

Avril 2015



Allocation d'actifs

**Impact du QE**

BCE

**Euro**

Devises  
émergentes

**Chine**

Japon

Marché primaire du crédit

**Perspectives  
sur les actions**

Marché américain  
des médicaments

Sommaire

Repères

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

Page 4

**Endettement, contexte politique et liquidité restent les plus grandes menaces**

L'allocation d'actifs qui privilégie la zone euro, les classes d'actifs risqués et est vendeuse d'euros est très performante depuis que la BCE a annoncé l'implémentation de son programme de QE. Le contexte politique (avec la montée des partis anti-européens et la perspective d'élections), le poids de la dette et surtout la plus faible liquidité des portefeuilles depuis la crise financière sont indubitablement les facteurs de risque qu'il faut surveiller de près.

**Facteurs de risque**

Page 8

**Contexte macroéconomique**

Page 9

**Prévisions macroéconomiques et financières**

Page 10

Change

**1 QE de la BCE : le comportement des investisseurs hors zone euro sera déterminant**

Page 11

Le QE de la BCE a commencé début mars. Les investisseurs hors zone euro pourraient céder leurs obligations à la BCE plus aisément que les investisseurs européens. Cela ne sera pas sans conséquence sur l'évolution de l'euro.

**2 L'euro peut-il tomber durablement sous la parité ?**

Page 12

L'euro passera-t-il sous la parité face au dollar ? Les sorties nettes de capitaux au titre des obligations ont commencé à peser sur l'euro. Mais contrairement à 2000, il y a aujourd'hui des forces de rappel qui empêcheront la devise européenne de s'effondrer. En définitive, si l'euro passe sous la parité, l'épisode devrait être beaucoup moins long qu'il y a 15 ans.

**3 Devises émergentes : les banques centrales confrontées à la quadrature du cercle**

Page 14

Après une baisse continue depuis l'été 2014, les devises émergentes devraient connaître une phase de stabilisation. Cependant, les perspectives demeurent en demi-teinte en particulier dans un contexte où l'exposition des économies émergentes disposent d'une plus ou moins grande exposition à un stock de dette en devises non domestiques...

**> FOCUS > Le dilemme de politique économique des pays émergents : stabiliser la monnaie pour stabiliser la dette externe**

Chine

**4 La Chine sur la corde raide : tenter une stabilisation stérilisée au lieu d'une dévaluation classique**

Page 19

Depuis le tournant nettement déflationniste depuis la mi-2014, la Chine doit décider s'il est préférable de dévaluer ou de stabiliser sa monnaie. Le poids des dettes en dollar disqualifie une dévaluation. Aussi, la Chine devrait d'abord opter pour une stabilisation de sa monnaie : en effet, les contrôles des capitaux sont déjà en place et la Chine dispose d'importantes marges de manœuvre fiscales lui laissant toute latitude pour renforcer son programme de restructuration et de libéralisation économique d'une relance budgétaire.

**> FOCUS > Pilotage monétaire de la Chine : maintenir les salaires et les prix en équilibre avec le taux de change**

## Japon

### 5 Une refonte en profondeur du comportement des entreprises nippones

Page 22

Deux tendances positives portent les actions japonaises à des niveaux inégalés depuis 15 ans. La première c'est l'amélioration de la gouvernance. En matière de gouvernance, les failles du Japon n'étaient un secret pour personne et son retard a coûté cher aux entreprises locales. La deuxième c'est l'évolution des règles de gestion des ressources humaines. De plus en plus convaincues que les 15 années de déflation sont maintenant derrière elles, les entreprises se montrent généreuses au cours des négociations salariales de printemps.

## Crédit

### 6 Le marché primaire explosif pèse sur les performances des marchés du crédit euro

Page 24

L'annonce d'un programme d'assouplissement quantitatif (QE) d'envergure a amplifié la détente des rendements obligataires souverains de la zone euro. Les performances des marchés du crédit demeurent en revanche décevantes. Comment expliquer cette divergence ? Pourquoi restons-nous positifs sur le crédit euro ?

## Actions

### 7 Revue du cas d'investissement sur les marchés d'actions

Page 26

Malgré sa forte progression la zone euro reste attrayante à un horizon d'un an. Une correction est probable après cette envolée. Elle ne sera que temporaire. La valorisation se tend, mais contrairement aux États-Unis la hausse des profits est à venir. Le change joue un rôle clé en la matière. Il profite aussi au Japon. C'est beaucoup moins le cas pour les marchés émergents au sein desquels l'Asie reste à privilégier. Cette allocation géographique est de plus en plus dépendante de l'évolution du billet vert, ce qui incite à se diversifier en termes de thématiques sectorielles.

### 8 Résultats des entreprises cotées et taux de change : les parités monétaires pèseront de façon décisive en 2015

Page 30

La valorisation des marchés boursiers s'étant fortement tendue de part et d'autre de l'Atlantique, la croissance des résultats à l'horizon 2015 et 2016 va devenir cruciale. Si les profits de la zone euro ont fait pâle figure jusque-là par rapport aux États-Unis, l'envolée récente du dollar est de nature à changer la donne. L'évolution de la conjoncture, les cours du pétrole et la normalisation du secteur bancaire sont également à prendre en compte. L'ambition de cet article est de quantifier l'importance de ces différents facteurs, tant pour l'Euro Stoxx 50 que le S&P 500. Avec +22 % de rebond des profits agrégés pour le premier en 2015 contre -5 % pour le second, les conclusions sont sans appel!

## Éclairage sectoriel

### 9 Vertus et effets pervers du marché américain des médicaments

Page 33

Les États-Unis présentent un système de santé complexe, inefficace et extrêmement coûteux dont les intervenants ont des intérêts divergents. Zoom sur le segment des médicaments, où l'inflation des prix est particulièrement élevée : inconfortable pour les citoyens, mais avantageux pour les compagnies pharmaceutiques et les *Pharmacy Benefits Managers* (PBM), les intermédiaires les plus puissants de la chaîne de distribution.

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

### Allocations d'actifs : endettement, contexte politique et liquidité restent les plus grandes menaces

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

Grâce notamment à l'activation du programme de *Quantitative Easing* de la BCE, le mois écoulé a confirmé les tendances passées : sur le mois, le MSCI Europe a progressé de 2 % (-1 % pour le MSCI World, -1,8 % pour le MSCI Emerging markets, et -2,4 % pour le S&P 500...), l'EUR/USD a cédé 1,5 % (-9 % depuis le début d'année). Certes, les *spreads* souverains 10 ans ont un peu corrigé (+ 9pb pour l'Italie contre 10 ans allemand, + 10pb pour l'Espagne, + 4pb pour le Portugal par exemple), mais le portage continue d'assurer la performance. Idem pour les indices de crédit : + 7pb pour l'Itraxx main (57pb) et l'Itraxx cross over (désormais à 267pb).

La forte progression des marchés boursiers européens trouve son origine dans trois facteurs majeurs :

- En premier lieu, la perspective d'une progression des profits des entreprises suite à la faiblesse de l'euro, un facteur d'autant plus important que le « retard » de l'Europe par rapport aux États-Unis en matière de résultats se situe autour de 40 % ;
- Ensuite, le regain de croissance qui devrait également faire progresser les chiffres d'affaires ;
- Enfin, le maintien, pour une durée prolongée, des taux, courts et longs, à un niveau très faible.

Ces trois éléments justifient à eux seuls la poursuite du « *repricing* » des actifs boursiers européens, sans qu'il soit question d'excès de valorisation (voir sur ce point notre édition de novembre dernier « 2015 *outlook* »).

En bref, tout ceci nous a une nouvelle fois confortés dans notre décision de ne pas modifier l'allocation d'actifs, centrée depuis de nombreux trimestres sur la zone euro, les classes d'actifs risqués, les produits à *spreads*, et short EUR. Nous avons évoqué à de nombreuses reprises que le faible niveau de la croissance n'était pas incompatible avec une telle allocation mais que les menaces d'un nouvel effondrement de l'activité représentaient un risque essentiel pour nos portefeuilles. Nous conservons cette approche.

Mais la bonne nouvelle, c'est que l'activité économique se redresse pas à pas en zone euro. Certes, l'investissement est encore à ce jour le grand absent de la reprise, mais de nombreux facteurs positifs rassurent :

- Le niveau des taux d'intérêt ;
- Le niveau des *spreads* de crédit ;
- La progression des marchés d'actions ;
- La faiblesse de l'euro ;
- La reprise des crédits bancaires ;
- La mise en place d'un large programme de QE, dont nous suivons l'impact sur l'économie réelle est cruciale (voir sur ce point notre nouvelle publication mensuelle « ECB QE Monitor ») ;
- L'absence de stress financier.

#### Quelles sont les menaces qui pourraient peser sur cette allocation d'actifs ? La liquidité des portefeuilles, le contexte politique, le ralentissement des économies émergentes et le poids de la dette

1. **En premier lieu, la liquidité**, de nouveau au centre des préoccupations. Depuis quelques années, les banques centrales ne cessent d'acheter des

#### L'essentiel

**L'allocation d'actifs qui privilégie la zone euro, les classes d'actifs risqués et est vendeuse d'euros, est très performante depuis que la BCE a annoncé l'implémentation de son programme de QE.**

Ce dernier pousse les taux, les *spreads* et l'euro à la baisse, et les perspectives de progression des profits donnent un tonus supplémentaire aux marchés d'actions. En somme, rien de bien différent de ce qui s'était passé aux États-Unis ou au Japon lors des expansions de bilan des banques centrales de ces pays. Ne pas sous-estimer les facteurs de risque, et notamment i) la dégradation du contexte politique (avec la montée des partis anti-européens et la perspective d'élections dans certains pays européens), ii) le poids de la dette qui reste un handicap pour une accélération de la croissance, iii) le ralentissement de la croissance dans les pays émergents, Chine en tête, et surtout iv) la plus faible liquidité des portefeuilles depuis la crise financière. Ce sont indubitablement des facteurs de risque qu'il faut surveiller de près, même si pour l'instant, le contexte global incite à conserver une allocation d'actifs plutôt « agressive ».

“ Un début d'année favorable aux classes d'actifs européennes, hormis pour l'euro ”

“ Des menaces réelles ”

actifs, souvent pour des tailles importantes, et le gonflement de leurs bilans se traduit par des injections massives de liquidités. Après la Fed, c'est au tour de la Banque du Japon et de la BCE d'alimenter les marchés financiers. Ces excès de liquidité ne doivent cependant pas masquer la vraie liquidité : celle qui va dans l'économie réelle d'une part, et celle des portefeuilles d'autre part.

- En ce qui concerne l'économie réelle, force est de reconnaître que ce canal n'a jusqu'ici pas vraiment fonctionné. Il y aura eu davantage d'incitations (couple rendement / risque, réglementation...) à acheter des obligations gouvernementales qu'à accroître le crédit bancaire.
- En ce qui concerne la liquidité des portefeuilles, il faut mettre en parallèle l'engouement des investisseurs pour les actifs risqués, souvent moins liquides et le repli des banques d'investissement « *market makers* », en nombre, mais aussi en prise de risque. Il y a en effet moins d'intervenants, les *hedge funds* sont beaucoup moins pourvoyeurs de liquidité qu'auparavant, et les inventaires des banques ont été réduits de près de 80 % depuis la crise financière. Dans le même temps, le montant des investissements dans des classes d'actifs comme les obligations d'entreprises ou les classes d'actifs alternatifs ne cessaient de progresser. Au total, il ne faut pas confondre la liquidité fournie par les banques centrales (abondante) et la liquidité des portefeuilles (en baisse). L'ignorer serait sans le moindre doute une grande erreur.

**2. Ensuite, le poids de l'endettement, car le désendettement du secteur privé et la nécessaire stabilisation de la dette publique** réduisent revenu disponible et dépenses de consommation. Le retour de l'endettement public sur une trajectoire soutenable pèse inéluctablement sur le taux de croissance du PIB : comment en effet mener des politiques de croissance quand les excès de dette publique et/ou privée génèrent des situations de crise financière et poussent à la rigueur budgétaire et fiscale ? Pire encore, les pays ne sont pas en mesure de réduire leur dette, rapportée au PIB (qui est censée représenter la capacité à rembourser).

