de la finance parallèle également appelée *shadow banking*, accroissement de la vulnérabilité des banques en raison de l'accumulation de prêts non performants, etc.

Les autorités chinoises ont pleinement pris conscience des insuffisances du modèle de croissance actuel et de ses effets néfastes. L'agenda du 3^e plan de réformes est à ce propos relativement ambitieux avec des directives relatives aux vingt prochaines années. À cet horizon, l'objectif est de faire de l'économie chinoise une économie de marché où (i) marchés et État sont séparés, (ii) les ressources et l'environnement sont gérés de manière optimale et (iii) les mouvements de marchandises et de capitaux avec le reste du monde sont libres. À moyen terme, la priorité est donnée aux réformes visant à augmenter l'emploi et réduire les inégalités sociales - le but étant de donner confiance aux ménages pour les inciter à consommer davantage - ainsi qu'aux réformes permettant d'améliorer la gouvernance et les institutions en vue d'une meilleure allocation des ressources : la libéralisation du secteur financier joue un rôle clé à cet égard.

Pour assurer une transition vers un nouveau régime de croissance soutenable à moyen-long terme, d'importantes réformes sont donc nécessaires. Toutefois, ces réformes, bien qu'indispensables, sont appelées à peser sur la croissance de court terme et rendre plus délicate la gestion des vulnérabilités inhérentes au modèle actuel. La transition de l'ancien au nouveau régime de croissance comporte donc un risque élevé de récession transitoire (cf. schéma ci-dessous).

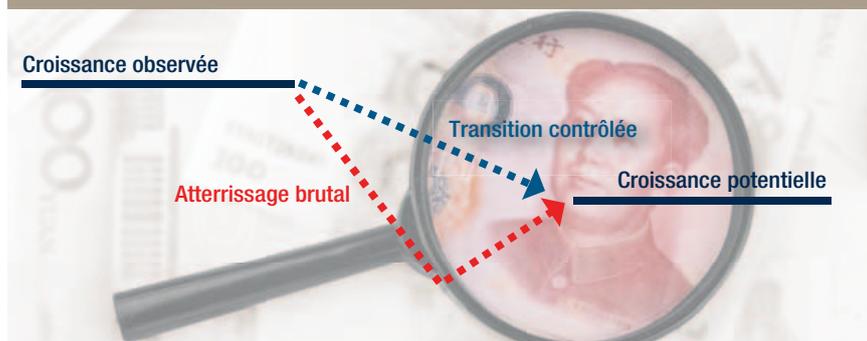
L'essentiel

La Chine est aujourd'hui dans une phase de mutation structurelle profonde : son modèle de croissance, fondé sur l'investissement et le crédit, est à bout de souffle et a engendré des vulnérabilités telles que poursuivre dans cette voie ne ferait qu'accroître le risque d'un atterrissage brutal, ou *hard landing*. Les autorités chinoises sont donc confrontées à la nécessité de passer à un modèle de croissance plus soutenable à moyen-long terme, fondé plus largement sur la demande interne (et en particulier la consommation des ménages).

Toutefois, les réformes nécessaires à ce changement devraient peser sur la croissance de court terme, de sorte que, si l'atonie de la demande mondiale et les pressions dé(sin)flationnistes venaient à se confirmer, la gestion de la transition pourrait s'avérer de plus en plus délicate pour les autorités chinoises. Afin de soutenir la croissance à court terme, ces dernières ont déjà pris un certain nombre de mesures d'assouplissement monétaire (à l'exclusion du change lui-même) qui doivent être considérées comme le début d'une longue série.

De ce point de vue les autorités chinoises n'hésiteront pas à utiliser le taux de change de leur monnaie comme variable d'ajustement (de même qu'à arrêter les mesures de libéralisation, notamment financière). Une telle dévaluation prendrait probablement la forme d'une (ou plusieurs) dévaluation(s) indirecte(s) d'ampleur limitée (via une baisse de taux directeur accompagnée d'un élargissement de la bande de fluctuation, par exemple). Une dévaluation directe (*a priori* de plus grande ampleur) serait accidentelle plus que voulue, si les autorités chinoises jugeaient risquer perdre le contrôle du processus de transition (et ce, quitte à le retarder).

Quelle transition : atterrissage en douceur ou en douleur ?



“ La transition de l'ancien au nouveau régime de croissance comporte un risque élevé de récession transitoire ”

Ainsi, si les autorités chinoises n'arrivent pas à rééquilibrer leur modèle de croissance et que les distorsions existantes déjà importantes se renforcent, la probabilité d'une crise financière et bancaire de grande ampleur sera de plus en plus importante. Au regard du poids de l'économie chinoise dans le monde, un tel dénouement mettrait en péril la stabilité financière mondiale et un atterrissage brutal, disons une baisse de 2 points de pourcentage en un an du taux de croissance de l'économie chinoise, entamerait d'après les estimations du FMI la croissance mondiale de 0,5 %.

L'ajustement vers un modèle de croissance soutenue par la demande intérieure n'étant pas encore achevé, l'économie chinoise reste dépendante de ses exportations et de la valeur de sa monnaie

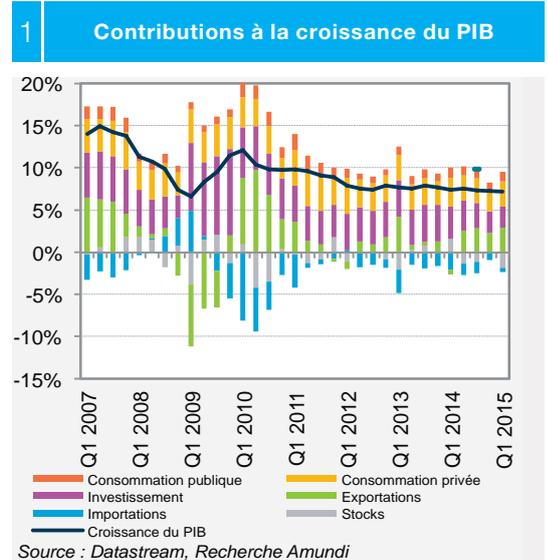
Alors que le poids de l'investissement dans le PIB demeure à un niveau relativement élevé (47 %), la contribution de l'investissement à la croissance du PIB a considérablement diminué – en 2014, elle n'était plus que de 44 % contre 56 % en 2013. La consommation privée, dont le poids dans le PIB (38 %) ainsi que sa contribution à la croissance (40 %) sont quasiment stables, n'a pas permis de compenser la décélération de l'investissement (cf. graphique 1). Les exportations, qui représentaient en 2014 encore 27 % du PIB et qui expliquaient près de 25 % de la croissance, continuent donc de jouer un rôle central et constituent à ce stade le seul amortisseur disponible en cas de fort ralentissement de l'investissement dans cette phase de transition.

Dans ce contexte, une demande mondiale plus faible que prévu en 2015 pourrait peser sur la Chine en limitant les marges de manœuvre des autorités chinoises et ralentir le calendrier des réformes si un tel scénario devait se confirmer. Les révisions à la baisse des prévisions de croissance mondiale pour l'année 2015 risquent donc de déstabiliser encore un peu plus la Chine. En effet, les dernières prévisions du FMI publiées en janvier prévoient une croissance mondiale pour l'année 2015 supérieure à celle de 2014 (3,5 % au lieu de 3,3 %) mais inférieure aux prévisions d'octobre qui tablaient sur une croissance mondiale à 3,8 %. Cette révision s'explique par une stabilisation de la croissance des économies émergentes en 2015 à 4,3 % contre 4,4 % en 2014 alors qu'en octobre le FMI prévoyait une accélération de leur croissance à 5 %.

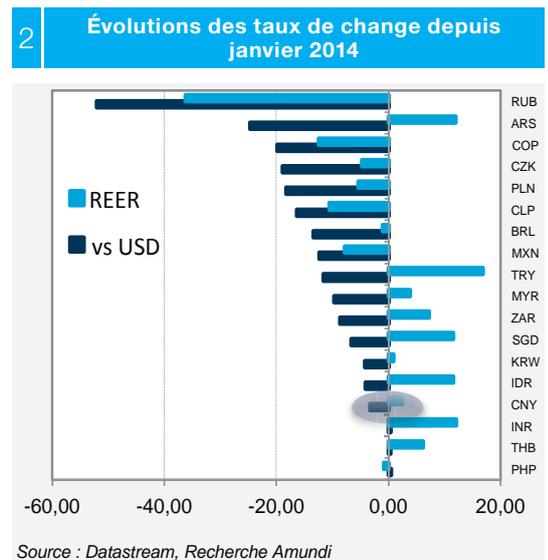
La baisse de la croissance des exportations chinoises (en valeur) depuis la mi-2014 s'explique certes par les pressions dé(sin)flationnistes mondiales mais reflète également un ralentissement de la demande mondiale et, sans doute véritablement possible, de celle adressée à la Chine en raison, notamment, d'une légère détérioration de sa compétitivité (cf. graphique 2). En effet, alors que le dollar s'est fortement apprécié, de nombreux pays, notamment d'Asie, ont décidé de laisser leur monnaie se déprécier pour éviter de perdre des parts de marchés à l'exportation. La Chine confrontée à de fortes sorties de capitaux au second semestre 2014 est intervenue sur le marché des changes pour limiter la baisse induite du yuan mais, de fait, a perdu en termes de compétitivité par rapport à ses concurrents, ce qui tendrait à indiquer une surévaluation du yuan. En effet, si par rapport au début de l'année 2014, le yuan s'est déprécié par rapport au dollar de 2,5 %, il s'est apprécié sur l'année de près de 5 % en termes effectifs réels. Les autorités chinoises pourraient donc pour soutenir leur croissance être tentées de laisser leur monnaie se déprécier.

Le décalage d'orientation de politique monétaire entre la Chine et les États-Unis contribue déjà à affaiblir le yuan

Les pressions dé(sin)flationnistes et le ralentissement de la croissance ont déjà conduit la PBoC à abaisser ses taux directeurs de 40 bp en novembre, réduisant ainsi les écarts de taux avec les autres pays, notamment les USA, et les opportunités de *carry-trade* sur la devise chinoise. Cette diminution des entrées de capitaux volatils (*hot money*) a donc exercé des pressions baissières sur le yuan et pourrait bien se poursuivre dans la mesure où de nouvelles interventions de la PBoC pour assouplir sa politique monétaire sont à prévoir à un horizon court, d'autant qu'elles ont été pratiquement pré-annoncées (ne serait-ce qu'à travers des déclarations à la presse). En effet, depuis novembre de nombreuses mesures ont déjà été implémentées



“ Si par rapport au début de l'année 2014, le yuan s'est déprécié par rapport au dollar de 2,5 %, il s'est apprécié sur l'année de près de 5 % en termes effectifs réels ”



“ À court terme des pressions baissières pèsent sur le yuan ”

pour soutenir l'activité - *selective easing* (injections de liquidité ciblées sur certains établissements), et plus récemment diminution des ratios de réserves obligatoires (RRR) des banques (mesure déjà utilisée à plusieurs reprises dans le passé récent).