Seuls cinq pays (Argentine, Roumanie, Arabie Saoudite, Israël et Égypte) ont réussi à réduire leur ratio dette totale/PIB (dette privée + dette publique) depuis la crise financière de 2007-2008. Pour tous les autres, certes à des degrés divers, ce ratio a progressé, souvent de façon inquiétante. Le Japon est désormais à 400 %, l'Irlande à 390 %, le Portugal à 360 %, la Belgique à 330 %, les Pays-Bas à 325 %, l'Espagne à 315 %, la France à 280 %... Pour sortir de cet engrenage, il faut bien évidemment : des taux d'intérêt très bas, une forte croissance, de la rigueur budgétaire menant à des excédents primaires, la poursuite du désendettement du secteur privé... ou des restructurations/annulations de dettes. Réduire l'endettement public en assurant une croissance plus élevée que le taux d'intérêt (du service de la dette) est parfois devenu une gageure. La récession bilancielle non seulement des banques, mais aussi de l'ensemble des agents économiques (« *balance sheet recession* ») ne pouvait que réduire durablement les rythmes de croissance des économies. Ajoutons à cela que l'investissement est le grand absent de la reprise économique en zone euro, ce qui accroît les doutes sur le rythme de reprise de l'activité.

Il est possible de calculer le niveau de croissance requise pour renverser des grands indicateurs économiques, comme l'emploi ou la dette publique. Dans une toute récente étude, McKinsey Institute montre que pour maîtriser l'évolution du ratio dette publique/PIB, on obtient des niveaux de croissance souvent totalement hors de portée (*Debt and (not much) Deleveraging*, McKinsey Institute, February 2015).

Selon McKinsey, il faudrait ainsi un taux de croissance réelle du PIB de 5,5 % pour l'Espagne, 4,7 % pour le Royaume Uni, 4 % pour la France, 3,9 % pour le Portugal, 3,6 % pour la Finlande... Autrement dit, il y aurait, actuellement, un « déficit de croissance » de l'ordre de 2,5 % en France et au Portugal, de 3,8 % en Espagne. L'Allemagne et les États-Unis seraient néanmoins parmi les rares pays à avoir atteint le niveau de croissance requise pour renverser le ratio dette publique/PIB.



Ne pas confondre la liquidité fournie par les banques centrales (abondante) et la liquidité des portefeuilles (en baisse)



Rares sont les pays qui parviennent à réduire leur endettement total



La croissance requise pour renverser la hausse de la dette n'est pas atteinte



**3. Le contexte politique et social devient complexe.** On assiste dans de nombreux pays à une redistribution des cartes. Citons quelques exemples. En Grèce, le parti longtemps au pouvoir (le PASOK) a quasiment disparu, remplacé par un jeune parti (Spiriza). En Espagne, un nouveau parti, Podemos, créé en janvier 2014 fait trembler les partis traditionnels. L'ambition de Podemos est de remplacer le parti socialiste PSOE. Il s'affirme désormais social-démocrate, et s'éloigne de l'image de parti extrémiste qui lui a souvent été collée. Dans son programme, il est désormais question de semaine de 35 heures, de retraite à 65 ans, de hausse des dépenses publiques, du droit au crédit, de hausse du salaire minimum, de restructuration de dette, notamment celle des ménages. La menace est telle que le Parti populaire (PP) a récemment évoqué l'idée d'un grand gouvernement de coalition avec les socialistes si la majorité absolue n'est pas atteinte aux prochaines élections générales (prévues cette année). Le PSOE a rejeté cette idée, que les milieux économiques et financiers, de leur côté, appellent de leurs vœux. En France, on assiste également depuis quelques années à la progression du Front National. En fait, il est intéressant de noter deux choses :

- Ce sont les partis d'extrême gauche qui progressent dans les pays périphériques et les partis d'extrême droite qui progressent dans les pays du cœur de la zone euro.
- Les partis qui progressent, qu'ils soient de droite ou de gauche, ont tous des programmes très critiques envers les instances européennes, les politiques économiques menées, voire même l'Union monétaire européenne elle-même.

**4. Le ralentissement des économies émergentes, et notamment de la Chine.** Il est évident que le rythme de croissance et la composition de la croissance ont considérablement évolué depuis quelques années : démographie, évolution des salaires, gains de productivité, révision à la baisse de la croissance potentielle sont des thèmes courants. Un facteur supplémentaire vient des cours de change. La force du dollar entraîne à la hausse le yuan contre l'ensemble des devises, notamment émergentes, et cela a dégradé le positionnement de la Chine. La vigueur actuelle du dollar, ou plus exactement la faiblesse relative du yen, de l'euro et de bon nombre de devises émergentes pose problème à la Chine... mais pas réellement aux États-Unis. Il faut rappeler qu'au cours des 15 dernières années, le poids du yen et même de l'euro est en constante réduction dans le cours effectif du dollar américain. Cela n'est pas le cas du yuan, dont le poids a été multiplié par 10. C'est dire si la politique de change de la Chine est cruciale : que les autorités chinoises se voient contraintes (croissance dans la politique de dévaluation compétitive) et on entrerait alors dans une guerre des changes totale, et une instabilité financière majeure.

**5. La question de la solvabilité de la Grèce n'est pas réglée.** 2015 est sans doute une des années les plus lourdes pour les finances grecques. Athènes va en effet devoir rembourser 15 Mds € au total, essentiellement au Fonds Monétaire International et à la Banque centrale européenne (remboursement du plan d'aide de 240 Mds €). Or si l'on en croit le Premier ministre grec, la Grèce n'aurait pas les moyens de régler de tels montants : selon Alexis Tsipras, les caisses de l'état seront vides dès ce mois d'avril. L'enjeu est de taille, car en juin prochain, Athènes devrait recevoir la dernière tranche d'aide internationale, soit un peu plus de 7 Mds €, si et seulement si le gouvernement présente un plan de réforme précis et chiffré. Rappelons cependant que même si Athènes reçoit bien cette somme, tout ne sera pas réglé pour autant : Athènes devra encore rembourser plus de 6 milliards et demi en juillet et août prochain notamment.

Le 27 mars dernier, Tsipras a de ce fait présenté une vingtaine de mesures chiffrées, comprenant une accélération de la lutte contre la fraude fiscale, de la lutte contre le trafic de carburant et d'alcool, le contrôle des comptes ouverts à l'étranger par des Grecs, des changements dans le code fiscal... Il a également proposé de créer une structure de défaisance (*bad bank*) pour faire face à l'accumulation des créances douteuses dans les banques, et de limiter les départs anticipés à la retraite. Les recettes attendues cette année des



La montée des partis anti-européens ne doit pas être ignorée



La politique du yuan, un élément crucial de la stabilité financière mondiale



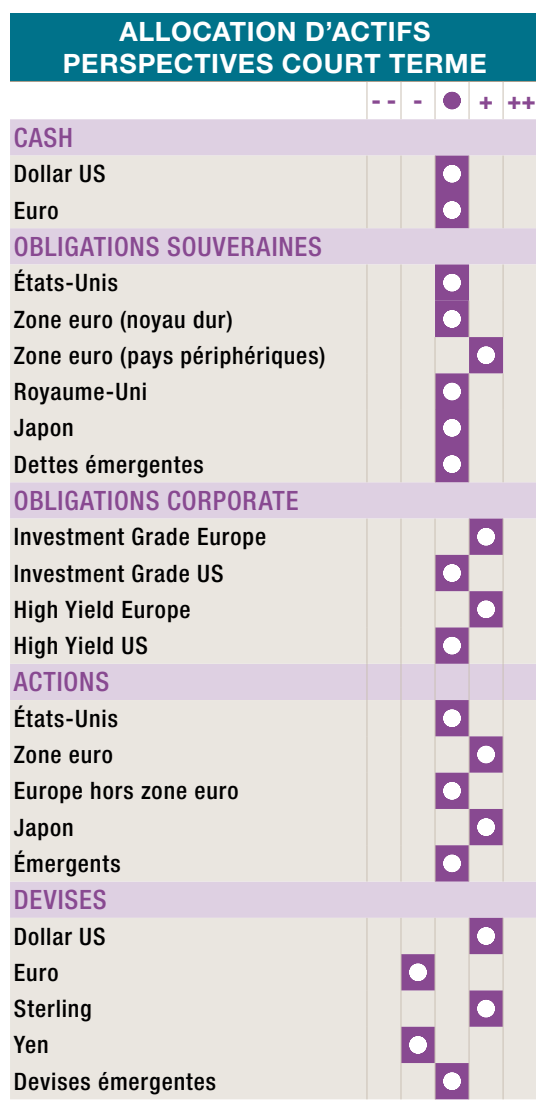
La question de la solvabilité de la Grèce n'est toujours pas réglée



privatisations sont de 1,5 Md, au lieu des 2,2 Mds prévus dans le programme de sauvetage de la Grèce, mais le plan grec prévoit plus de 3 Mds de recettes nouvelles pour l'année 2015. Ce plan est construit sur un excédent primaire (déficit budgétaire – service de la dette) de 1,5 % du PIB (contre 3 % précédemment), et une croissance du PIB de 1,4 %. Les créanciers européens sont certes prêts à des compromis, mais leur base de travail reste la liste de réformes sur laquelle s'était engagé le précédent gouvernement Samaras (notamment une réforme des retraites et une libéralisation plus poussée du marché du travail), ce que les Grecs contestent.

Le principe d'un déblocage anticipé partiel de la dernière tranche de 7,2 Mds € du programme d'aide financière à la Grèce est toujours en cours de négociation. Bonne nouvelle, le 9 avril, le gouvernement grec est en définitive parvenu à rembourser (comme convenu) son échéance sur le plan de remboursement au FMI (460 millions €). Et il devrait disposer de suffisamment de liquidités pour faire face à ses engagements jusqu'au prochain comité de l'Eurogroupe (24 avril). Autre bonne nouvelle, on observe une légère détente des relations entre le gouvernement grec et ses créanciers.

Ceci dit, sur le fond, rien n'est encore résolu et les risques subsistent. Les engagements du gouvernement grec sont insuffisants, la coalition gouvernementale est instable et la situation politique nationale demeure très tendue. Mais pour l'heure, le repli des velléités de la Fed à resserrer sa politique monétaire, l'ampleur et la durée du QE de la BCE, le maintien des taux à un très bas niveau, et le « repricing » des actifs européens nous semblent devoir rester les facteurs dominants. Nous maintenons donc notre allocation d'actifs, en veillant toutefois, comme nous l'avons déjà évoqué précédemment dans ces mêmes colonnes, à prendre des profits et à suivre de près la liquidité des portefeuilles...



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

## TYPE DE PORTEFEUILLE

### Portefeuilles d'actions

- Préférer les actions zone euro
- Long actions japonaises
- Neutre à sous-pondéré en actions US
- Bêta du portefeuille maintenu à neutre
- Marchés émergents: choix pays clivant...
- 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 US)
- 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, short JPY et 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 EUR
- Rester long USD, short EUR et JPY



## Facteurs de risque

AVRIL

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 fait de son mieux pour gérer ses propres prévisions et celles des marchés financiers. Elle vient de nous rappeler que 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'événements favorables : un vaste QE, que les marchés financiers ont jugé crédible, et la baisse -durable- du prix du pétrole. Sans sous-estimer les pressions déflationnistes, ces deux éléments sont de nature à exercer un impact « reflationniste » non négligeable. Qu'il en soit ainsi, et alors il apparaîtra vite évident que l'on sous-estime la croissance économique pour 2015, tandis que les risques d'une nouvelle crise disparaîtront.

RISQUE 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. Les relations entre la Grèce et ses créanciers se sont récemment légèrement détendues. Mais rien n'est réglé sur le fond et la situation politique locale reste très tendue. Le risque de sortie de l'UEM nous semble toujours faible. Mais celui d'une restructuration, de la mise en place d'un contrôle des capitaux ou encore de troubles politiques s'est quant à lui accru.

RISQUE MODÉRÉ



### 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 la *shadow banking*, de réduire dette et créances douteuses, de renouer avec une productivité et une croissance potentielle plus fortes. La Chine a les moyens d'accompagner cette — longue — transition, mais l'enjeu et la tâche à accomplir restent néanmoins colossaux. La forte baisse du prix du pétrole est un atout, mais la dynamique actuelle de la demande interne 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, et les anticipations de remontée des taux directeurs américains plus tard, fin 2015/début 2016, semblent bien ancrées. En revanche, les fondamentaux de certains pays inquiètent : sévère récession en Russie, récession au Brésil, ralentissement marqué en Chine, pressions inflationnistes dans certains pays, liens étroits avec la Chine... Le risque d'accélération du ralentissement en 2015 pour l'ensemble des pays émergents nous semble limité, mais il est à suivre de très près.

RISQUE MODÉRÉ



### UNE GUERRE DES CHANGES RÉGIONALE

Le regain de faiblesse de l'euro et du yen, le QE de la BCE et les mesures d'assouplissement de la BoJ exacerbent les tensions en Asie, où la chute du yen en 2013 avait pesé sur les relations commerciales. Que la Chine entre dans la danse des dévaluations compétitives et ce sera la « guerre totale » (peu probable). Le yuan est désormais une devise cruciale dans la composition du cours effectif du dollar américain. En ce qui concerne l'euro, l'affaiblissement sur lequel nous tablons n'est pas suffisant pour inquiéter les États-Unis, où la reprise sera avant tout tirée par la demande intérieure. Cela alimente quand même la volatilité sur le marché des changes.

RISQUE MODÉRÉ





## Contexte macroéconomique

AVRIL		
AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
<b>ÉTATS-UNIS</b>	<p><b>Poursuite de la reprise, au-delà de la légère baisse de régime observée depuis fin 2014.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Potential de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire »)</b></li> <li>&gt; <b>Contagion des difficultés économiques et/ou financières du reste du monde</b></li> </ul>
<b>BRÉSIL</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Le PMI manufacturier HSBC pour mars est plus bas (46,2) que celui du mois précédent (49,6) et que celui prévu par le consensus (48,2). Malgré de nombreuses hausses de taux, l'inflation des prix à la consommation a encore augmenté 7,7 % en glissement annuel en février</b> mais une partie de cette hausse est imputable à la libéralisation des prix administrés.</li> <li>&gt; La popularité de D. Rousseff a été fortement entamée par le scandale de Pétrobras et rend plus difficile la mise en œuvre des réformes et notamment celle relative à la consolidation budgétaire.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Une politique monétaire trop restrictive accompagnée d'une consolidation budgétaire trop forte pénaliserait la croissance</b></li> </ul>
<b>EUROPE</b>		
<b>ZONE EURO</b>	<p><b>Poursuite de la reprise, soutenue par l'évolution du <i>policy mix</i> monétaire et budgétaire.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; La croissance économique a été légèrement supérieure aux attentes au T4 (+0,3 %) et les premiers chiffres portant sur le T1 sont encourageants.</li> <li>&gt; 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 la politique monétaire très accommodante de la BCE (début du plan d'achats massif d'obligations souveraines en mars), conjugué à l'effet différé des mesures de renforcement des bilans bancaires prises par la BCE en 2014 et 3) de la baisse de l'euro et du prix du pétrole.</li> <li>&gt; L'inflation ne va remonter que très lentement. L'amélioration économique et le plan d'achats d'actifs de la BCE devraient cependant empêcher l'installation d'un processus déflationniste auto-entretenu.</li> <li>&gt; Le risque politique reste significatif (Grèce, voire Espagne en fin d'année).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Intensification des pressions déflationnistes</b></li> <li>&gt; <b>Contagion des difficultés économiques et/ou financières du monde émergent</b></li> <li>&gt; <b>Risque politique (montée des partis anti-institutions lors des élections prévues en 2015)</b></li> </ul>
<b>ROYAUME-UNI</b>	<p><b>Reprise toujours dynamique.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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 devrait permettre un rééquilibrage progressif. L'amélioration de la situation économique de la zone euro sera bénéfique pour les exportations britanniques.</li> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Formation d'une nouvelle bulle immobilière</b></li> <li>&gt; <b>Élections en mai, montée du thème de la sortie de l'UE</b></li> </ul>
<b>ASIE</b>		
<b>CHINE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; En Chine, <b>le PMI manufacturier HSBC chinois en mars (49,6) est légèrement supérieur à celui de février (49,2) et du consensus (49,3).</b></li> <li>&gt; Ce mois-ci se sont tenues en Chine les réunions de l'Assemblée Nationale Populaire. De nombreuses annonces ont été faites, la plus importante étant certainement celle relative à <b>une baisse des cibles de croissance et d'inflation avec en outre l'introduction d'un « environ » qui en dit long sur l'incertitude relative au ralentissement de la Chine.</b></li> <li>&gt; La PBoC a également annoncé une baisse du niveau de l'apport minimal à l'achat d'une résidence secondaire : 40 % du prix d'achat au lieu de 60 à 70 % demandé jusqu'à présent. Cette mesure indique que les autorités chinoises cherchent à relancer le secteur immobilier qui a fortement décéléré depuis un an. Il s'agit ici encore d'une nouvelle mesure de soutien à la croissance</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Détérioration plus rapide qu'anticipée de la qualité de crédit</b></li> <li>&gt; <b>Baisse de la demande externe</b></li> <li>&gt; <b>Hausse des pressions déflationnistes</b></li> <li>&gt; <b>Pas assez de mesures de soutien à l'économie</b></li> </ul>
<b>INDE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; En Inde, <b>la reprise semble se matérialiser</b>, en témoigne la légère amélioration du PMI manufacturier HSBC au mois de mars (52,1) contre 51,2 le mois précédent et 51 prévu par le consensus.</li> <li>&gt; Après avoir surpris les marchés en abaissant ses taux repo en mars, <b>la RBI a laissé ses taux inchangés début avril (7,5%)</b> et déclare attendre l'arrivée de nouvelles données relatives notamment à la croissance et à l'inflation alimentaire avant d'amplifier son assouplissement monétaire.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Remontée des prix des matières premières</b></li> <li>&gt; <b>Une normalisation de la politique monétaire US plus rapide que prévu</b></li> </ul>
<b>JAPON</b>	<p><b>Reprise progressive après des chiffres décevants</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Après deux trimestres négatifs, la croissance est redevenue légèrement positive au T4 mais l'investissement reste faible.</li> <li>&gt; Après les élections de décembre, l'horizon politique est dégagé mais la capacité du gouvernement à mener à bien des réformes structurelles importantes reste à prouver.</li> <li>&gt; Quelques signes d'amélioration apparaissent en ce qui concerne les salaires (mais surtout dans les grandes entreprises).</li> <li>&gt; La baisse du prix du pétrole remet en cause la possibilité d'atteindre rapidement la cible d'inflation (2 %) de la BoJ.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Exposition au ralentissement chinois</b></li> <li>&gt; <b>Reflux de l'inflation avec la baisse du prix du pétrole</b></li> </ul>



## 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 et, probablement, au T1. 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 deux 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 (situation toujours bloquée en Grèce, élections en fin d'année au Portugal et en Espagne).
- **Brésil**: malgré un resserrement monétaire marqué et un taux directeur de 12,75 %, l'inflation persiste en territoire élevé (7,7 % en février). Il faut toutefois noter que la libéralisation des prix administrés explique en partie cette hausse de l'inflation. Un suivi des chiffres dans les mois à venir devrait permettre d'avoir une vision plus claire. L'affaire Petrobras complique la mise en œuvre des réformes et notamment celle relative à la consolidation budgétaire, ce qui *in fine* pèsera sur la croissance pour laquelle les anticipations sont déjà très basses. À titre illustratif, on peut noter l'effondrement de la production industrielle en février (-9,1 % en ga).
- **Russie**: la croissance du PIB 2014 est certes positive (+0,4 %) mais largement en dessous de celle de 2013 (+0,9 %) et plus bas qu'anticipé par le consensus (+0,7 %).

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
<b>États-Unis</b>	2,4	2,7	2,6	1,7	0,3	1,8
<b>Japon</b>	0,0	1,0	1,5	2,6	0,6	1,5
<b>Zone euro</b>	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	1,4	1,9	1,6	-0,2	-0,5	0,5
<b>Royaume-Uni</b>	2,8	2,4	2,4	1,7	0,9	2,0
<b>Russie</b>	0,6	-4,5	-1,5	7,8	13,5	8,5
<b>Turquie</b>	3,0	3,3	3,7	8,9	7,0	6,5
<b>Chine</b>	7,4	6,5	6,3	2,0	1,7	1,7
<b>Inde</b>	5,8	6,0	6,2	6,4	6,2	5,8
<b>Indonésie</b>	5,0	5,5	5,8	6,4	6,7	6,1
<b>Brésil</b>	0,1	-0,5	1,5	6,3	5,9	5,6
<b>Pays développés</b>	1,6	1,9	2,0	1,4	0,4	1,5
<b>Pays émergents</b>	4,6	4,0	4,6	4,2	4,3	4,2
<b>Monde</b>	3,3	3,1	3,4	2,9	2,6	3,0

Source: Recherche Amundi

### PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- **Fed**: la 1<sup>re</sup> hausse de taux directeurs aura lieu vers 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<sup>re</sup> hausse de taux directeurs arrivera après celle de la Fed.

	02/04/2015	Amundi + 6m.	Consensus T3 2015	Amundi + 12m.	Consensus T1 2016
<b>États-Unis</b>	0,25	0,25	0,55	0,75	1,10
<b>Zone euro</b>	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
<b>Japon</b>	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Royaume-Uni</b>	0,50	0,50	0,55	0,75	0,85

### 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 pressions à la baisse sur les taux des pays du cœur vont se poursuivre 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					
	02/04/2015	Amundi + 6m.	Consensus T3 2015	Amundi + 12m.	Consensus T1 2016
<b>États-Unis</b>	0,54	0,80/1,00	0,86	1,20/1,40	1,18
<b>Allemagne</b>	-0,26	-0,20/0,00	-0,24	-0,20/0,00	-0,21
<b>Japon</b>	0,03	0,00/0,20	0,02	0,00/0,20	0,03
<b>Royaume-Uni</b>	0,43	0,60/0,80	0,63	1,00/1,20	0,90

Taux 10 ans					
	02/04/2015	Amundi + 6m.	Consensus T3 2015	Amundi + 12m.	Consensus T1 2016
<b>États-Unis</b>	1,89	2,00/2,20	2,01	2,20/2,40	2,11
<b>Allemagne</b>	0,18	0,20/0,40	0,22	0,20/0,40	0,26
<b>Japon</b>	0,34	0,30/0,50	0,39	0,30/0,50	0,45
<b>Royaume-Uni</b>	1,59	1,80/2,00	1,74	2,00/2,20	1,85

### PRÉVISIONS DE CHANGE

- **EUR**: encore baissier sur la parité EUR/USD car les investisseurs hors zone euro vendront plus facilement leurs obligations souveraines à la BCE que les investisseurs zone euro (banques et compagnies d'assurance européennes garderont leurs titres pour des raisons règlementaires).
- **USD**: la divergence entre la Fed et les autres banques centrales des pays avancés et les meilleures perspectives de croissance continueront de soutenir 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.