Dans ce cadre, une normalisation de la politique monétaire américaine, si elle devait se matérialiser, se traduirait par une hausse des taux américains qui aurait des effets identiques à ceux d'une poursuite de l'assouplissement monétaire chinois, à savoir des entrées de capitaux en Chine plus faibles et des sorties plus importantes.

À moyen terme, il n'est pas dans l'intérêt de la Chine de voir son taux de change se déprécier

Les autorités chinoises sont aujourd'hui par rapport à leur politique de change dans une contradiction : elles sont confrontées à un arbitrage entre soutien de l'économie à court terme (lequel implique une dépréciation de la monnaie) et poursuite du processus de rattrapage et de libéralisation des marchés à plus long terme (qui devrait s'accompagner d'une appréciation tendancielle de la monnaie). En effet, à moyen-long terme, le yuan a vocation à s'apprécier à la fois (i) pour des raisons de rattrapage économique (effet Balassa-Samuelson – cf. encadré dédié) mais aussi (ii) pour des raisons stratégiques parmi lesquelles l'objectif affiché des autorités chinoises de faire du yuan une monnaie d'échange au niveau régional et, à terme, une monnaie de réserve au plan international.

Les autorités chinoises ont pour objectif à terme de transformer leur économie en une économie de marché, ce qui signifie implicitement une totale libéralisation des marchés de capitaux et de fait une flexibilité totale de leur monnaie. Cette évolution leur permettrait d'une part d'amplifier le processus d'intégration régionale qu'elles cherchent à développer et d'autre part de diversifier les réserves de change qu'elles détiennent et qui les rendent fortement dépendantes du reste du monde et plus précisément des États-Unis.

> L'effet Balassa-Samuelson, source d'appréciation permanente du cours de change

L'effet Balassa-Samuelson décrit la manière dont les gains de productivité soutenus dans le secteur des exportations (c'est-à-dire des biens échangeables) alimentent la hausse des prix dans le secteur domestique moins productif (c'est-à-dire les services non échangeables) par le biais de l'égalisation de la croissance des salaires sur le marché de l'emploi. En conséquence, une économie en phase de rattrapage verra le cours de change de sa monnaie enregistrer une appréciation tendancielle en raison de l'écart positif d'inflation entre le pays et le reste du monde.

Tout part du secteur des biens échangeables : un choc de productivité positif (engendré par l'innovation technologique, qu'elle soit importée ou d'origine domestique) a tendance à alimenter une hausse soutenue des prix (en raison de l'effet qualité) et des salaires (puisque la main-d'œuvre devient plus productive). Comme le marché de l'emploi des secteurs échangeables et non échangeables est intégré (c'est-à-dire que la main-d'œuvre peut circuler librement d'un secteur à l'autre, sous réserve d'autres caractéristiques), la hausse des salaires dans le secteur échangeable s'étend au secteur non échangeable (le secteur domestique), dans lequel il alimente aussi la hausse des prix (en plus de celle des salaires).

Dans ce cadre analytique, quelques facteurs jouent un rôle majeur dans l'accroissement de l'effet Balassa-Samuelson sur le niveau global (c'est-à-dire de tous les secteurs) des prix et des salaires :

- I. un secteur domestique/non échangeable (c'est-à-dire des services) plus vaste, un phénomène amplifié par l'absence de concurrence adéquate dans ce secteur ;
- II. un retard de développement initial plus grand de l'économie par rapport au reste du monde, qui se traduit par des gains de productivité supérieurs dans le secteur échangeable¹.

Comme l'économie domestique est intégrée à l'économie mondiale, l'écart de hausse des prix et des salaires entre elle et le reste du monde ne peut qu'alimenter une appréciation tendancielle du cours de change de sa monnaie. Cette appréciation tendancielle provient de l'accumulation de gains de productivité dans le secteur



Les autorités chinoises sont confrontées à un arbitrage entre soutien de l'économie à court terme (lequel implique une dépréciation de la monnaie) et poursuite du processus de rattrapage et de libéralisation des marchés à plus long terme (qui devrait s'accompagner d'une appréciation tendancielle de la monnaie)



échangeable et de la propagation de la hausse liée des salaires dans ce dernier au secteur domestique (non échangeable). En conséquence, cette appréciation est un phénomène d'équilibre: tant que la hausse des salaires et des prix ne découle que de gains de productivité, la compétitivité à l'exportation n'est pas affectée par l'accélération de l'inflation, elle-même compensée par une qualité accrue².

¹ À cet égard, il est important de noter qu'en cas de retard de développement, la matérialisation du potentiel de convergence (et donc de gains de productivité élevés) dépend de l'adoption d'une combinaison adéquate de gouvernance économique et d'institutions.

² En revanche, une concurrence limitée dans le secteur des services (et sur le marché de l'emploi) ne peut que générer des pressions inflationnistes intenable pour l'effet Balassa-Samuelson: l'appréciation induite du cours de change n'est donc pas tenable.

In fine, à court terme les autorités chinoises pourraient devoir laisser le yuan se déprécier modérément tout en tâchant de s'en défendre officiellement.

Comme montré plus haut, à court terme, les incitations pour laisser filer le yuan sont nombreuses au premier rang desquelles le soutien de la croissance. Toutefois, même si les objectifs de moyen-long terme sont modulables en termes de calendrier, il y a fort à parier que les autorités chinoises (même si elles choisissaient de soutenir la croissance et donc de ralentir la mise en œuvre des réformes) n'iront pas non plus jusqu'à laisser se déprécier le yuan de manière inconsidérée, car cela remettrait en cause toutes les avancées réalisées jusqu'ici. Par ailleurs, une forte dévaluation aurait des effets déstabilisant pour les résidents et non-résidents.

Jusqu'à récemment, on pouvait penser qu'à un horizon de six mois, une dépréciation du yuan était fortement envisageable mais qu'elle n'excéderait pas 5 % vis-à-vis du dollar américain. En outre, pour des raisons de politique internationale, il n'était pas exclu que les autorités chinoises recourent à un artifice afin de ne pas être accusées de manipuler leur change et de favoriser une guerre des changes entre les pays, ceci d'autant que pour le FMI – et donc les pays membres du G20 - l'excédent courant et la croissance chinoise sont encore relativement élevés, le yuan étant, de ce fait, considéré comme toujours sous-évalué par le FMI (cf. encadré sur la valeur d'équilibre du yuan).

En effet, pour déprécier le yuan, les autorités chinoises disposent de deux leviers: (i) baisse des taux directeurs et (ii) élargissement de la bande de fluctuation officielle du cours du yuan contre le dollar. Parmi les options présentées, la seconde semblait la plus probable, dans la mesure où la première paraissait limitée tant pour des raisons économiques que politique. En effet, des baisses de taux directeurs et de RRR sont certes prévisibles mais si les autorités chinoises procèdent à des coupes de forte ampleur, elles pourraient alimenter la bulle de crédit existante alors même qu'à moyen terme, pour s'assurer de la stabilité du système bancaire, il faut au contraire stabiliser cette bulle (à défaut de totalement la dégonfler). Les baisses de taux si elles ont lieu ne pourront donc être que de faible ampleur et graduelles. Par ailleurs, politiquement, une baisse des taux directeurs trop marquée avant les réunions de printemps du FMI (mi-avril) mettrait les autorités chinoises en porte-à-faux auprès des membres du G20.

En conséquence, la deuxième option paraît plus efficiente au sens où elle pourrait être mise en œuvre assez rapidement, avant les réunions du FMI. Les autorités chinoises profiteraient de ce que les marchés, pariant sur une dépréciation imposée par les circonstances, ont déjà conduit le yuan à la borne basse du corridor de fluctuations. En outre, cette stratégie n'alimente intrinsèquement pas la bulle de crédit existante, mais vise plutôt à la stabiliser tout au moins; enfin, elle est gagnante car, à moyen terme, l'internationalisation du yuan requiert une détermination du taux de change du yuan par le jeu du marché libre.

“ La probabilité que la Chine entre en déflation augmente ”

“ Accélération de l'assouplissement monétaire ”



> Quelle est la valeur d'équilibre du yuan ?

Avec le développement des techniques économétriques, tant dans les publications universitaires qu'institutionnelles, le taux de change d'équilibre est aujourd'hui principalement calculé en procédant à une régression du taux de change réel sur ses variables explicatives à court, moyen et long termes (écarts de taux d'intérêt, écarts de productivité, positions nettes relatives des actifs étrangers, démographie, etc.). Le déséquilibre est ensuite déterminé par l'écart entre le taux de change actuel et la valeur estimée, les variables explicatives étant fixées à leurs valeurs actuelles ou sur la base de valeurs « cibles » prédéfinies, qui correspondent à ce que la théorie cherche à démontrer (par exemple, stabilisation du stock net des actifs étrangers). Les estimations peuvent varier en fonction du choix des variables explicatives utilisées, de la période prise en compte et des techniques employées (séries temporelles ou régressions sur données de panel).

Ces estimations correspondent aux approches BEER ("Behavioural Equilibrium Exchange Rate") et Natrex ("Natural Real Exchange Rate"): la première se concentre principalement sur les variables explicatives à court et moyen termes, tandis que la seconde prend en compte tous les horizons mais repose sur un modèle et s'attache surtout à déterminer la valeur d'équilibre estimée à (très) long terme.

Outre le développement des techniques économétriques, ces méthodes connaissent également un grand succès car elles sont considérées comme moins normatives que l'ancienne approche baptisée "Fundamental Equilibrium Exchange Rates" (FEER). Cette dernière approche a été développée à la fin des années 1980 par J. Williamson à la suite des travaux précurseurs de Nurkse en 1945, qui définit le taux de change d'équilibre d'une économie comme étant le niveau permettant d'atteindre à la fois un équilibre interne (plein emploi) et externe (balance courante nulle). Même si les définitions d'équilibres interne et externe ont évolué depuis lors, elles restent dans cet ordre d'idée. S'appuyant sur un modèle macro-économétrique multi-pays des échanges commerciaux, cette méthode est très adaptée à la gestion des problèmes de déséquilibres mondiaux, puisqu'elle s'attaque à la question de la cohérence mondiale des niveaux d'équilibre.