	01/04/2015	Amundi + 6m.	Consensus T3 2015	Amundi + 12m.	Consensus T1 2016
<b>EUR/USD</b>	1,09	0,95	1,05	1,00	1,05
<b>USD/JPY</b>	120	125	124	130	126
<b>GBP/USD</b>	1,48	1,36	1,48	1,43	1,50
<b>USD/CHF</b>	0,96	1,11	1,02	1,05	1,05
<b>USD/NOK</b>	7,96	9,26	8,30	8,80	8,18
<b>USD/SEK</b>	8,62	9,79	9,00	9,30	8,87
<b>USD/CAD</b>	1,26	1,30	1,29	1,35	1,27
<b>AUD/USD</b>	0,76	0,75	0,74	0,75	0,73
<b>NZD/USD</b>	0,75	0,70	0,71	0,70	0,70

**1 QE de la BCE : le comportement des investisseurs hors zone euro sera déterminant**

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique - Paris*

Le 22 janvier 2015, la BCE a annoncé un plan d'achat de titres d'une ampleur conséquente: 1 140 Mds € dont environ 850 Mds d'obligations souveraines (environ 220 Mds € d'obligations allemandes et 170 Mds € d'obligations françaises). L'une des grandes questions soulevées par ce plan est « qui vendra ses titres à la BCE? », cette question se posant encore plus pour les obligations allemandes dont le stock n'augmentera quasiment pas en 2015. Comme nous l'avons indiqué dans notre édition précédente, il est probable que les investisseurs non européens vendent plus aisément leurs obligations souveraines à la BCE que les investisseurs européens, notamment car les banques et les compagnies d'assurance européennes (qui détiennent respectivement environ 1 900 Mds € et 1 650 Mds € d'obligations souveraines sur un stock total de 7 400 Mds €) pourraient souhaiter conserver les obligations souveraines qu'elles détiennent pour des raisons réglementaires (Bâle III, Solvency II). Cela pourrait emmener l'euro encore plus bas.

Tout d'abord, il est nécessaire de clarifier un point : les non-résidents qui détiennent des obligations souveraines européennes peuvent être situés en zone euro ou à l'extérieur de la zone euro. Par exemple, la dette souveraine allemande est détenue à plus de 60 % par des investisseurs non-résidents (c'est-à-dire non implantés en Allemagne) mais une part significative de ces investisseurs sont implantés en zone euro, par exemple des banques françaises détenant des obligations allemandes. Le problème est que les statistiques portant sur chacune des dettes nationales ne font que la distinction « détention des résidents/détention des non-résidents » et pas la distinction « détention des résidents/détention des non-résidents zone euro/détention des non-résidents hors zone euro ».

Sur la base de statistiques nationales et de la BCE, nous avons effectué des estimations concernant la détention de titres souverains européens par les non-résidents, selon qu'ils soient implantés en zone euro ou non (voir graphique ci-contre). On peut constater que les investisseurs hors zone euro n'ont accru leurs détentions de dette souveraine euro qu'à partir de 2006. **Contrairement aux idées reçues, les investisseurs hors zone euro n'ont absolument pas liquidé leur exposition à la dette souveraine euro lors de la crise de la zone euro et l'ont même accru pour la porter aux alentours de 35 % du stock!** En réalité, c'est l'exposition transfrontalière intra-zone euro qui a fortement baissé en 2011-2012, les banques de la zone euro ayant fortement allégé leur détention de dette périphérique. Il n'y a pas véritablement eu de défiance des non-européens envers les obligations européennes pendant la crise de la zone euro, il y a essentiellement eu une défiance des investisseurs des pays du cœur envers les obligations des pays en crise. La configuration est différente aujourd'hui: selon les chiffres de la BCE, pour la zone euro, les flux nets sur le marché obligataire ont été sortants pour un montant de 157 Mds € sur les six derniers mois (août 2014 à janvier 2015), un montant qui n'est pas compensé par des flux nets sur les marchés actions (flux nets entrants de 70 Mds €).

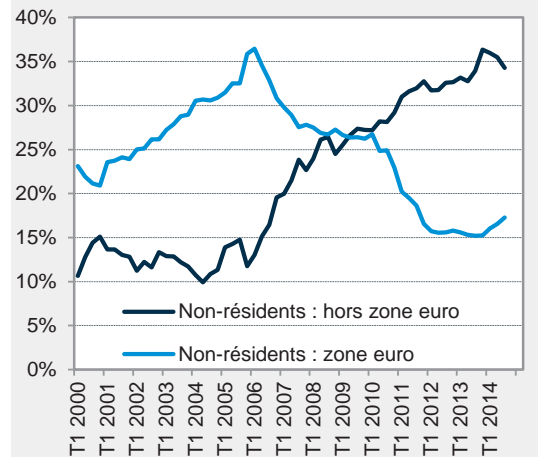
**Quelle importance pour l'euro ?** Depuis le milieu de l'année 2014, les marchés de change se sont mis à anticiper une expansion significative du bilan de la BCE et l'euro s'est fortement déprécié, surtout contre le dollar. Toutefois, les flux de portefeuille jouent un rôle très important dans l'évolution de l'euro. En particulier, l'évolution de la part de la dette souveraine euro détenue par les non-résidents hors zone euro est assez bien corrélée à l'évolution de la parité EUR/USD et permettrait d'expliquer une partie de la résilience de l'euro sur les années 2012-2013. Si les investisseurs hors zone euro se mettaient effectivement à vendre de façon significative leurs obligations euro à la BCE (les derniers chiffres de balance des paiements indiquent que cela a déjà commencé), l'euro pourrait baisser de façon encore plus significative. Rappelons que les investisseurs hors zone euro détiennent surtout des obligations allemandes et françaises et que les rendements de celles-ci sont soit très proches de zéro soit négatifs.

**L'essentiel**

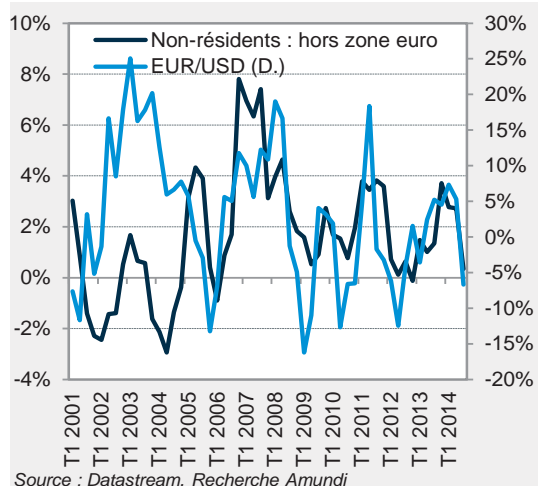
**Le QE de la BCE a commencé début mars. Les investisseurs hors zone euro pourraient céder leurs obligations à la BCE plus aisément que les investisseurs européens, les banques et les compagnies d'assurance européennes pouvant conserver leurs titres pour des raisons réglementaires.**

Contrairement aux idées reçues, les investisseurs hors zone euro n'ont absolument pas liquidé leur exposition à la dette souveraine euro lors de la crise de la zone euro et l'ont même accru durant cette période. Un inversement de tendance pèserait sur l'euro.

**1 Part de la dette souveraine zone euro détenue par les non-résidents**



**2 Évolution de la détention hors zone euro de la dette souveraine européenne vs EUR/USD (sur 4 trim.)**



## 2 L'euro peut-il tomber durablement sous la parité ?

DIDIER BOROWSKI, Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Depuis sa naissance, la monnaie unique a connu d'amples fluctuations qui l'ont éloignée — parfois pendant de longs moments — de sa parité d'équilibre (que l'on estime proche de 1,20-1,25 \$). On a en effet pu constater des phases de « sursuraction » tant à la baisse qu'à la hausse.

### Entre 2000 et 2002, l'euro tombe sous la parité en raison de la diversification des portefeuilles d'actions des résidents de la zone euro (ZE)

Après son introduction à une parité de 1,18 \$ (1<sup>er</sup> janvier 1999), l'euro s'est ensuite continûment déprécié tombant à un plus bas historique face au dollar (0,83 \$ en octobre 2000). Cette baisse résulte en grande partie de la diversification des portefeuilles des résidents de la ZE. Avec l'arrivée de la monnaie unique, ces derniers se sont retrouvés détenir une part trop importante de leurs actifs libellés dans la même devise. Entre 2000 et 2002, la ZE a enregistré des sorties de capitaux au titre des actions de l'ordre de 200 Mds € par an ! Parallèlement, la zone euro enregistre des entrées nettes d'obligations mais d'une ampleur insuffisante pour compenser les sorties nettes d'actions, d'autant plus qu'à l'époque le solde de la balance courante était déficitaire (-1,5 % du PIB). Quand l'euro est tombé au plus bas en octobre 2000, la balance de base (solde courant + entrées nettes d'actions et d'investissements directs étranger) était en déficit de près de 5 % du PIB. Résultat : l'euro est resté sous la parité face au dollar pendant trois années consécutives.

### En 2008 puis en 2009, l'euro s'envole avec les achats par les investisseurs étrangers de titres de dette (notamment) de la ZE

Des sursuractions à la hausse de l'euro ont été observées à deux reprises (1,60 \$ en novembre 2008 et à 1,50 \$ en octobre 2009) ; ces épisodes résultent de la diversification des portefeuilles, mais cette fois-ci des investisseurs étrangers (asiatiques notamment). On observe en effet à cette époque une envolée des achats de titres de placements obligataires et monétaires de la ZE, parallèlement à l'augmentation de la part des réserves de change des banques centrales vers l'euro. Ces mouvements s'expliquent, en partie, par les écarts de taux d'intérêt entre l'Allemagne et les États-Unis. Notons que l'on observe, aux mêmes moments, une accélération des achats d'actions de la ZE par les résidents américains. Les flux de portefeuille jouent alors tous dans le même sens et compensent un solde courant qui passe temporairement dans le rouge durant la « grande récession ».

### Depuis la mi-2014, la diversification de portefeuilles obligataires des résidents de la ZE pèse sur la monnaie unique

L'anticipation d'un QE de grande envergure de la BCE – dont la probabilité n'a fait que grimper depuis le discours prononcé par Mario Draghi à Jackson Hole au mois d'août dernier – a fait chuter l'ensemble des taux d'intérêt obligataires en ZE.

Dans ces conditions, on observe que **les résidents de la zone euro diversifient de façon croissante leurs portefeuilles obligataires (depuis la mi-2014) en allant chercher du rendement sur des titres étrangers plus rémunérateurs. Leurs achats de titres étrangers (cumulés sur 12 mois) s'élevaient à près de 3,2 % du PIB en janvier 2015, alors qu'entre l'été 2013 et l'été 2014 ils étaient nuls.** Quant aux achats de titres de dettes de la ZE par les investisseurs étrangers, ils se sont nettement réduits et ne représentent plus que 0,5 % du PIB (janvier 2015), soit trois fois moins qu'à l'été 2013. Ce double mouvement explique en grande partie l'affaiblissement récent de l'euro (cf. graphique).

Si les investisseurs étrangers se mettent en plus à se délester de leurs titres européens (cf. « QE de la BCE : le comportement des investisseurs hors zone

## L'essentiel

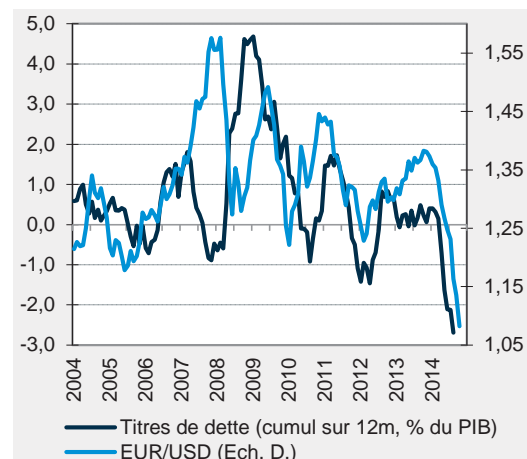
**L'euro passera-t-il sous la parité face au dollar ?** Depuis sa naissance, la monnaie unique a connu des phases de sursuraction tant à la baisse (2000) qu'à la hausse (2008-2009). À quoi faut-il s'attendre en 2015 ? On observe que les résidents de la zone euro tendent à diversifier leurs portefeuilles obligataires en achetant des titres étrangers. Les investisseurs étrangers seront quant à eux incités par les conditions de marché à se délester de leurs titres souverains de la zone euro. **Les sorties nettes de capitaux au titre des obligations ont commencé à peser sur l'euro.**

**Mais contrairement à 2000, il y a aujourd'hui des forces de rappel qui empêcheront la devise européenne de s'effondrer.** D'une part, la balance commerciale de la zone euro est très excédentaire. D'autre part, les investisseurs étrangers sont acheteurs nets d'actions de la zone euro. Ces dernières bénéficient toujours d'une décote, notamment par rapport aux actions américaines. La baisse de l'euro améliore les profits des sociétés. **En définitive, si l'euro passe sous la parité, l'épisode devrait être beaucoup moins long qu'il y a 15 ans.**



Quand l'euro est tombé au plus bas en octobre 2000, la balance de base était en déficit de près de 5 % du PIB

1 Entrées nettes de titres de dette (cumul sur 12 mois glissants, % du PIB) vs EUR/USD



*euro sera déterminant* » dans cette édition), cela pourrait clairement faire plonger l'euro sous la parité face au dollar. Or un tel mouvement est assez probable ; avec le QE de la BCE, ils disposent en effet d'une occasion idéale pour céder à la BCE, au prix fort, les obligations souveraines de la ZE qu'ils détiennent en portefeuille.

## Vers un mouvement de surréaction de courte durée ?

Cependant, si tel est le cas, il y a au moins deux raisons qui militent pour une surréaction à la baisse de plus courte durée qu'il y a 15 ans.

**Primo, l'excédent courant de la ZE ne cesse d'augmenter.** À près de 2,5 % du PIB, il est à son plus haut niveau historique. Les soldes courants des pays du Sud de l'Europe sont tous repassés dans le vert, tandis que ceux des pays du cœur déjà très excédentaires (Allemagne, Pays-Bas) n'ont pas diminué. Il s'agit en partie d'un excédent lié à la compression des importations (récession puis faible rebond de la demande intérieure) et, pour partie, du résultat des efforts de compétitivité entrepris dans les pays du Sud (dévaluations internes). En 2015 et 2016, la reprise de la demande intérieure devrait peser sur le solde commercial (hausse des importations). Mais ce mouvement sera probablement compensé par le surcroît d'exportations induit par les gains de compétitivité.

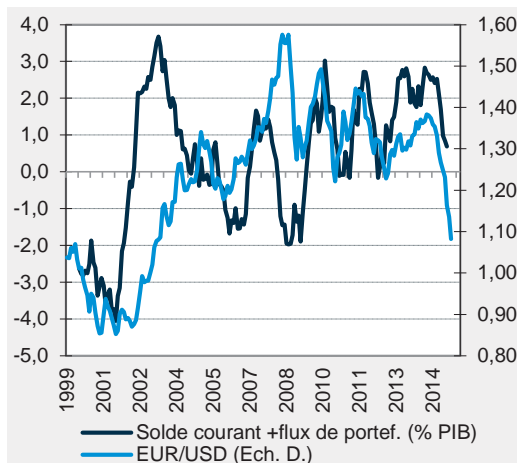
**Secundo, la baisse de l'euro améliorera la rentabilité des entreprises et incitera les investisseurs étrangers à accroître leur exposition aux actions de la ZE.** On note déjà une inflexion dans la dynamique des bénéfices par action. Plus l'euro baissera, plus les investisseurs étrangers – encore sous-pondérés en actions de la ZE – seront incités à accroître leur exposition. Et ce d'autant plus que plusieurs métriques de valorisation montrent, qu'en dépit de leur envolée depuis le début de l'année, les bourses de la zone euro sont encore décotées par rapport au marché américain (PE de Shiller plus faible, « *price to book* » en deçà de sa moyenne de long terme). L'attractivité des bourses européennes pourrait même s'accroître avec une conjoncture particulièrement bien orientée au sein de la ZE (amorce d'un cycle d'expansion sous l'effet de la chute des taux d'intérêt, de la baisse du prix du pétrole et du desserrement des contraintes budgétaires). Les achats d'actions de la ZE par les investisseurs étrangers devraient donc, au final, exercer un rôle stabilisateur et compenser, pour partie, les sorties nettes d'obligations. On observe déjà une nette accélération des achats d'actions de la ZE par les investisseurs américains depuis la mi-2014. Ce mouvement peut encore s'intensifier.

Quoi qu'il en soit, il faut garder à l'esprit que ces « chocs de diversification » sont par essence temporaires. À plus long terme, la vraie force de rappel sera exercée par le solde courant. Notons que si l'on agrège ce dernier avec les flux nets de titres de portefeuille, la zone euro est toujours en excédent de près de 1 % du PIB (vs un déficit de 4 % du PIB en 2000, cf. graphique 2) ; or la baisse de l'euro viendra, à terme, renforcer l'excédent de la balance courante...

## Que conclure ?

**À court terme, l'euro restera soumis à des « vents contraires »** dont il est bien difficile aujourd'hui de jauger la force. **Le risque de surréaction à la baisse nous semble néanmoins l'emporter à l'horizon des 6 prochains mois** avec la sortie probable des investisseurs étrangers des marchés souverains de la zone euro (au moins de ceux des pays du cœur). **Mais les « vents favorables » devraient ensuite finir par dominer et conduire l'euro à se stabiliser puis à se raffermir.** La situation est, à cet égard, très différente de celle qui prévalait au début des années 2000.

### 2 Zone euro : solde courant + flux nets de titres de portef. (cumul sur 12 m) vs EUR/USD



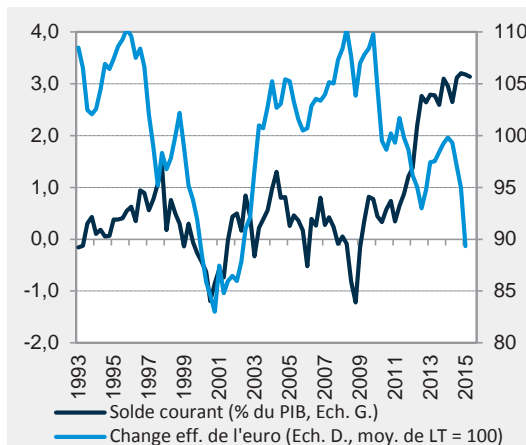
Source : Datastream, Recherche Amundi



Si l'on agrège les flux nets de titres de portefeuille avec la balance courante, la zone euro est toujours aujourd'hui en excédent de 1 % du PIB



### 3 Zone euro : solde courant (% du PIB) vs. taux de change effectif réel de l'euro



Source : Datastream, Recherche Amundi



Le risque de surréaction à la baisse nous semble néanmoins l'emporter à l'horizon des 6 prochains mois



### 3 Devises émergentes : les banques centrales confrontées à la quadrature du cercle

MARC-ALI BEN ABDALLAH, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*  
NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*  
BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*  
KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

#### Les marchés émergents ont obtenu un peu de répit

Tôt ou tard, la Fed procèdera à un resserrement de sa politique de taux, ce qui pourrait avoir des conséquences sur les devises émergentes : tout le monde a encore en mémoire la forte dépréciation des devises émergentes après que Ben Bernanke avait suggéré en mai 2013 que la Fed pourrait diminuer ses achats d'actifs (« *taper tantrum* »). Il a été défendu à plusieurs reprises dans cette publication que le resserrement monétaire sera vraisemblablement lent et que son amplitude sera bien plus limitée que lors des cycles précédents (« *Chine et Europe : le chien dans le jeu de quilles de la normalisation monétaire américaine* », Cross Asset Investment Strategy, mars 2015).

Lors du FOMC du 18 mars, même si la Fed a supprimé de son communiqué le fait qu'elle sera « *patiente en ce qui concerne le début de la normalisation de sa politique monétaire* », la Fed a manifestement repoussé dans le temps son cycle de resserrement en abaissant massivement ses projections de *fed funds* (aussi appelés les « dots »), ce qui laisse un peu d'air aux pays émergents. Au final, la position plus souple qu'attendue de la Fed est la nouvelle la plus importante de ces derniers mois pour les devises émergentes.

De l'autre côté du Pacifique, la Chine, dont les décisions de politique de change ont de fortes répercussions sur les autres devises émergentes, particulièrement d'Asie, a vraisemblablement opté pour une stabilité relative du yuan face au dollar à court terme (voir dans cette édition le texte « *La Chine sur la corde raide : tenter une stabilisation stérilisée au lieu d'une dévaluation classique* »).

La stabilisation des parités entre les trois grandes devises de ce monde – dollar, euro et yuan – offre un répit aux devises émergentes après une vague d'ajustement brutal. Les pressions sur les devises émergentes venant de ces deux poids lourds devraient vraisemblablement continuer à se matérialiser au cours de l'année.

#### Dollar tantrum dans la foulée d'un taper tantrum

L'appréciation du dollar qui s'est accélérée depuis l'été dernier s'est traduite par une forte dépréciation des devises émergentes. Ce nouvel épisode de stress rappelle celui du *taper tantrum*, en plus long et surtout plus brutal. Les mêmes causes produisant les mêmes effets, on associe aisément la nouvelle baisse des devises émergentes avec la divergence des trajectoires monétaires entre la Réserve Fédérale et la BCE (cf. graphique N° 2). On observe, d'ailleurs, que la volatilité implicite excédentaire des devises émergentes – écart entre l'indice de volatilité implicite VXY émergent et celui du G7 – est devenue très instable dans la période récente de forte divergence des anticipations de politique monétaire entre la Fed et la BCE.

Pour autant, très peu de devises ont eu un comportement au cours du *dollar tantrum* comparable à celui de l'épisode du *taper tantrum*. La comparaison des rythmes de dépréciation annualisés des deux épisodes fait apparaître une inversion des hiérarchies en termes de dépréciation. Autrement dit, les devises qui ont le plus souffert en 2013 sont parmi celles qui, en relatif, ont le moins baissé dans cette phase d'appréciation du dollar.

#### L'histoire bégaie sans se répéter

Ceci tendrait à accréditer l'hypothèse qu'une bonne partie des déséquilibres macroéconomiques des économies émergentes a été intégrée par les

#### L'essentiel

**Le biais plus accommodant qu'escompté de la part de la Réserve Fédérale a offert un peu de répit aux marchés émergents en limitant la volatilité des obligations du Trésor américain.**

La baisse quasi continue des devises émergentes contre dollar fait craindre soit une détérioration des fondamentaux émergents soit une remontée des taux locaux en conséquence d'une fuite des investisseurs étrangers.

La seconde perspective est loin d'être la plus probable à court terme. Une investigation des facteurs sous-tendant la volatilité des devises tend à établir que les principaux risques macroéconomiques actuels sont bien intégrés.

Cependant, à moyen terme, les économies émergentes vont se retrouver face à un épineux dilemme de politique économique : tout tenter pour ne pas laisser leur devise se déprécier pour éviter la remontée mécanique des coûts afférents au financement de leur dette en monnaie non domestique.



La position plus souple qu'attendue de la Fed est la nouvelle la plus importante de ces derniers mois pour les devises émergentes



investisseurs, et par conséquent dans les cours des devises, dès l'épisode du *taper tantrum*. Pour confirmer, cette hypothèse, il suffit de comparer la valorisation des devises émergentes à la veille du dollar *tantrum*, c'est-à-dire en juin 2014, à leur rythme de dépréciation depuis lors.

La mise en relation du rythme de dépréciation des devises émergentes depuis juin 2014 à la variation du taux de change effectif réel<sup>1</sup> entre avril 2013 et juin 2014, met en lumière que les devises qui ont le mieux résisté sont celles dont les taux de change effectifs réels se sont le plus dépréciés lors du premier *tantrum*.

Deux groupes de devises dérogent, néanmoins, à cette observation : les devises d'Europe centrale (le zloty polonais, le forint hongrois, la couronne tchèque, le leu roumain) et quatre devises d'exportateurs de matières premières que sont les pesos chilien, mexicain et colombien et le ringgit malais. Dans le premier cas, il faut y voir les conséquences des pressions déflationnistes de la zone euro. Dans le second, l'intensité du choc sur les matières premières dû à l'appréciation du dollar sera parvenue à ébranler même les économies productrices les plus robustes.

**La composante cyclique des devises a largement pris en compte les tendances actuelles**

À court terme, nous anticipons une stabilisation des devises émergentes. Cette conviction repose sur une analyse de la variance et une interprétation des facteurs communs qui expliquent la volatilité à horizon un an des devises émergentes. Trois facteurs fondamentaux se dégagent : le momentum économique de la Chine, le comportement des prix des matières premières et enfin la vigueur de la reprise européenne mesurée comme les écarts positifs entre les chiffres économiques de la zone et les anticipations du consensus<sup>2</sup>.