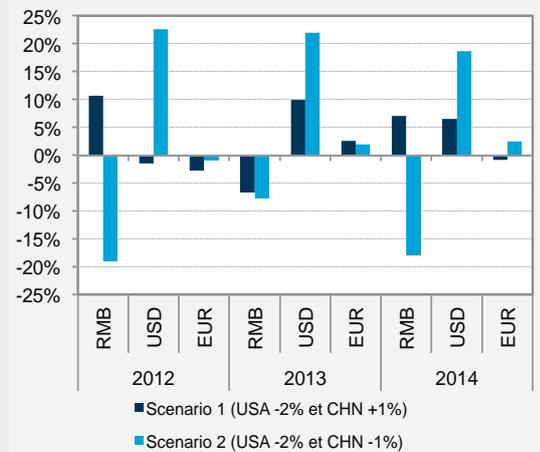
Nous ne remettons pas en cause l'aspect normatif de l'approche FEER, mais nous pensons qu'elle présente de nombreux avantages qui compensent largement ses défauts. De plus, même si les approches BEER et Natrex ont l'avantage de s'appuyer sur une relation économétrique solide, elles demeurent relativement conservatrices. En effet, elles partent du principe que les comportements observés par le passé sont amenés à perdurer et elles n'assurent aucunement la cohérence des estimations au niveau mondial. Nous sommes donc d'avis que ces diverses approches (FEER, BEER, Natrex) devraient être considérées comme complémentaires plutôt qu'être mises en concurrence puisque, dans tous les cas, les diverses approches présentent des lacunes.

Afin de gérer le problème spécifique au yuan, nous utiliserons dans ce texte une approche FEER, qui montre que le taux de change d'équilibre est très sensible à l'équilibre externe de la Chine. En effectuant une mise à jour du modèle de Carton et Hervé¹, on constate en effet qu'en 2014, le yuan semble largement sous-évalué (-20 %) en termes de taux de change effectif réel pour un objectif de balance courante de -1 % du PIB et légèrement surévalué (+5 %) avec un objectif de 1 % du PIB (cf. graphique 3). Sur le plan bilatéral, le yuan est sous-évalué par rapport au dollar américain dans les deux cas, mais avec un écart considérable, à plus de 30 % dans le premier cas, contre moins de 10 % pour le deuxième (cf. graphique 4).

L'hypothèse retenue pour l'objectif de balance courante (équilibre externe) est essentielle car elle correspond aux niveaux d'équilibre sous-jacents de l'investissement et de l'épargne. Nous avons calculé deux relations économétriques entre la balance courante et l'investissement d'une part, et entre la balance courante et la consommation privée d'autre part, toutes les variables étant exprimées en pourcentage du PIB (cf. graphique 5). Partant de ces estimations, les taux sous-jacents de l'investissement et de la consommation par rapport au PIB, correspondant à une balance courante de -1 % du PIB, s'élèvent respectivement à 24 % et 18 %, et pour un objectif de +1 % du PIB, ces taux sont de 32 % et 16 %. En revanche, les taux actuels de l'investissement et de la consommation tournent autour de 45 % et 13 %. Ainsi le choix du niveau de balance structurelle implique des évolutions différentes pour l'investissement et la consommation des ménages, à savoir un calendrier de réformes différent.

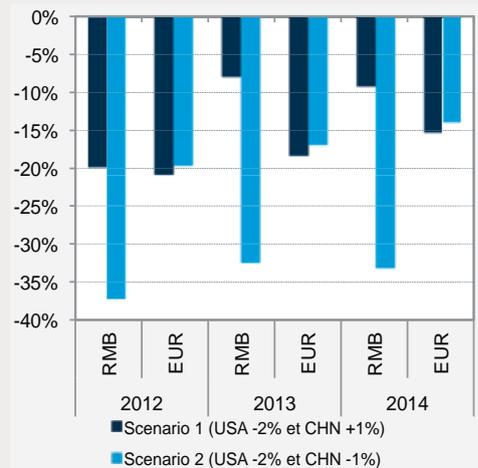
¹ B. Carton & K. Hervé "Estimation of consistent multi-country FEERs", *Economic Modelling*, Volume 29, Issue 4, July 2012, pages-1205-1214.

3 Mésalignements effectifs réels



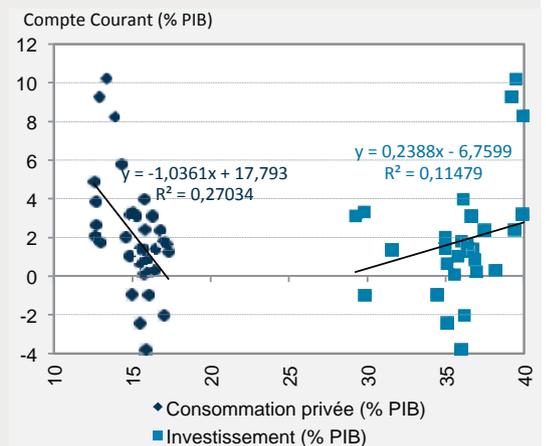
Source : Recherche Amundi

4 Mésalignements bilatéraux vis-à-vis USD



Source : Recherche Amundi

5 Déterminants du solde courant



Source : Recherche Amundi

Toutefois, en laissant paraître dans *Finance News* fin février - un magazine connu pour véhiculer non-officiellement les messages de la PBoC dans le monde - un article du Secrétaire Général de la China Urban Finance Society, Chan Xiangyang, où il déclare que « *le risque d'entrer en déflation pour la Chine était plus élevé qu'il n'y paraissait* », les autorités chinoises reconnaissent ainsi formellement que la probabilité que la Chine entre en déflation augmente. Cette intervention a donc ouvert une nouvelle porte de sortie aux autorités chinoises qui à peine une semaine plus tard utilisent l'argument imparable de la déflation pour justifier un assouplissement anticipé de la politique monétaire et donc une baisse de taux directeur de 25 pb. À un horizon très court, i.e. avant même le deuxième trimestre 2015, des nouvelles baisses de taux pourraient avoir lieu. Au regard des forces de marché actuelles, le yuan pourrait donc se déprécier face au dollar d'ici peu et si la borne basse du corridor de fluctuations est atteinte à plusieurs reprises, les autorités chinoises pourraient dans la foulée élargir ce corridor.

Conclusion

Dans le contexte actuel, ralentissement des moteurs domestiques et externes de croissance, la transition de la Chine vers un nouveau régime de croissance s'avère délicate. Pour éviter une baisse trop importante de la croissance à court terme, les autorités chinoises ont déjà pris un certain nombre de mesures allant du *quantitative easing* sélectif à un *quantitative easing* nettement plus généralisé.

Alors que de nouvelles baisses de taux étaient attendues pour le deuxième trimestre, les autorités chinoises ont accéléré le rythme des mesures d'assouplissement monétaire en faisant prévaloir le risque imminent d'une entrée de la Chine en déflation. Une nouvelle baisse de taux directeur de 25 pb a ainsi été mise en œuvre début mars bien plus tôt qu'anticipé par les marchés.

In fine, d'une manière ou d'une autre, la dépréciation du yuan devrait se matérialiser à brève échéance même si elle demeure limitée. Cette dépréciation devrait donc être relativement marginale même si on ne peut exclure qu'une mauvaise gestion des vulnérabilités domestiques auxquelles sont confrontées les autorités chinoises ainsi qu'un choc extérieur non anticipé conduise à une dévaluation brutale du yuan.



5 Face à une situation alarmante, la Russie est contrainte de mettre en place une politique économique crédible et cohérente

ANNE-CHARLOTTE PARET, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Si la situation actuelle perdure, les marges de manœuvre de la Russie pourraient s'amenuiser très rapidement

La situation économique de la Russie s'est détériorée très rapidement au cours des derniers mois et n'est pas appelée à se stabiliser immédiatement, et ce d'autant que le conflit russo-ukrainien ne semble pas prendre le chemin d'une résolution rapide. En effet, les événements récents mettent à mal le matelas de sécurité dont la Russie s'était dotée (compte courant structurellement excédentaire et finances publiques saines notamment), ce dernier apparaissant aujourd'hui beaucoup moins solide que la Russie ne le laissait entendre.

> La Russie, en proie à une crise économique sévère

La Russie fait face actuellement à d'importants obstacles. Le contexte est particulièrement tendu en raison d'un environnement économique très défavorable et de contraintes politiques extérieures.

En premier lieu, la situation économique est très morose, avec une croissance du PIB tout juste positive (+0,6 % en 2014) et des pressions inflationnistes importantes (les prix à la consommation atteignent +15 % en glissement annuel en février). L'économie russe est en effet considérablement affectée par la crise russo-ukrainienne en cours et les sanctions occidentales qui en résultent. Les restrictions sur les produits importés poussent l'inflation à la hausse¹ et l'évolution des flux de capitaux renforce la dépréciation du rouble et réduit le potentiel de financement externe.

Cumulés aux effets d'un pétrole au prix devenu très faible, alors qu'il constitue l'une des sources principales de revenus du pays (les carburants et produits miniers représentaient plus de 70 % des exportations russes en 2013), un tel environnement économique offre à la Russie des perspectives plutôt mauvaises. Le FMI anticipe une récession de 3,0 % pour 2015, et notre scénario, à 4,5 %, est encore plus pessimiste.

¹ 43 % des importations russes de marchandises provenaient de l'Union européenne et 5 % des États-Unis en 2013.

Un financement externe contraint

L'évolution récente du contexte politique et de l'environnement économique a des répercussions sur le financement externe. D'une part, le gouvernement russe peine à trouver sur les marchés suffisamment d'acquéreurs pour ses bons du Trésor et a dû procéder à l'annulation de ses émissions hebdomadaires de dette souveraine plusieurs semaines consécutives depuis septembre dernier (celles ayant finalement eu lieu ayant été couronnées d'un succès relativement faible). Or la Russie vient d'être dégradée par Standard and Poor's en catégorie spéculative (qui plus est assortie d'une perspective négative) et les taux russes ont atteint un niveau historiquement élevé. En effet, le *spread* EMBI russe a dépassé en janvier celui du Pakistan (que Standard and Poor's classe en catégorie très spéculative) et était à plus de 80 % du niveau argentin (classé en « défaut » pour ce qui est de la dette en devises). Ainsi, la difficulté de la Russie à lever des fonds pourrait s'accroître dans les semaines à venir.

D'autre part, la discipline fiscale et la maîtrise de la dette publique restent une priorité pour le gouvernement russe, également caractérisé par la volonté de limiter le recours au financement extérieur, quitte à mettre en place un budget fédéral plus contraint encore. Ainsi, alors que le stock de dette détenue par l'extérieur baisse, notamment du fait de la réduction des émissions, le gouvernement pourrait faire le choix d'amplifier cette tendance en rachetant sa propre dette sur le marché secondaire.

L'essentiel

La Russie bénéficie de fondamentaux relativement solides (compte courant structurellement excédentaire, finances publiques saines, réserves de change élevées). Néanmoins, les pressions inflationnistes importantes (liées à la dépréciation du rouble et à la chute des cours du pétrole) ainsi que les tensions politiques liées au conflit russo-ukrainien ont conduit à une dégradation très rapide des perspectives économiques et ont mis à mal la solidité des fondamentaux.

La Russie doit donc relever le défi de la mise en place d'une stratégie de politique économique cohérente et crédible, dans un contexte tendu. Alors que la politique budgétaire est fortement contrainte, le tournant que prendra la politique monétaire dans les mois à venir sera crucial. En particulier, une politique trop accommodante pourrait s'interpréter comme une intention de monétiser la dette en monnaie locale. Si le rouble continuait à se déprécier, la capacité de la Russie à assurer le service de sa dette externe pourrait alors être mise en doute par les marchés.

“ La difficulté de la Russie à lever des fonds pourrait s'accroître dans les semaines à venir ”

Un dilemme sur le plan budgétaire

La Russie bénéficie de finances publiques saines, avec un déficit peu élevé (moins de 1 % du PIB en 2014) et un ratio de dette publique tout à fait contenu (16 % du PIB en 2014). Par ailleurs, la charge de la dette ne représente qu'environ 2 % des recettes publiques, ce qui témoigne de la bonne santé des finances du gouvernement russe.

Et pourtant, le gouvernement se trouve aujourd'hui face à un dilemme sur le plan budgétaire :

- alors que le budget 2015-2017 était initialement fondé sur un prix optimiste du pétrole à 100 \$ le baril, sa chute vertigineuse a totalement remis en question l'équilibre du budget fédéral. La Russie se trouve donc contrainte à mener à bien des coupes dans les dépenses publiques, car, en plus de vouloir rester indépendante financièrement, ses ressources financières s'amenuisent : en effet, l'épargne domestique faiblit¹ (ce qui va de pair avec des pressions inflationnistes importantes) et, comme mentionné plus haut, la Russie connaît des difficultés pour se financer à l'étranger. Une baisse des dépenses de 5 % par an pendant 3 ans aurait ainsi été annoncée.
- mais d'autre part, la réalité économique lui donne toutes les raisons d'épargner certains postes de dépenses (au rang desquelles figurent les prestations sociales), et même de mettre en place des soutiens à l'économie afin de préserver une certaine adhésion au sein de la population, qui souffre déjà d'un environnement économique difficile. À cet effet, la Russie a annoncé en janvier la mise en place d'un plan « anti-crise » de 35 Mds \$, destiné à soutenir l'activité et le secteur bancaire.

Vers davantage de flexibilité sur le change

Au-delà de son impact budgétaire, la chute des cours du pétrole s'est accompagnée d'un effondrement du rouble (qui a perdu la moitié de sa valeur en un an). Même s'il a permis de faire baisser la valeur en dollars de la dette libellée en roubles détenue par l'étranger (qui représente toutefois moins d'un tiers de la dette russe détenue par l'étranger), cet effondrement accroît le déséquilibre entre la valeur des revenus (perçus en rouble) et la charge de la dette externe (versée en devises), que l'on appelle le *currency mismatch*. Les réserves de change dont le stock relativement confortable constitue un des coussins de sécurité de la Russie (réserves internationales de 415 Mds \$ fin 2014, couvrant l'équivalent de 18 mois d'importations sur l'année 2014), ont néanmoins été mises à contribution de manière très importante ces derniers mois, et ce d'autant que la banque centrale russe s'est efforcée de freiner la chute du rouble. Le stock de réserves de devises étrangères de la Russie a ainsi baissé de presque 30 % entre début 2014 et février 2015, ce qui est considérable. Du fait de ces interventions importantes sur le marché des changes (à hauteur de 27 Mds \$ sur le mois d'octobre 2014, à comparer à environ 75 Mds \$ en 2014 et 25 Mds \$ en 2013), la banque centrale de Russie, contrainte face à la chute du rouble, a fait un pas supplémentaire vers un régime de change plus flexible. Elle a ainsi annoncé en novembre une nouvelle étape dans sa politique d'interventions sur le marché des changes limitant le montant des interventions journalières et supprimant ainsi la contrainte que constituait la bande de fluctuations du rouble.

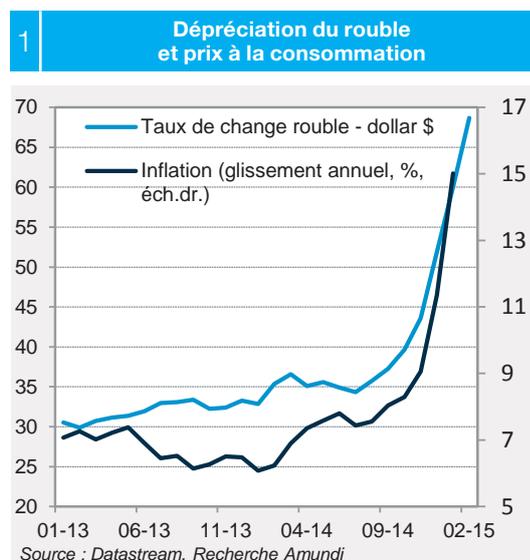
La Russie, contrainte à mettre en place un *policy mix* rigoureux

Faute de réformes structurelles immédiates, un *policy mix* coordonné semble nécessaire à court terme

Face à la détérioration rapide de son environnement économique, il s'agira donc d'adopter au fur et à mesure des politiques économiques adaptées susceptibles de convaincre les marchés. En termes structurels, il faudrait pour la Russie s'affranchir des difficultés que représentent la faible diversification de son économie et son isolement économique. Néanmoins, à plus court terme,



Le gouvernement se trouve aujourd'hui face à un dilemme sur le plan budgétaire



L'effondrement du rouble accroît le *currency mismatch*



¹ L'épargne domestique brute a en effet baissé d'environ 5 points de PIB de 2010 à 2013.



les objectifs visant à relancer l'économie seront déjà difficiles à atteindre, et ce d'autant que le secteur énergétique ne semble plus pouvoir constituer un débouché aussi évident qu'auparavant dans les mois à venir. En effet, même si le cours du pétrole remontait peu à peu, il est probable que la demande émanant de l'Union européenne, premier importateur de marchandises de la Russie, se réduise avec le temps, suite au conflit russo-ukrainien. Or l'environnement géopolitique reste très tendu : les sanctions des États-Unis et de l'Union européenne pourraient se durcir si le cessez-le-feu adopté à Minsk ne donnait pas lieu à un apaisement durable (ce qui n'est pas assuré, du moins dans l'immédiat).

La structure de l'économie russe ne semble pas amenée à changer dans un futur proche, à la fois du fait des difficultés que porte le contexte actuel mais surtout en lien avec la volonté de la Russie de persévérer dans sa politique. Il appartient donc dans un premier temps au gouvernement et à la banque centrale russes (qui a récemment rappelé à la barre l'un de ses vétérans comme nouveau responsable de la politique monétaire) de mettre en œuvre des politiques économiques capables de remettre sur pied l'économie, ne serait-ce qu'à court terme. Seul un *policy mix* de relance crédible et coordonné pourrait permettre à la Russie de prétendre à des effets sur l'activité, le change, les pressions inflationnistes (et surtout les anticipations d'inflation) et éventuellement engendrer un début de reprise.

> Retour sur la crise de 2008

Ce paysage maussade (pressions inflationnistes, récession à venir) ressemble au premier abord à celui connu par la Russie suite à la crise financière de 2008, la récession s'étant chiffrée à -7,8 % en 2009.

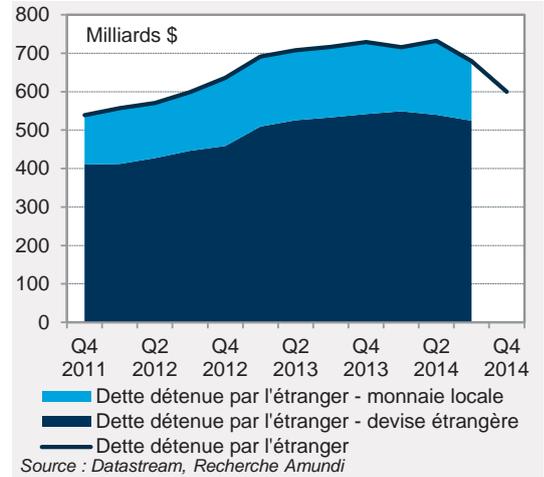
La Russie bénéficiait auparavant d'une croissance très soutenue et d'une position extérieure très favorable (croissance du PIB de 7 % par an et solde courant de 9 % du PIB en moyenne sur 2000-2007). Du fait de la crise, un changement de régime économique semble s'être opéré en Russie, dont la croissance s'est établie à moins de 2 % par an sur 2008-2014 (avec un solde courant de 4 % en moyenne). Néanmoins, la crise actuelle semble, plus qu'en 2008, rendre nécessaire une réponse réfléchie et adéquate du gouvernement. En effet, l'inflation à 14 % en 2008, un prix du pétrole tombé à moins de 40 \$ le baril fin 2008, et une dépréciation de 30 % du rouble entre mi-2008 et début 2009 avaient probablement déjà mis en évidence, à cette date, la faible diversification de l'économie russe. Mais cet épisode n'avait engendré, pour autant, ni changement majeur dans la politique monétaire, ni politique économique modifiant substantiellement la structure de l'économie russe, et en particulier sa dépendance accrue aux revenus de l'énergie. À titre de comparaison, la hausse de « seulement » 400 pb du taux de référence de la banque centrale avait été graduelle entre début 2008 et février 2009, passant de 6,5 % à 10,5 % et aboutissant à des taux réels négatifs.

Alors que la Russie semble se trouver dans une impasse budgétaire, le tournant que prendra la politique monétaire dans les mois à venir sera déterminant

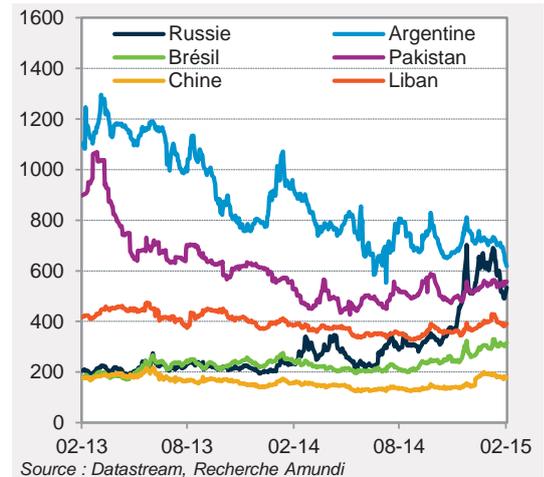
La banque centrale, qui avait en décembre dernier remonté drastiquement son taux directeur de 750 pb à 17 % afin d'endiguer l'évolution de l'inflation et la dépréciation du rouble, a atténué le tir fin janvier en le baissant à nouveau à 15 %, soit au même niveau que l'inflation de février. Elle soutient que cette action est le résultat de l'évolution de la balance des risques entre pressions inflationnistes et dégradation de la situation économique. Ainsi, alors que la politique monétaire russe s'orientait désormais vers des décisions davantage axées sur une cible d'inflation, la banque centrale a fait le choix, en misant sur un essoufflement à venir de l'accélération des prix, de privilégier le soutien à l'activité, de manière à rassurer une économie qui menaçait d'être asphyxiée par des conditions de financement aussi restrictives.