Il est aisé de comprendre l'importance de ces facteurs dans la mesure où la Chine est une économie systémique pour l'économie mondiale, que la plupart des émergents produisent des matières premières et que l'Europe est un des principaux importateurs pour la vaste majorité d'entre eux. Quoi qu'il en soit, l'ensemble de ces trois facteurs explique en moyenne 80 % de la volatilité des devises émergentes contre dollar.

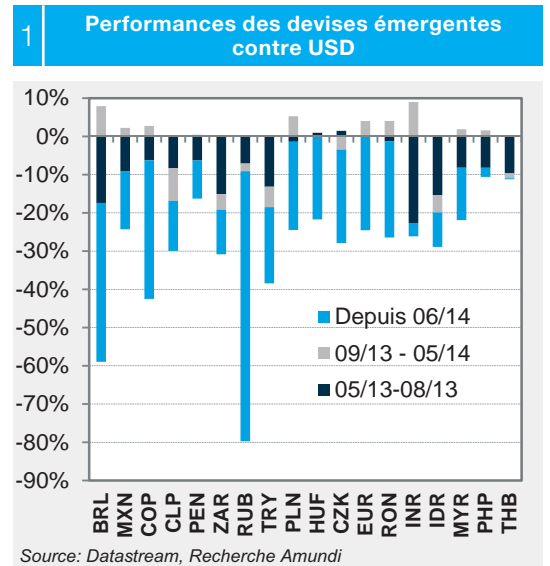
À chaque facteur fondamental peut être associé un panier de devises. De fait, cette corrélation permet d'évaluer l'anticipation concernant le facteur considéré implicite aux comportements des devises. Actuellement, les devises émergentes font preuve d'un excès de pessimisme sur les perspectives économiques de court terme en Chine, et probablement un excès d'optimisme sur la vigueur de la reprise européenne (cf. graphiques n° 5 et 6). Les comportements qui, en toile de fond, sous-tendent ces conclusions résident essentiellement dans les contreperformances des devises à haut rendement telles que le rouble russe ou le real brésilien, tout autant que les contreperformances des devises d'Amérique Latine (pesos chilien, mexicain, colombien, sol péruvien) ou le ringgit malais. Toutes ces devises devraient rebondir contre dollar au second trimestre.

**Des perspectives qui demeurent en demi-teinte à moyen terme**

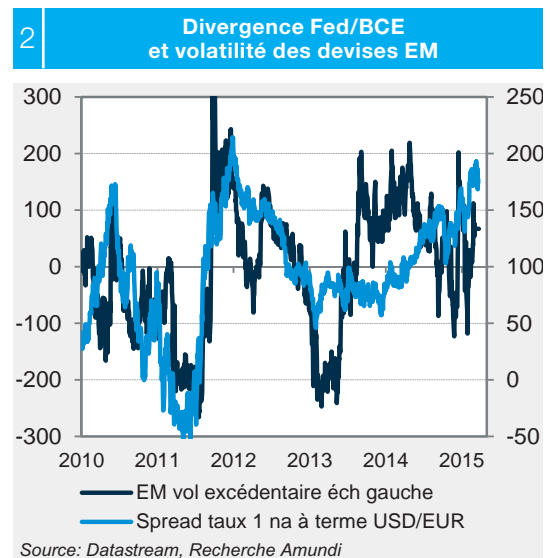
Ceci étant, la dépréciation des devises émergentes contre dollar au cours de cette période prolongée d'appétit immodéré pour le dollar reflète potentiellement deux perspectives distinctes : soit une anticipation de détérioration du risque fondamental émergent, soit une anticipation d'accroissement du *spread* des taux entre les économies émergentes et les

<sup>1</sup> Une mesure de valorisation cohérente consisterait à estimer de l'écart du taux effectif de change réel à son niveau d'équilibre. Étant donné que la période d'étude ne dépasse pas les neuf mois, la variation de cette métrique s'expliquera pour l'essentiel par la variation du taux de change effectif réel lui-même.

<sup>2</sup> Ce que l'on nomme aussi surprises économiques.



“ Les devises émergentes font preuve d'un excès de pessimisme sur les perspectives économiques de court terme en Chine ”



États-Unis<sup>3</sup>. Les deux cas de figure sont défavorables pour les économies émergentes surtout dans un contexte de normalisation des taux, même graduelle et tardive, de la part de la Fed.

Le risque d'une remontée rapide des taux américains paraît à ce stade limité. En premier lieu, une Réserve Fédérale plus graduelle qu'attendue signifie un affaiblissement des tensions sur les *spreads* de terme — écart entre taux courts et taux longs — de la courbe américaine. Une conséquence très appréciable de cette réduction des tensions sur le *spread* de terme sera un abaissement de la volatilité des obligations américaines.

Du point de vue des taux émergents, une baisse de la volatilité de l'actif considéré comme sans risque — les obligations américaines — est un facteur de soutien non négligeable. Concrètement, la volatilité des devises émergentes devrait s'abaisser ce qui pourrait limiter un risque d'envolée des taux liée à un retrait de capitaux des investisseurs étrangers. Quant à la dette souveraine en dollar, l'attractivité actuelle du portage de *spread* devrait permettre d'absorber les conséquences de la hausse des taux longs américains. Sous hypothèse de *spread* sur l'indice EMBI Global diversified s'abaissant à 350 pb d'ici à T1 2016, la performance de l'indice pourrait avoisiner les 4 %.

**Il existe une opposition entre des économies à levier important et celles à larges déséquilibres domestiques**

Notre approche de segmentation des pays émergents par classification ascendante hiérarchique (cf. « Une approche globalisée de la classification émergente » Cross Asset Investment Strategy, septembre 2014) nous permet de répartir les 31 principales économies mondiales<sup>4</sup> en quatre blocs. Un bloc Chine formé par la Chine et ses principaux partenaires d'Asie<sup>5</sup>, un bloc européen constitué des économies d'Europe centrale et des économies avancées de meilleure notation souveraine (Allemagne, Pays-Bas et Suède), un bloc avancé comprenant les États-Unis, le Royaume-Uni et les autres pays cœur de la zone Euro (France, Italie, Belgique) et enfin d'un bloc d'économies émergentes en transition regroupant les économies émergentes d'Amérique Latine, l'Indonésie, l'Inde, la Russie, l'Afrique du Sud et la Turquie.

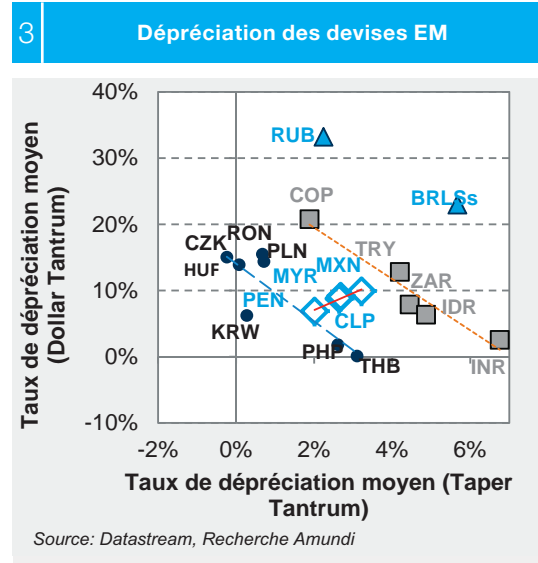
À grands traits, il se dessine une opposition entre des économies à levier important notamment celles pour lesquelles le stock dette externe<sup>6</sup> (rapporté au PIB) en dollar est élevé : principalement les économies d'Asie, en particulier la Chine et ses partenaires (Malaisie, Thaïlande, Corée), et des économies à larges déséquilibres domestiques dont une des manifestations les plus préoccupantes pour les marchés de taux est l'inflation. Dans cette catégorie on trouve les économies russe, brésilienne, turque, indonésienne et colombienne. Ces dernières vont rapidement se retrouver confrontées au besoin de durcir leur biais de politique monétaire. Seul le Brésil est très avancé dans ce processus. Pour ces deux blocs — Chine et partenaires, économies vulnérables — le risque majeur de moyen terme réside dans une fuite des capitaux susceptible de créer un stress financier dû à un *currency mismatch*.

<sup>3</sup> C'est en substance ce qu'énonce le principe de parité des taux d'intérêt non couverte. Si deux économies présentent des profils fondamentaux équivalents et que leurs dettes sont parfaitement substituables alors la variation du taux de change de leurs devises respectives doit être égale à l'écart de leurs taux. En conséquence, la non-parité des taux i.e. la non-équivalence des profils fondamentaux induit que la variation du taux de change est égale à l'écart de taux ajusté d'une prime de risque.

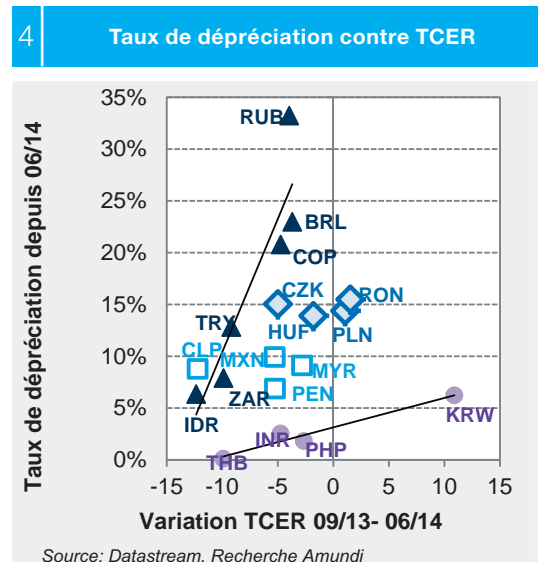
<sup>4</sup> Afrique du Sud, Allemagne, Belgique, Brésil, Canada, Chile, Chine, Colombie, Corée du Sud, États-Unis, France, Hongrie, Inde, Indonésie, Italie, Japon, Malaisie, Mexique, Pays-Bas, Pérou Philippines, Pologne, République Tchèque, Roumanie, Russie, Suède, Suisse, Taïwan, Thaïlande, Turquie, Royaume-Uni.

<sup>5</sup> Chine, Corée du Sud, Japon, Malaisie, Taïwan, Thaïlande

<sup>6</sup> La dette externe correspond à la dette détenue par les non-résidents quelle que soit la monnaie support locale ou en dollars.



“ La dépréciation des devises émergentes contre dollar reflète soit une anticipation de détérioration du risque fondamental émergent, soit une anticipation de hausse des taux émergents ”





**Les économies émergentes en quête du graal : rassurer les investisseurs sans briser la croissance**

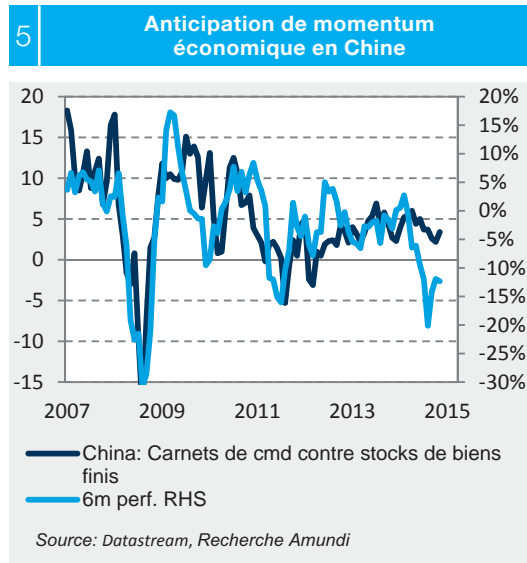
Les banques centrales de ces pays vont sans doute devoir adapter, voire modifier, leur orientation de politique monétaire comme cela a été le cas de la PBoC qui est fortement intervenue sur le marché des changes à la mi-mars pour limiter les pressions baissières sur le yuan. La réponse qui sera apportée par les différentes banques centrales aux pressions exercées par les marchés sur le cours des devises dépendra principalement de la sensibilité de leur économie aux variations de la devise et aux besoins de financements extérieurs. Autrement dit, plus une économie est exposée et dépendante de l'endettement extérieur, plus la banque centrale cherchera à limiter la dépréciation de la monnaie qui aurait pour conséquences d'alourdir la charge de la dette en monnaie étrangère, de faire fuir les capitaux étrangers et in fine, d'accroître la vulnérabilité du pays en question via une spirale négative entre ces variables (cf. encadré).