Il s'agira, dans les mois à venir, de trouver le juste milieu entre une politique monétaire suffisamment accommodante pour ne pas entraver la reprise, mais suffisamment calibrée pour ne pas laisser les prix s'envoler

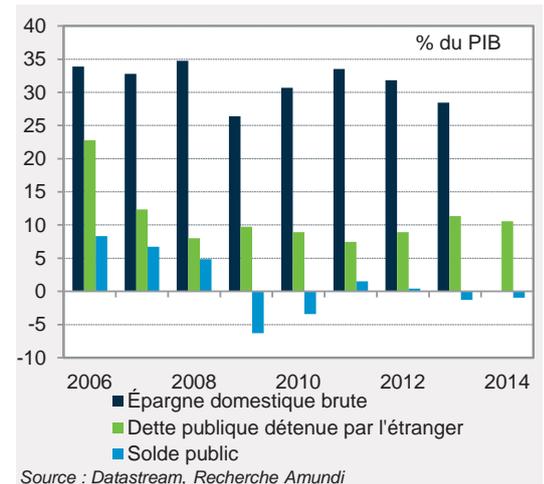
2 Composition de la dette russe détenue par l'étranger



3 Spread EMBI (Emerging markets bond index)



4 Besoin de financement



Si la politique monétaire n'était pas suffisamment restrictive et si la banque centrale laissait le rouble se déprécier en parallèle, cela pourrait s'interpréter comme une tentative de monétiser la dette libellée en rouble, accentuerait le *currency mismatch* (cf. plus haut) et *a fortiori* le risque de défaut sur le service de la dette libellée en dollars. Or cette situation est désormais rendue possible par le régime de change désormais plus flexible. En effet, en régime de change fixe, la monétisation de la dette est plus difficile à pratiquer, car elle rend nécessaire des interventions importantes sur le marché des changes pour maintenir la stabilité de la monnaie, contrainte dont la Russie s'est peu à peu efforcée de s'affranchir.

In fine, la Russie a pris conscience du caractère critique de la situation. Alors que la situation géopolitique reste très tendue et que le prix du pétrole, même s'il remonte en 2015, restera vraisemblablement très en dessous du *break-even* russe², il appartient désormais à la Russie de mettre en place un *policy mix* d'autant plus rigoureux et de s'y engager de manière crédible. À ce titre, il s'agira de garder un œil à la fois sur les taux réels (qui étaient proches de zéro en février) – ils porteront de l'information sur l'orientation à venir de la politique monétaire – mais aussi sur les évolutions budgétaires (mise en place des réductions de dépenses annoncées et du plan « anti-crise »). Si la politique monétaire était trop restrictive, elle risquerait d'entraver trop substantiellement le potentiel de reprise, malgré la maîtrise de l'inflation. Au contraire, une politique monétaire trop accommodante (et des taux réels négatifs) accentuerait les pressions inflationnistes et la dépréciation de la monnaie, accroissant encore davantage les difficultés à se financer.



Il appartient désormais à la Russie de mettre en place un *policy mix* d'autant plus rigoureux et de s'y engager de manière crédible



² Le prix du baril qui assurerait l'équilibre du budget russe s'établirait autour de 115 \$.



6 **Quelle contagion du ralentissement des émergents aux économies avancées ?
Un risque modéré via le commerce international, mais attention aux autres canaux !**

TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

En plus de faire face à leurs difficultés propres, les pays avancés auront à compter, en 2015, avec un ralentissement de la croissance de nombreux pays émergents. Suivant les pays, cette baisse de régime sera de nature structurelle et graduelle (dans le cas de la Chine, notamment, où le risque d'« atterrissage brutal » n'est toutefois pas négligeable) ou plus conjoncturelle et rapide (dans le cas des pays exportateurs de pétrole notamment, à commencer par la Russie).

Rappelons, tout d'abord, que les dernières « grandes » crises émergentes (crise asiatique de 1997, crise russe de 1998) n'avaient affecté la croissance des grands pays avancés que de façon très modérée, à l'exception notable de l'effet de la crise asiatique de 1997 sur l'économie japonaise. Cependant, le renforcement du poids des émergents dans l'économie mondiale au cours des dernières années (ils représentent à présent environ 35 % des exportations des pays avancés contre moins de 20 % en 1990) et le développement intense des chaînes de production intégrées et des liens financiers tissés entre émergents et avancés plaident pour un effet de contagion plus important aujourd'hui. Un fort ralentissement des émergents (et les pressions déflationnistes concomitantes) peut alors être perçu comme l'un des facteurs susceptibles de mettre un terme aux reprises économiques encore flageolantes dans certaines régions du monde développé, à commencer par la zone euro et le Japon.

Parmi les canaux possibles de diffusion d'un tel ralentissement figurent le commerce international, le change (et donc l'inflation et les taux réels), l'investissement direct comme de portefeuille (y compris l'exposition des banques et autres acteurs financiers) et la confiance. Néanmoins, l'importance relative de ces canaux dépend avant tout du rythme et du caractère anticipé ou non des difficultés des émergents :

- un recul graduel de leur croissance se diffuserait avant tout par le commerce international.
- un choc brutal (et, a fortiori, inattendu) serait plutôt transmis, dans un premier temps, par les canaux de la finance et de la confiance, le commerce international et les autres canaux n'intervenant que de façon différée.
- les taux de change et le couple inflation/taux réel joueraient dans les deux types de scénarios, mais pas au même rythme ni avec la même intensité.

Pour s'en tenir au canal du commerce international, les chiffres des exportations fournis par le FMI permettent de saisir quelques ordres de grandeur (voir tableau ci-dessous) concernant l'exposition de certains grands pays avancés aux économies émergentes. Rappelons cependant qu'ils ne constituent que des outils très rudimentaires pour évaluer la contagion d'un ralentissement émergent par cette voie car :

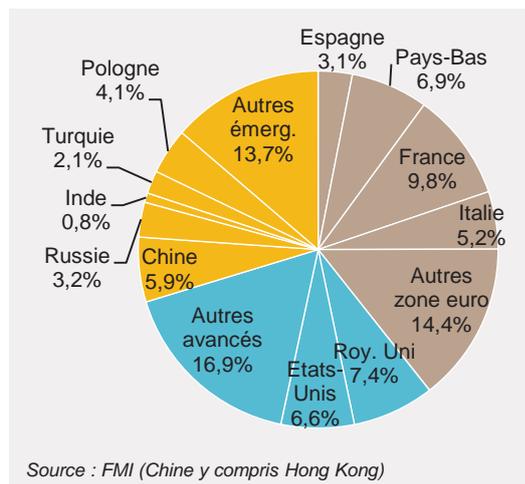
- Ils ne portent que sur le commerce des biens en excluant celui des services.
- Ils incluent le contenu importé des exportations et ne reflètent donc pas la part de la valeur ajoutée produite dans chaque pays qui est effectivement exportée.
- Ils ne prennent pas en compte le fait que certaines de ces exportations entrent dans le processus d'élaboration de produits finaux ensuite réexportés vers les pays avancés (phénomène qui contribue à diminuer

L'essentiel

Le probable ralentissement des économies émergentes affectera la croissance des pays avancés via de multiples canaux dont ceux du commerce international, du couple change/taux réels, de l'investissement (y compris l'exposition des institutions financières) et de la confiance.

Tant que ce ralentissement des émergents reste graduel et propagé essentiellement par le commerce international, il ne constitue pas un facteur suffisant pour remettre en cause les reprises économiques en cours dans le monde développé. Ceci vaut même pour la zone euro et le Japon, où la croissance est plus faible et l'exposition aux émergents plus forte qu'aux États-Unis. Il pourrait en aller de façon différente, cependant, en cas de choc émergent majeur se diffusant initialement surtout par les canaux de la finance et de la confiance. À cet égard, des scénarios tels qu'un « atterrissage brutal » en Chine ou une situation qui combinerait tensions financières et risque géopolitique touchant d'autres grandes économies émergentes pourraient avoir, de fait, des conséquences problématiques pour les économies avancées.

1 **Allemagne: exportations de biens (% par partenaires commerciaux identifiés, 2013)**



l'élasticité des importations des émergents par rapport à leur PIB, et donc à réduire l'effet du commerce international comme canal de diffusion du ralentissement).

- Inversement, ils ne permettent pas d'évaluer la façon dont la perturbation des chaînes de production internationalisées peut, dans certains cas, démultiplier l'effet d'un choc.

Part des exportations vers les émergents

	Allemagne	France	Espagne	Italie	Pays-Bas	Roy. Uni	États-Unis	Japon
Exportations vers les émergents (% des export. totales de chaque pays développé)	29,1 %	26,1 %	27,1 %	31,6 %	15,4 %	19,4 %	46,9 %	45,1 %
Exportations totales en % du PIB de chaque pays développé	38,9 %	20,7 %	22,9 %	24,1 %	78,6 %	17,6 %	9,5 %	14,5 %
Exportations vers les émergents en % du PIB de chaque pays développé	11,3 %	5,4 %	6,2 %	7,6 %	12,1 %	3,4 %	4,5 %	6,6 %

% des exportations totales de chaque pays avancé représenté par les exportations...

	Allemagne	France	Espagne	Italie	Pays-Bas	Roy. Uni	États-Unis	Japon
... Vers la Chine (y compris Hong Kong)	5,8 %	4,5 %	2,0 %	3,7 %	1,9 %	4,7 %	10,4 %	23,3 %
... Vers la Russie	3,1 %	1,6 %	1,2 %	2,7 %	1,5 %	0,9 %	0,7 %	1,5 %
... Vers l'Inde	0,8 %	0,7 %	0,5 %	0,8 %	0,3 %	1,4 %	1,4 %	1,2 %
... Vers le Brésil	1,0 %	1,1 %	1,4 %	1,3 %	0,5 %	0,6 %	2,8 %	0,8 %
... Vers la Turquie	2,1 %	1,4 %	2,1 %	2,6 %	1,0 %	1,2 %	0,8 %	0,3 %
... Vers la Pologne	4,1 %	1,6 %	1,7 %	2,4 %	2,1 %	1,1 %	0,2 %	0,3 %
... Vers l'Indonésie	0,3 %	0,3 %	0,1 %	0,3 %	0,1 %	0,2 %	0,6 %	2,4 %
... Vers le Mexique	0,9 %	0,6 %	1,4 %	0,8 %	0,4 %	0,3 %	14,3 %	1,4 %
... Vers les 8 pays ci-dessus	18,1 %	11,8 %	10,3 %	14,7 %	7,9 %	10,3 %	31,2 %	31,2 %

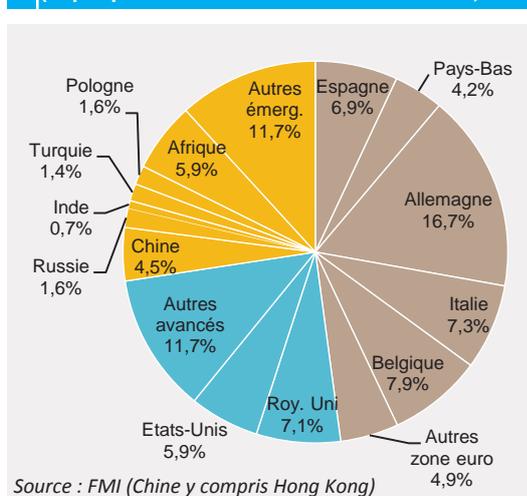
Source: FMI

Malgré ces importantes réserves, ces chiffres permettent tout de même d'observer les éléments suivants :

- la zone euro et le Japon sont plus exposés, via leurs exportations, aux pays émergents que le Royaume-Uni et les États-Unis.
- au sein de la zone euro, l'Allemagne et, dans une moindre mesure, l'Italie, sont plus exposées que l'Espagne et, a fortiori, la France.
- bien que la Chine (en incluant Hong Kong) soit, dans la majorité des cas, le principal marché émergent pour les exportations des pays considérés, certains grands pays avancés ont également des liens commerciaux étroits avec d'autres émergents spécifiques (par exemple, l'Allemagne avec la Pologne et, de façon encore plus marquée, les États-Unis avec le Mexique tandis que, comme le montre le graphique 8, le Japon a d'importants liens avec la Thaïlande).