Différentes métriques permettent d'évaluer cette sensibilité, les plus importantes étant la part de la dette détenue par les non-résidents (autrement dit la dette extérieure, qu'elle soit libellée en monnaie locale ou en monnaie étrangère), le poids du service de la dette, les besoins d'investissement qui peuvent être estimés à partir du solde du compte courant et de la part de l'épargne domestique, les réserves de change, l'écart de taux avec les pays avancés (notamment USA et zone euro) mais aussi les taux de croissance et d'intérêt réels.

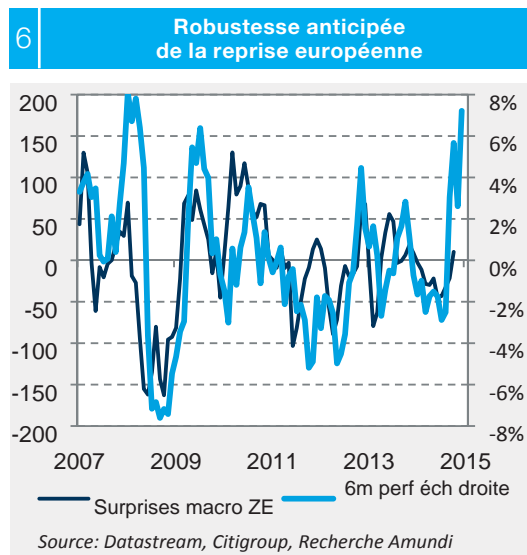
Afin d'anticiper les réactions possibles des banques centrales des différentes économies émergentes, une analyse et un suivi attentionné de ces métriques paraissent donc primordiaux à un horizon court. De même, au-delà de l'anticipation des réactions des banques centrales, c'est l'impact de leurs décisions qui devra être évalué. En effet, si les banques centrales jugent nécessaire d'intervenir, elles disposent de deux instruments orthodoxes : leurs réserves de change et/ou leurs taux directeurs. Les réserves de change peuvent, en cas de pressions prolongées sur la monnaie, ne pas suffire à stabiliser le cours du change et la seule alternative dans ces circonstances demeure la hausse des taux d'intérêt directeurs ou le recours à une solution plus hétérodoxe : les contrôles de capitaux.

Dans un environnement global peu dynamique avec des perspectives de ralentissement de la croissance dans la plupart des économies émergentes en 2015, une hausse des taux d'intérêt directeurs peut s'avérer peu optimale dans une optique de soutien de la croissance. À cet égard, la Russie, le Brésil et, dans une moindre mesure, la Chine semblent particulièrement exposés, en raison de facteurs politiques spécifiques. Un resserrement de la politique monétaire a un effet récessif sur l'économie dans la mesure où il constitue un frein à l'investissement (hausse du coût de celui-ci) et augmente la charge de la dette (limitant ainsi les possibilités de relance budgétaire).

En conclusion les autorités monétaires des pays qui devront pour le moins stabiliser leur monnaie seront donc confrontées à un challenge : déterminer le « bon » niveau de taux d'intérêt qui permet à la fois de limiter la hausse du service de la dette et les sorties de capitaux (i.e trouver un équilibre entre taux d'intérêt élevés qui stabiliseraient le change mais pèseraient sur la dette) et des taux d'intérêt trop faibles pour prévenir les sorties de capitaux du pays, sachant que la solution ultime serait de rétablir les contrôles de capitaux.



Si le dollar se maintient à un niveau élevé, les banques centrales émergentes, notamment celles de pays jugés « vulnérables » par les marchés, vont devoir cibler correctement leur niveau de taux d'intérêt pour s'assurer d'une sortie par le haut



## > Le dilemme de politique économique des pays émergents : stabiliser la monnaie pour stabiliser la dette externe

**Le choix classique d'une dévaluation destinée à contrer un ralentissement économique est invalidé lorsque la dette externe d'un pays devient insoutenable, qu'elle soit contractée en monnaie locale ou étrangère, par le secteur privé ou public. En effet, deux effets contraires entrent en jeu : d'une part, la dévaluation permet de gagner en compétitivité et donc en croissance, via la reprise des exportations nettes ; d'autre part, le service de la dette externe s'accroît lui aussi et, de ce fait, un impact négatif sur la croissance.**

Au-delà de l'ampleur de la dévaluation elle-même, l'effet net dépend de l'ampleur relative de ces deux mouvements opposés qui sont eux-mêmes déterminés :

- pour les exportations nettes, par la taille du secteur exportateur et le dynamisme de la demande mondiale adressée au pays en question ;
- pour la charge de la dette, par la taille du stock de dette externe mais aussi l'ampleur de l'écart de taux d'intérêt avec la devise référence.

En effet, dans un environnement macroéconomique domestique et international normal (pas d'excès de dette, externe en particulier, et demande externe suffisamment dynamique), l'effet positif sur les exportations nettes l'emporte sur l'effet négatif sur le service de la dette. C'est le motif des dévaluations classiques, dans la mesure où la relance de la croissance permet d'assurer le service de la dette : elles rétablissent la soutenabilité du ratio dette/PIB par relance du dénominateur sans toucher au numérateur (réaménagement de dette).

Cependant, dans un environnement macroéconomique domestique et international anormal comme aujourd'hui (excès de dette externe détenue par des non-résidents, et demande externe insuffisante), une dévaluation produit l'effet opposé : elle renchérit le service de la dette au-delà du gain marginal de croissance via la reprise des exportations. En termes simples, dans un cas de surendettement externe, une dévaluation détériore la soutenabilité de la dette externe et, paradoxalement, renforce plutôt qu'elle ne réduit le risque de défaut.

Les investisseurs étrangers peuvent souhaiter tester voire anticiper la matérialisation de ce mécanisme pervers dans les pays qu'ils jugent surendettés et, de ce fait, commencer de retirer leurs fonds, entraînant ainsi une dépréciation fatale de la devise locale. Il s'agit là bien évidemment d'un risque de prophéties auto-réalisatrices qui ne laissent aux pays hôtes qu'une seule option de sortie par le haut : une stabilisation stérilisée de la devise locale, qui consiste à prévenir une dévaluation sans écartement récessionniste du spread de taux.

Pour être efficace, cette stratégie suppose que les investisseurs étrangers soient dissuadés, d'une façon ou d'une autre, de retirer leurs capitaux du pays :

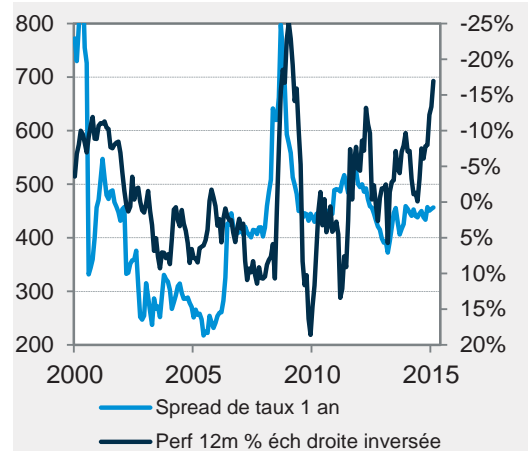
- jouir d'une crédibilité macro-économique et politique suffisante pour convaincre les investisseurs étrangers de rester (voire venir) dans le pays ;
- rétablir les contrôles de capitaux, ce qui revient à forcer les investisseurs étrangers à accepter de jouer le jeu d'une stabilisation interne stérilisée.

Dans le premier cas de figure, la crédibilité macroéconomique et politique se suffit à elle-même pour convaincre les investisseurs étrangers : l'objectif doit donc être de la préserver. Dans le second cas de figure, le succès de la stratégie vient, *in fine*, d'une crédibilité acquise durant l'application des contrôles de capitaux : cet objectif implique de compléter les contrôles de capitaux d'une stratégie de croissance à court et long termes, qui doit inclure un apurement de l'excès de dette, une relance budgétaire et des réformes structurelles.

Le premier cas de figure est bien illustré par l'Inde, qui semble appelée à devenir la nouvelle destination phare des investisseurs étrangers : le crédit en revient sans grand doute possible à la crédibilité du tandem formé par le gouverneur de la banque centrale, Raguram Rajan, et le premier ministre, Narendra Modi. Sans minimiser le rôle des restrictions déjà en place, les marchés semblent prêts à donner crédit à ce tandem d'une politique macroéconomique adaptée à la situation du pays (i.e. monétaire, budgétaire et réformes structurelles).

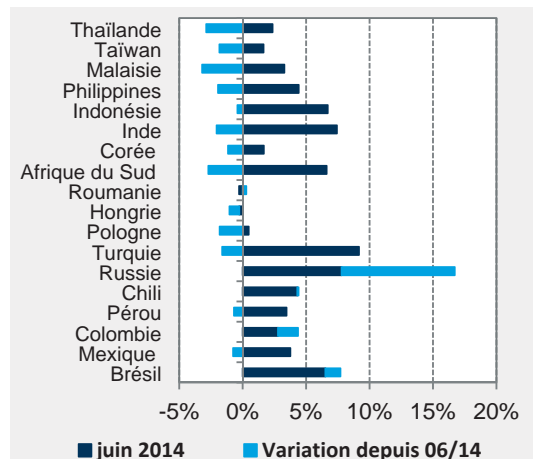
Ainsi qu'analysé dans l'article consacré à la Chine «*La Chine sur la corde raide : tenter une stabilisation stérilisée plutôt qu'une dévaluation classique*» dans ce même numéro, dans le cas d'un endettement externe plus élevé, le gouvernement se doit de se montrer plus pro-actif. C'est, d'une certaine façon, le message envoyé par la Chine durant les semaines récentes : tandis que la PBoC a recentré le yuan sur la valeur centrale du corridor (au lieu d'élargir ce dernier, comme en 2014), le premier ministre chinois annonçait une relance budgétaire ciblée, sachant que la Chine est en train de finaliser sa transition à l'économie de marché.

## 7 Variation taux de change et spread de taux 1 an



Source: Datastream, Recherche Amundi

## 8 Taux d'inflation



Source: Datastream, Amundi Research

## 4 La Chine sur la corde raide : tenter une stabilisation stérilisée au lieu d'une dévaluation classique

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

À deux reprises au moins au cours de l'année écoulée, la Banque populaire de Chine semble avoir hésité entre laisser filer le yuan et la défense de sa parité pré-annoncée, deux approches à l'opposé :

- il y a un an, la PBoC avait réagi en élargissant la bande de fluctuation officielle du yuan contre le dollar, laissant ainsi entendre qu'elle semblait prête à laisser sa monnaie se déprécier encore davantage ;
- en mars dernier, la PBoC a fait le choix tout à fait opposé d'intervenir avec fermeté sur le marché des changes afin de ramener le yuan, qui flirtait avec la limite supérieure du corridor, vers sa valeur centrale.

**Au-delà de ces incohérences apparentes de politique monétaire, les interventions récentes sur les marchés montrent que la PBoC et le gouvernement chinois dans son ensemble sont aujourd'hui confrontés à un compromis déterminant :**

- ce changement de tactique (après que le yuan a touché à deux reprises la limite supérieure du corridor en une année) témoigne des pressions récurrentes du marché sur la monnaie qui semblent s'installer et doivent donc être prises en compte ;
- la réponse à ce dilemme suppose de considérer les effets redistributifs d'une éventuelle dévaluation par rapport au statu quo : les détenteurs d'emprunts en dollars s'en trouveraient laminés.

### Le problème de la Chine : une dévaluation classique exposerait le pays à d'importantes perturbations financières

Le net virage déflationniste pris par la Chine dès mi-2014 est sans nul doute le signe que l'appréciation du yuan engagée en 2005 (avec une interruption temporaire entre 2008 et 2010) approche de son terme assez rapidement. Que le change en soit la cause ou le symptôme, les poussées déflationnistes naissantes observées en Chine depuis mi-2014 indiquent qu'une appréciation supplémentaire de sa monnaie ne pourrait que renforcer les pressions déflationnistes. À cet égard, la Chine ressemble fort au Japon de la fin des années 1980 qui n'aurait jamais dû laisser le yen s'apprécier autant par rapport au dollar.