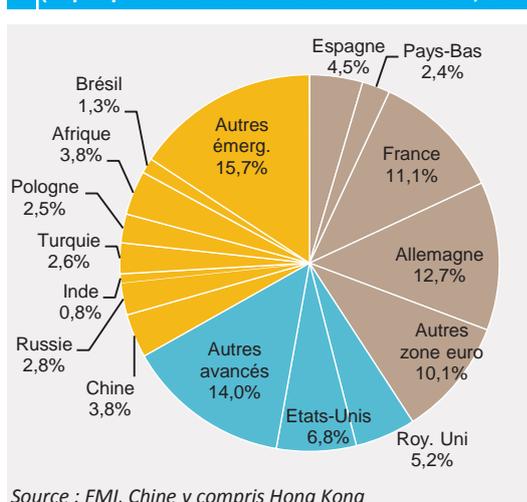
Un calcul rapide utilisant ces chiffres pour mesurer l'impact mécanique d'une moindre croissance du PIB des émergents sur celui des avancés (en supposant un effet immédiat, en retenant une élasticité de 1 des importations des émergents par rapport à leur PIB et en négligeant les effets de second tour) donne les résultats suivants :

2 France : exportations de biens (% par partenaires commerciaux identifiés, 2013)



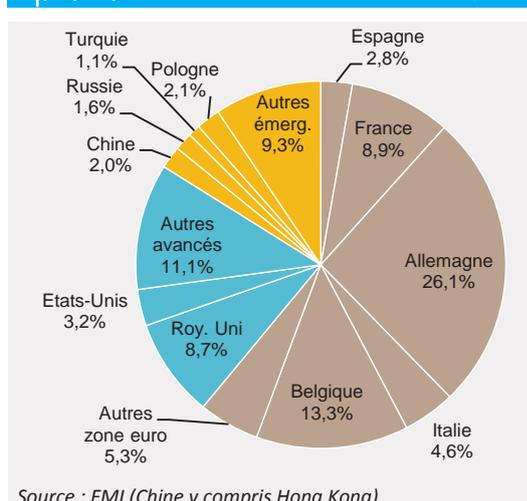
Source : FMI (Chine y compris Hong Kong)

3 Italie : exportations de biens (% par partenaires commerciaux identifiés, 2013)



Source : FMI, Chine y compris Hong Kong

4 Pays-Bas : exportations de biens (% par partenaires commerciaux identifiés, 2013)



Source : FMI (Chine y compris Hong Kong)

- Dans le cas d'une moindre croissance de -0,5 points de pourcentage (pp) et de -1pp, sur un an, de l'ensemble des émergents :

Contagion via le canal du commerce seulement (hypothèses : élasticité PIB des importations des émergents égale à 1, pas d'effets de second tour)								
	Allemagne	France	Espagne	Italie	Pays-Bas	Roy. Uni	États-Unis	Japon
Moindre croissance (-0.5pp de PIB) des émergents sur le PIB de chaque pays développé	-0,06 %	-0,03 %	-0,03 %	-0,04 %	-0,06 %	-0,02 %	-0,02 %	-0,03 %
Moindre croissance (-1pp de PIB) des émergents sur le PIB de chaque pays développé	-0,11 %	-0,05 %	-0,06 %	-0,08 %	-0,12 %	-0,03 %	-0,04 %	-0,07 %

- Dans le cas d'un choc de croissance spécifique à un grand pays émergent causant une moindre croissance de -4pp, sur un an, de son PIB.

Contagion via le canal du commerce seulement (hypothèses : élasticité PIB des importations des émergents égale à 1, pas d'effets de second tour)								
Impact d'une moindre croissance (4pp de PIB) du pays ci-dessous sur le PIB de chaque pays développé								
	Allemagne	France	Espagne	Italie	Pays-Bas	Roy. Uni	États-Unis	Japon
Chine (y compris Hong Kong)	-0,09 %	-0,04 %	-0,02 %	-0,04 %	-0,06 %	-0,03 %	-0,04 %	-0,14 %
Russie	-0,05 %	-0,01 %	-0,01 %	-0,03 %	-0,05 %	-0,01 %	0,00 %	-0,01 %
Inde	-0,01 %	-0,01 %	0,00 %	-0,01 %	-0,01 %	-0,01 %	-0,01 %	-0,01 %
Brésil	-0,01 %	-0,01 %	-0,01 %	-0,01 %	-0,01 %	0,00 %	-0,01 %	0,00 %
Turquie	-0,03 %	-0,01 %	-0,02 %	-0,03 %	-0,03 %	-0,01 %	0,00 %	0,00 %
Pologne	-0,06 %	-0,01 %	-0,02 %	-0,02 %	-0,07 %	-0,01 %	0,00 %	0,00 %
Indonésie	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	-0,01 %
Mexique	-0,01 %	0,00 %	-0,01 %	-0,01 %	-0,01 %	0,00 %	-0,05 %	-0,01 %

Calculs Amundi fondés sur les statistiques de commerce international du FMI

À s'en tenir à ces chiffres (effet inférieur à -0,1pp dans presque tous les cas considérés sauf celui du couple Chine-Japon), un ralentissement général mais modéré de l'ensemble du monde émergent, ou un ralentissement plus sévère dans un seul grand pays émergent, ne serait pas de nature à modifier radicalement le profil de croissance des pays avancés. Néanmoins, dans le cas d'un choc majeur de croissance sur un grand pays émergent, le canal du commerce extérieur ne serait pas le seul à jouer et l'effet total de la contagion serait, très probablement, plus élevé.

Les organisations internationales retiennent des ordres de grandeur similaires ou supérieurs

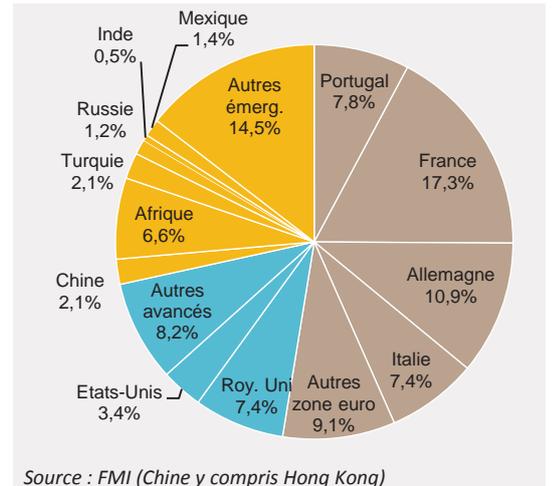
Notons que, ramenés à l'échelle de l'Union Européenne (UE), les résultats ci-dessus ne sont pas très différents de ceux identifiés par la Commission européenne dans une étude réalisée fin 2013 « *Impact of the slowdown in emerging markets on the EU economy* », qui retenait également l'hypothèse d'une élasticité de 1 des importations des pays émergents à leur PIB et ne prenait pas non plus en compte les effets de second tour. Cette étude concluait, en effet, qu'un ralentissement de la croissance des pays émergents de -0,9pp de PIB, répété sur deux années consécutives, apporterait une contribution négative au PIB de l'UE de -0,1pp la première année et un effet cumulé de -0,2pp sur son niveau après 2 ans. En terme



La zone euro est plus exposée que les États-Unis



5 Espagne: exportations de biens (% par partenaires commerciaux identifiés, 2013)



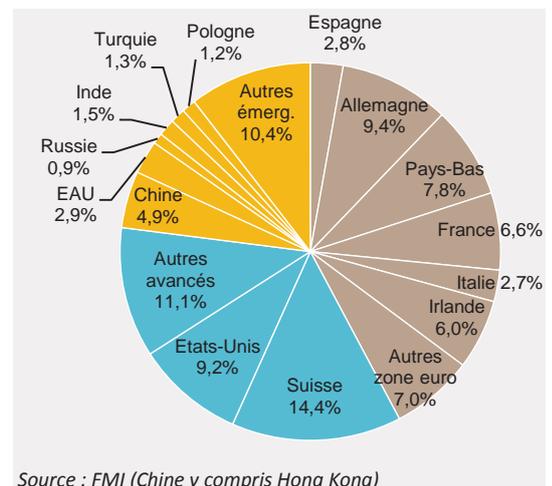
Source : FMI (Chine y compris Hong Kong)



D'après le FMI, l'effet d'un ralentissement de la croissance du PIB des émergents de -1pp serait, en moyenne, de -0,25pp sur le PIB des pays avancés, via le commerce international



6 Royaume-Uni: exportations de biens (% par partenaires commerciaux identifiés, 2013)



Source : FMI (Chine y compris Hong Kong)

de délai de diffusion du ralentissement des émergents sur les exportations des pays avancés, cependant, il est à noter que cette étude n'attribuait au commerce international que la moitié de l'effet négatif observé la première année (l'autre moitié étant due à une moindre demande domestique dans l'UE suite une hausse des taux d'intérêt réel à politique monétaire inchangée, du fait des pressions déflationnistes importées des pays émergents). En revanche, la deuxième année, les -0,1pp de PIB perdus par les pays avancés s'expliquaient bien, pour l'essentiel, par le repli de leurs exportations. Ce rapport d'environ 10 à 1 entre ralentissement émergent et ralentissement de l'UE induit est proche de celui trouvé, dans le tableau ci-dessus, pour l'Allemagne, l'Italie ou les Pays-Bas.

Un effet plus important en tenant compte des chaînes de production internationales intégrées

Notons cependant que le FMI, dans le cadre de son 2014 *Spillover Report*, retient des ordres de grandeur plus importants. Utilisant des données de valeur ajoutée permettant de prendre en compte le contenu importé des exportations, et en prenant en compte le fait qu'un choc de croissance dans les émergents pourrait perturber les chaînes de production intégrées entre émergents et avancés, il estime qu'une moindre croissance de 1pp des émergents réduirait la croissance des développés de 0,25pp en moyenne, soit 0,3pp pour le Japon et la zone euro et 0,2pp pour les États-Unis et le Royaume-Uni.

Les pays développés peuvent faire face à un ralentissement graduel des émergents, sous condition d'une réaction adéquate des banques centrales

Même en retenant les chiffres plus élevés du FMI, un ralentissement graduel du monde émergent, se diffusant avant tout par le commerce international, ne suffirait pas à remettre en cause la poursuite des reprises économiques en cours dans les pays avancés. Ceci suppose toutefois que les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE et de la Banque du Japon, et un éventuel report des cycles de durcissement monétaires de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre, parviennent à compenser la pression haussière qu'exercerait alors, sur les taux réels dans leurs propres économies, l'effet déflationniste issu de la dépréciation des devises émergentes.

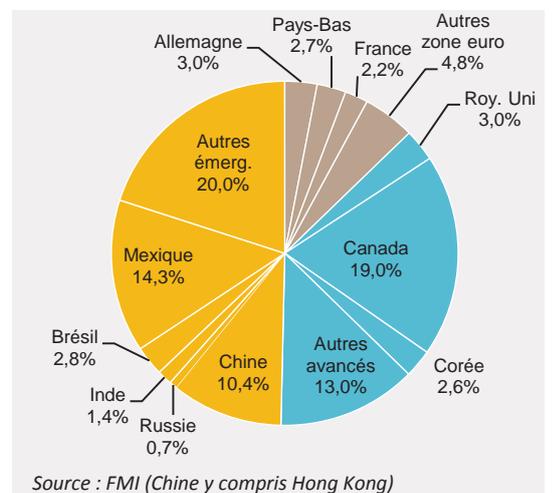
La situation pourrait cependant être différente en cas de choc majeur se diffusant avant tout via les canaux de la finance et de la confiance

Dans le cas d'une crise majeure et inattendue dans le monde émergent, l'importance du canal du commerce international serait, dans un premier temps, secondaire (tout en aggravant les difficultés par la suite) par rapport à ceux de la finance et de la confiance. Le rapport entre l'ampleur d'un ralentissement émergent et l'importance de la contagion via ces canaux est éminemment non linéaire.

Du point de vue du canal financier, le FMI (toujours dans le cadre du 2014 *Spillover Report*), rappelle que l'exposition des banques du monde développé aux pays émergents a progressé pour passer, entre 2005 et 2013, de 10 % à 20 % du total de leur exposition internationale, avec une forte concentration de cette exposition en Asie et dans le secteur non bancaire. Simulant plusieurs scénarios de stress, le FMI conclut que des tensions financières majeures dans les pays émergents, une fois absorbés les « coussins » de sécurité réglementaires, pourraient causer aux établissements financiers de certains pays développés (sont cités notamment, dans le cas de la zone euro, l'Autriche, les Pays-Bas et l'Espagne, auxquels s'ajoutent le Danemark et la Suède dans l'UE hors zone euro) des pertes représentant entre 2 % et 3,5 % de leur PIB.

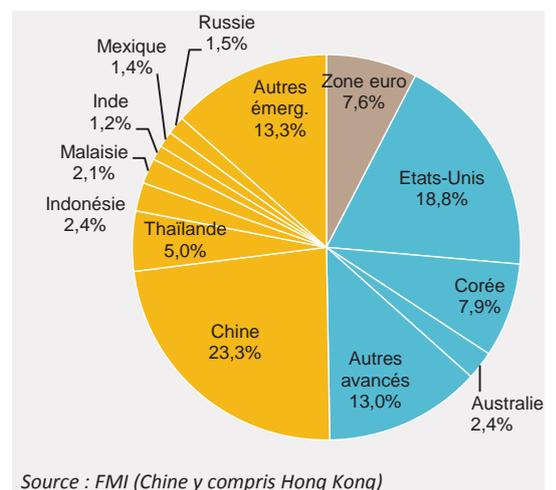
Les chiffres fournis par la Banque des Règlements Internationaux (tableau ci-dessous) montrent également que les banques européennes sont nettement plus exposées aux économies émergentes (proportionnellement au PIB de leurs pays d'origine) que les banques américaines. De plus, ils mettent en évidence une forte concentration régionale de cette exposition en ce qui concerne les banques italiennes (en Europe de l'Est), espagnoles (en Amérique latine)

7 États-Unis : exportations de biens (% par partenaires commerciaux identifiés, 2013)



“ Les canaux de la finance et de la confiance pourraient jouer un rôle prépondérant ”

8 Japon : exportations de biens (% par partenaires commerciaux identifiés, 2013)



et britanniques (en Asie) tandis que l'exposition des banques françaises et allemandes est plus diversifiée géographiquement.

Exposition des banques des pays développés aux pays émergents (Mds \$)						
	France	Allemagne	Italie	Espagne	Royaume-Uni	États-Unis
Afrique et Moyen-Orient	120	31	9	3	208	59
Asie et Océanie	157	119	14	11	553	354
Europe centrale et orientale	193	118	199	66	67	102
Amérique latine	40	21	3	508	137	247

Source: BRI, Insee

En plus de l'exposition financière s'ajouterait l'effet d'une hausse de l'aversion au risque. Dans les pays avancés, la soutenabilité de la reprise dépend avant tout de la volonté d'investir des entreprises. Aussi, un choc de confiance négatif deviendrait certainement un canal majeur de contagion en cas de crise économique aigüe dans certains grands pays émergents. À cet égard, un scénario d'« atterrissage brutal » en Chine (réduction du rythme de la croissance du PIB de plusieurs points de pourcentage, accompagnée d'une montée des tensions financières et, surtout, d'une perte de confiance dans la capacité des autorités chinoises à maîtriser le rythme du ralentissement), qui constitue l'un des principaux thèmes à surveiller dans le monde émergent, pourrait potentiellement donner un coup d'arrêt aux reprises économiques dans, au moins, certains pays avancés, à commencer par le Japon et les pays de la zone euro les plus exposés. Ceci, cependant, ne peut être mis en évidence si l'on ne considère que les chiffres du commerce international.

Le canal de la confiance jouerait également un rôle prépondérant dans le cas d'un choc émergent dont l'origine ne serait pas, avant tout, économique ou financière

Enfin, les canaux de la confiance seraient encore plus dominants dans le cas d'un choc survenant dans les pays émergents dont l'origine ne serait pas purement économique et financière (quoiqu'avec, potentiellement, d'importantes conséquences sur l'activité), comme une crise géopolitique majeure. Ceci est, très probablement, ce qui s'est produit en Allemagne au milieu de l'année 2014, quand la demande interne a chuté fortement (mais temporairement) dans le contexte de l'intensification de la crise ukrainienne, alors même que la Russie et l'Ukraine, ensemble, ne représentent qu'un peu plus de 3,5 % des exportations allemandes.

Conclusion

Par conséquent, pour les pays avancés, et tout particulièrement pour la zone euro et le Japon dont les reprises sont encore flageolantes, le risque externe le plus important n'est pas la prolongation du ralentissement déjà bien anticipé de certains grands pays émergents. Cette tendance exercera bien une influence négative via le commerce international, mais d'ampleur limitée. Les éléments à surveiller sont plutôt les signes permettant d'anticiper des séquences d'événements financiers ou politiques générateurs de fortes tensions, qui donneraient le rôle principal, quoique difficile à quantifier à l'avance, aux canaux de la finance et de la confiance. Un atterrissage brutal en Chine ou la résurgence des tensions géopolitiques en Europe de l'Est appartiennent à cette catégorie de scénarios.

Si de tels risques se matérialisaient, les réponses monétaires des banques centrales du monde développé ne suffiraient probablement pas et les gouvernements seraient de nouveaux contraints de sortir l'arme budgétaire et de creuser leurs déficits, sans garantie, cependant, que cela suffise à éviter de nouvelles récessions.

7 « On se souvient de la qualité bien plus longtemps que du prix »

JACQUES CHAZELLE, *Analyse actions – Paris*

Il y a quelques semaines, le groupe horloger Patek Philippe annonçait des baisses de prix pour certains de ses modèles vendus à Hong Kong, rompant ainsi avec une stratégie séculaire de hausse de prix en Asie. Quelques jours plus tôt, le PDG de Swatch, Nicolas Hayek, qualifiait la décision de la Banque Nationale Suisse (décorrélation du franc suisse à l'euro) de « tsunami » pour l'industrie horlogère suisse, compte tenu du renchérissement induit des prix de revient. Le secteur du luxe est-il sous pression, en train de changer de paradigme et de perdre son « pricing power » et sa dynamique qui, jusqu'à présent, garantissaient une prime quasi récurrente de valorisation ?

Une zone Asie fortement pénalisée par une situation difficile à Hong Kong et Macao

Les récentes publications sur l'activité des groupes de luxe ont montré un très net ralentissement des ventes à Hong Kong / Macao depuis juin 2014, conséquences directes des récents événements politiques et de la lutte contre la corruption. Si Hong Kong représente approximativement 10 % de la demande des produits de luxe, la ville est incontestablement une des zones les plus profitables pour cette industrie. Le marché s'est également inquiété du ralentissement de la croissance des ventes, constaté sur le marché plus étendu de la Grande Chine, qui est aussi la conséquence d'une demande locale chinoise plus difficile à conquérir parce que plus exigeante et moins tournée vers des achats ostentatoires depuis que le gouvernement a mis en place des mesures anti-corruption.

À cet égard, on peut estimer que la très forte réduction des achats-cadeaux a pu faire disparaître environ 20 % de la demande de ces produits et contribuer à la constitution en 2014 d'excès de stock dans le segment de montres haut de gamme ou dans les spiritueux, surstocks qui ne sont pas aujourd'hui totalement résorbés. Les grands groupes de luxe ont dû revoir leur stratégie sur cette zone chinoise avec deux principes : 1) une expansion beaucoup plus sélective des boutiques en fonction des zones de richesse et de la densité commerciale, déjà forte dans certaines grandes villes ; 2) une adaptation du produit et du service en tenant compte d'une sophistication croissante de cette clientèle chinoise plus séduite par des produits différenciants.

Les grandes marques de sacs en quête d'un positionnement plus distinctif avec, notamment, plus de désirabilité

Craignant une dérive vers la banalisation de leurs sacs labellisés avec leur logo, certaines grandes marques comme Gucci et Louis Vuitton cherchent donc à adopter alors les codes et les vertus des produits plus haut de gamme avec comme références Hermès ou Chanel, des marques construites sur une forte désirabilité, voire une certaine rareté. On a pu parler à cet égard d'« élévation de marques » pour ces groupes confrontés aussi à une nouvelle compétition sur des produits plus accessibles. La performance encourageante des ventes de Louis Vuitton au dernier trimestre a pu démontrer que des investissements en créativité tant sur le « Monogram » en toile ainsi que sur des sacs en cuir pouvaient permettre de redonner un nouvel élan commercial à ces produits et améliorer le mix de marge. Elle a aussi confirmé la nécessité pour les grandes marques de servir un spectre large de consommateurs, les sacs les plus accessibles étant des produits d'appel pour les primo-accédants très utiles pour le futur.

Un effet de balancier entre les flux touristiques Asie et Europe, largement alimenté par des écarts de prix très attractifs en Europe

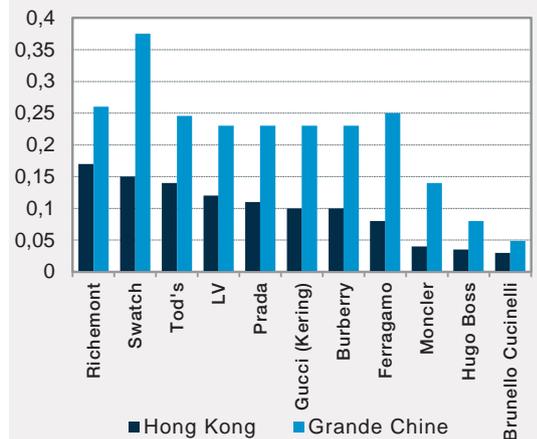
Les derniers chiffres de ventes publiés par les groupes de luxe ainsi que les statistiques de Global Blue qui recensent les évolutions des dépenses

L'essentiel

Depuis quelques années, le marché du luxe est devenu moins homogène que par le passé, la Chine et plus particulièrement Hong Kong ont récemment souffert des mesures de lutte anti-corruption et d'un touriste moins dépensier.

La créativité et la différenciation des offres de produits de luxe sont des facteurs essentiels de désirabilité et donc de création de valeur pour des groupes toujours plus intégrés verticalement tant en fabrication qu'en distribution. Les groupes de luxe doivent ajuster leur politique de prix après les récents mouvements sur l'euro qui apportent toutefois un levier financier supplémentaire en 2015/2016. La dynamique long terme du secteur reste valide.

1 Exposition des ventes par société



Source : Recherche Amundi



des touristes ont permis également de mettre en évidence à contrario : 1) la solidité de la demande américaine pour les produits de luxe (dont LVMH et Hermès ont su profiter), et, 2) une dynamique relativement forte en Europe tirée par les touristes, dont les dépenses ont progressé au T4 2014 de 11.1 % dans le monde et de 6.2 % en Europe (en dépit du déficit de la clientèle Russe). Nous ne pouvons être que rassurés par ces derniers chiffres et par le support apporté par la demande touristique chinoise qui a progressé de 32 % au T4, ce qui confirme toujours le grand appétit de cette clientèle pour les articles de luxe. S'instaure désormais un jeu de « balancier » entre des flux touristiques initialement tournés vers Hong Kong et ceux à destination de l'Europe, la dépréciation de l'euro facilitant ce transfert. Toutefois, cette déformation de la structure des prix entre l'Asie et l'Europe (écart moyen de prix 40/50 % entre les deux zones géographiques), créée en partie par la dévaluation de l'euro par rapport au dollar, devrait se corriger quelque peu dans les mois qui viennent par quelques hausses de prix en Europe.

Les supports structurels du secteur demeurent positifs à long terme : vers une croissance organique de 6 à 7 % en 2015-2016 et un effet de levier de 1.3x à 1.4x en partie grâce à l'effet positif du dollar

Au global, si l'année 2014 aura marqué une rupture dans le rythme de croissance organique du secteur (+4.7 % soit 1.3x la croissance du PNB mondial versus +8 %/+9% en 2012/2013), l'industrie du luxe devrait renouer en 2015/2016 avec une tendance plus conforme à sa trajectoire long terme (+6/+7%, soit 2 fois la croissance du PNB mondial), avec une stabilisation de la demande locale chinoise et une poursuite de la bonne orientation des dépenses touristiques dans la zone euro. À ce sujet, certains prédisent un doublement des flux touristiques chinois entre 2013 et 2023, sachant que seul 3 à 4 % de la population chinoise possède actuellement un passeport et que moins de 1 % de cette population voyage en dehors de l'Asie. Il est clair que la composante mix-produit et prix sera majoritaire dans la formation de cette croissance organique car la création de nouveaux espaces de vente sera volontairement contrainte.

Hormis les horlogers suisses impactés par la forte réappréciation du franc suisse, les autres groupes devraient bénéficier d'un impact monétaire d'autant plus favorable que leur structure de coûts est en euros (maroquiniers, fabricants de souliers et de prêt à porter). Rappelons également que la zone américaine représente en moyenne 27 % des ventes du secteur (effet positif de la réappréciation du dollar). Au total, et hors effets de couvertures qui peuvent en retarder le bénéfice (cf. le cas de Kering au H1 2015), nous pensons que les groupes de luxe pourraient voir leur résultat opérationnel augmenter de 9-10 % grâce à l'effet devise.

Par ailleurs, la phase des grands investissements industriels (manufactures horlogères, tanneries, ateliers de maroquinerie) semble désormais derrière nous et les projets sur le développement des réseaux de vente sont désormais beaucoup plus centrés sur la rénovation et l'agrandissement que sur l'expansion. Aussi les ratios d'investissements sur chiffre d'affaires devraient baisser de 6 % en 2013 à 5.4 % en 2016 ce qui, avec la génération de free cash-flow, devrait permettre de consolider une structure de bilan déjà très saine.

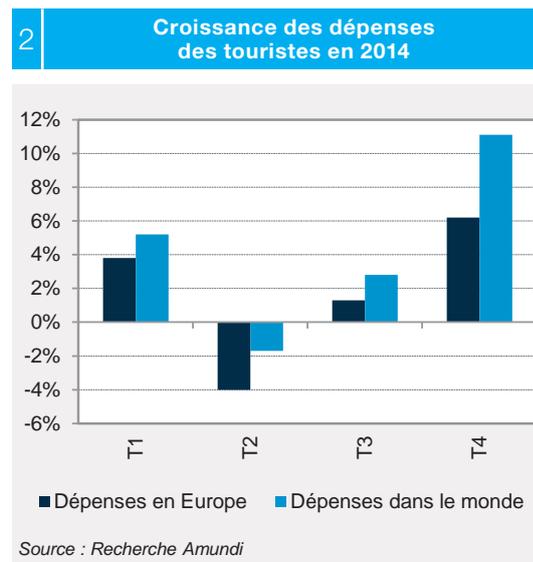
La récente surperformance boursière du secteur et un premier semestre contrarié par certains effets négatifs nous incitent à une certaine prudence à court-terme

Le plein effet des changes sera dilué au premier semestre par les impacts de couverture de change et la nature de certains instruments de couverture (« forwards » pour Kering, équilibrés entre tunnels d'options et forwards pour Hermès par exemple)

Le déplacement des flux touristiques de Hong Kong vers l'Europe, les États-Unis ou d'autres destinations en Asie conduit à une dilution du mix géographique de marge. En effet, du fait d'une très forte productivité de



Un marché du luxe moins homogène que par le passé qui oblige les groupes à plus de créativité et de segmentation dans leur offre et à ajuster leur politique de prix



La dynamique long terme du secteur reste valide avec une parité euro / dollar qui apporte un levier supplémentaire en 2015/2016



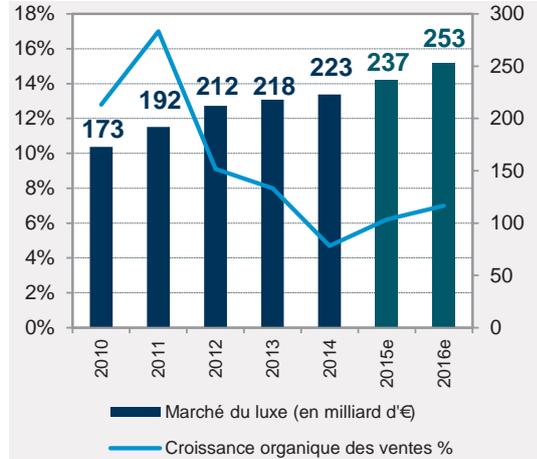
ventes au m², nous pouvons estimer cet écart de marge à près de 7 à 10 % entre Hong Kong, très rentable, et les autres destinations moins rentables. D'ores et déjà des hausses de prix en Europe sont programmées pour atténuer cette dérive sans que l'on sache très bien quelle conséquence négative cette initiative pourrait avoir en terme de volume sur la demande locale.

Rappelons enfin, que la forte progression des ventes de produits de luxe au Japon en mars 2014 (+31 % au T1) en anticipation de la hausse de la TVA intervenue en avril 2014 crée une base de comparaison très défavorable au premier trimestre 2015.

Conclusion

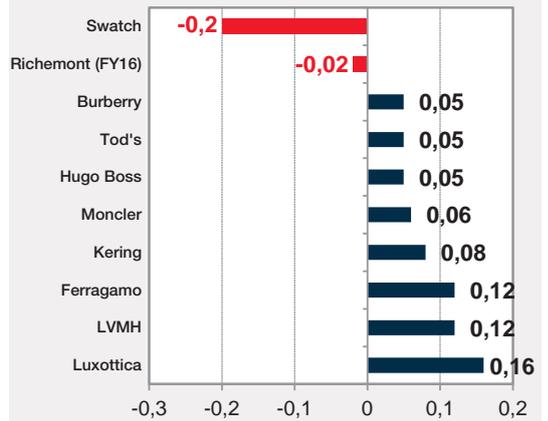
La préservation de l'identité d'une marque et, par conséquent, de son pouvoir de séduction est essentielle pour surmonter les vicissitudes des marchés. En 2014/2015, les stratégies des groupes de luxe sont complètement tournées vers cet objectif, obligeant les dirigeants à faire des efforts de créativité, antidote au risque de déflation qui serait « meurtrier » pour ce secteur. L'appétit pour les produits de luxe n'a pas disparu ; il faut que les groupes sachent le réinventer et fassent connaître leur savoir-faire ainsi que leur différenciation. Pour ce faire, Internet devient un outil de communication puissant. Nous restons convaincus du potentiel important de cette industrie qui a encore beaucoup de territoires de conquêtes à défricher.

3 Valeur du marché du luxe



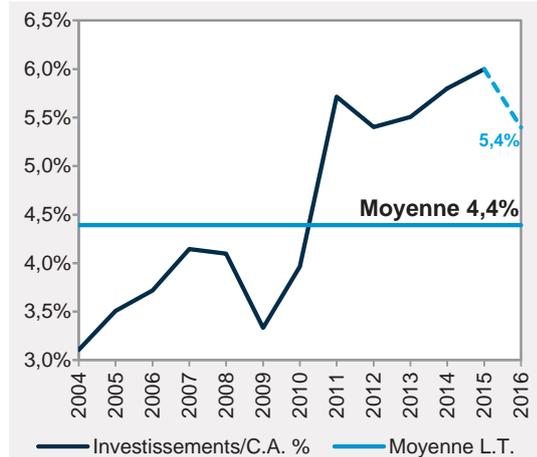
Source : Altgamma, Recherche Amundi

4 Impact des taux de change sur le résultat opérationnel 2015



Source : Recherche Amundi

5 Évolution du ratio Investissements/Ventes



Source : 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