Dans ce contexte, la difficulté pour la PBoC est de déterminer si, à ce stade, une dévaluation serait pertinente ou s'il serait plus raisonnable de stabiliser la devise à son niveau actuel. En effet, une dévaluation aurait deux impacts opposés sur la croissance : (i) les exportations nettes profiteraient d'un surcroît de compétitivité tandis que (ii) un poids supplémentaire pèserait sur les agents privés endettés en dollar. Or, une double condition doit être respectée pour que l'effet soit au final globalement positif : la demande mondiale totale de produits d'exportation chinois doit être suffisante et l'endettement en dollar pas trop élevé.

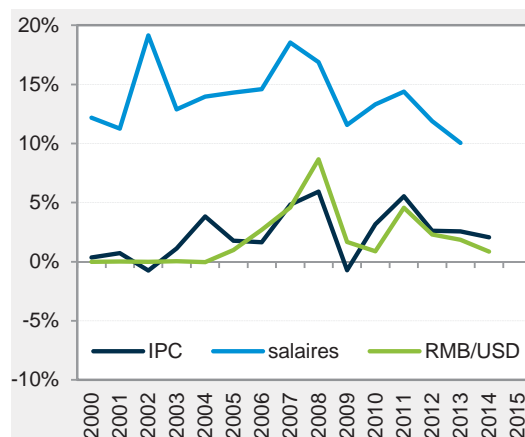
Dans le cas de la Chine, une dévaluation classique reviendrait à imposer un apurement chaotique des dettes, la demande mondiale restant modeste et le secteur privé conservant un endettement en devise élevé. En termes plus simples, il est quasiment certain que l'effet négatif du fardeau de la dette l'emporte sur l'effet positif sur les exportations nettes et aggrave en conséquence l'actuelle spirale déflationniste, de la même manière que les dévaluations avaient provoqué l'effondrement des économies asiatiques en 1997-1998. Par ailleurs, la dévaluation forcerait la Chine à vendre des emprunts d'État américains, provoquant le relèvement des taux américains et une hausse du dollar, en violation avec ses engagements internationaux<sup>1</sup>.

### L'essentiel

Dans le contexte déflationniste chinois actuel, une dévaluation classique serait vouée à l'échec car elle alourdirait encore le fardeau de la dette pesant sur les agents privés endettés en devises fortes plus qu'elle ne stimulerait la compétitivité. Par conséquent, la poursuite de la tendance baissière du yuan par rapport au dollar observée ces derniers mois est loin d'être assurée, car pour y faire droit, le gouvernement devrait alors de nouveau élargir le corridor de fluctuation, comme il l'a déjà fait à la mi-2014. Les récentes interventions de la PBoC sur le marché des changes visaient d'ailleurs à ramener la parité vers le milieu de la fourchette.

Afin de stabiliser le yuan, la Chine a la chance d'avoir des contrôles de capitaux déjà en place et il ne lui reste qu'à ajouter des mesures de relance budgétaire ciblées à son programme de réformes structurelles pour tenter de faire redémarrer la croissance. Cette analyse semble d'ailleurs avoir été prise en compte par le Premier ministre chinois qui, à la fin de la dernière session parlementaire, annonçait que si l'emploi devait faiblir (ce qui ressemble plus à un pronostic qu'à une hypothèse), « une régulation économique ciblée » (traduire, une relance budgétaire) serait adoptée. Ce plan de relance était, en effet, l'ingrédient qui manquait à la Chine pour s'engager dans une stratégie de stabilisation de sa monnaie.

### 1 Les variations de salaires/prix/taux de change



Source: Office statistique (données), Recherche Amundi (estimation)

**La solution pour la Chine: jouer d'abord la carte de la stabilisation interne stérilisée dans un esprit plus coopératif**

Plutôt que de recourir à une dévaluation déstabilisante, la Chine, où le contrôle des capitaux est déjà en place, peut adopter la stratégie opposée et tenter une stabilisation interne stérilisée afin de garantir les débiteurs en dollar. La mauvaise gestion de la crise asiatique en 1997-1998 et les dévaluations déstabilisantes qui l'ont accompagnée, ainsi que l'issue plus favorable de la crise chypriote en 2013 (qui a abouti au rétablissement d'un contrôle des capitaux) montrent bien que la Chine a tout intérêt à privilégier cette approche. En effet, fort heureusement pour elle, la Chine a conservé jusqu'à aujourd'hui un contrôle sur les mouvements de capitaux de sorte qu'il lui suffit de décider de ne pas le lever.

Outre le contrôle des capitaux, le second ingrédient de cette stratégie consisterait à créer un choc de demande positif qui soutiendrait la croissance de la production par le biais d'une relance budgétaire (ciblée) et de réformes structurelles améliorant l'efficacité de la politique monétaire. Ce faisant, la Chine essaierait de résoudre les difficultés liées à son ratio dette/PIB trop élevé en agissant sur le dénominateur plutôt qu'en réduisant le numérateur (ce que produirait une dévaluation). La Chine est en mesure de jouer sur les deux tableaux car elle dispose encore d'importantes marges de manœuvre sur le plan budgétaire (sa dette publique étant modérée) et elle prévoit de restructurer et de libéraliser son économie à moyen terme.

Un autre élément essentiel à l'efficacité de cette stratégie de stabilisation serait de purger assez rapidement l'économie de l'endettement excessif qui a engendré des surcapacités. Comme le montre la situation de la zone euro (comparée à celle des États-Unis), sortir les actifs toxiques des bilans est un facteur essentiel de succès pour réussir une stabilisation interne stérilisée de la devise. De ce point de vue, la Chine est à même de prendre les mesures nécessaires et semble le faire, ne serait-ce qu'avec sa politique de consolidation et de libéralisation du secteur financier.

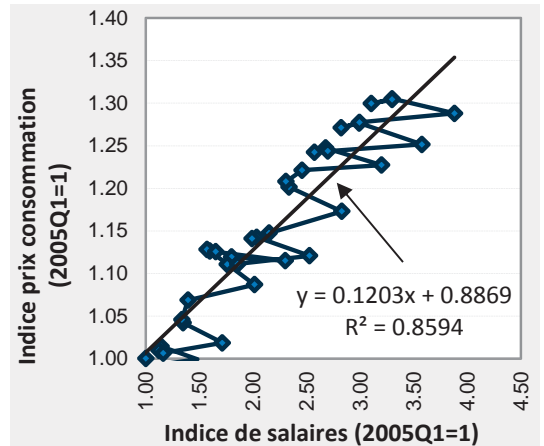
**Conclusion**

En définitive, la Chine commencera très probablement par tenter une politique de stabilisation interne stérilisée et s'engagera peut-être sur la voie de la dévaluation plus tard, si et quand cette politique se révèle inefficace: cette approche revient à essayer la meilleure des deux options en premier et à se tourner vers la deuxième meilleure solution uniquement si la première échoue. C'est ce que le Premier ministre chinois a implicitement annoncé lors de la dernière session parlementaire, lorsqu'il a déclaré que si l'emploi reculait, la Chine était « prête à prendre des mesures de régulation économique ciblées afin de stimuler la confiance des marchés [...] [et dispose pour cela] d'importantes marges de manœuvre ».

Par conséquent, toute dévaluation intentionnelle du yuan serait d'ampleur limitée et sa motivation procéderait de considérations indépendantes de la seule conjoncture macroéconomique; une dévaluation plus conséquente serait accidentelle. Une dévaluation prudente (autour de 5 %) provoquerait un élargissement supplémentaire du corridor de fluctuation qui se justifierait par l'adoption de nouvelles mesures de libéralisation du secteur financier: compte tenu de l'analyse ci-dessus, la Chine reportera probablement ce processus de libéralisation afin de tirer au mieux parti de son dispositif de contrôle des capitaux. Une dévaluation plus importante et accidentelle résulterait de la perte par la Chine de la maîtrise du processus de transition.

<sup>1</sup> Pour dévaluer le yuan sans modifier sa parité par rapport au dollar américain, l'alternative pour la PBoC serait de modifier la composition de ses réserves de change (privilégier l'euro par rapport au dollar) en achetant des actifs (publics ou privés) de la zone euro et en vendant en retour des actifs libellés en dollar américain; cette stratégie entraînerait une réévaluation de l'euro par rapport au dollar américain et, par conséquent, une dépréciation tant du yuan que du dollar.

**2 La boucle prix-salaires**



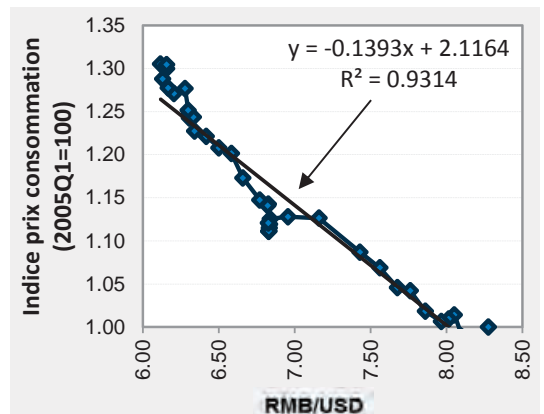
Source: Office statistique (données), Recherche Amundi (estimation)



Dans le contexte déflationniste chinois actuel, des mesures classiques de dévaluation seraient vouées à l'échec car elles alourdiraient encore le fardeau de la dette pesant sur les agents privés endettés en devises fortes plus qu'elle ne stimulerait la compétitivité



**3 La boucle prix/change**



Source: Office statistique & PBoC (données), Recherche Amundi (estimation)

**> Pilotage monétaire de la Chine : maintenir les salaires et les prix en équilibre avec le taux de change.**

En 2005, la Chine a mis en place une nouvelle stratégie de gestion de son taux de change qui organise une indexation des salaires sur le change et un ajustement des prix à la consommation en fonction de cette boucle change-salaires. Engagée prétendument dans le but de satisfaire les exigences de l'Amérique en faveur d'un yuan plus fort, excuse officielle commode mais peu crédible, cette évolution de la stratégie monétaire de la PBoC modifiait l'indexation du yuan désormais ancré non plus au seul dollar mais à un panier de devises. Cette modification était plus formelle que concrète dans la mesure où l'objectif réel était de contenir la parité yuan-dollar américain dans un corridor de fluctuation.

La stratégie de la PBoC peut être modélisée empiriquement sous la forme de deux boucles, la boucle salaires-change et la boucle salaires-prix, pilotées simultanément de manière à garantir la stabilité à long terme du système à raison de l'inflation salariale.

- La boucle change-salaires est au cœur du système puisque (i) les salaires et le change évoluent en tandem et (ii) le change est utilisé pour atténuer les fluctuations de salaires excessives ;
- la boucle prix-salaires est secondaire dans le système, dans la mesure où les prix s'adaptent aux salaires mais l'inverse n'est pas vrai : les prix sont une autre variable d'ajustement qui stabilise le système.

En termes de politique économique, la stratégie se concentre sur les salaires dont les variations sont amorties par le change et les prix à la consommation, sachant que ce modèle donne les mêmes résultats avec les coûts salariaux unitaires. Cette stratégie est cohérente avec l'effet dit de Balassa-Samuelson (si elle ne s'en inspire pas directement), par lequel, dans les économies en transition comme la Chine, les salaires croissent, stimulés par les gains de productivité, ce qui tend à provoquer une appréciation durable de la devise. En outre, au-delà de sa cohérence avec les lois fondamentales de l'économie, cette approche permet un certain contrôle sur la seule source de revenus des ménages en particulier.

Les relations structurelles du modèle empirique s'interprètent de la manière présentée ci-après, qui omet la dynamique de court terme pour faciliter la lecture (les résultats détaillés peuvent être communiqués sur demande) :

- boucle salaires-change :

$$d(\text{salaires}) = 0.48(\text{rmbdol}(-1)) - 0.88(\text{salaires}(-1)) + \text{intcpt} + \text{trend}$$

$$d(\text{rmbdol}) = -0.32(\text{rmbdol}(-1)) - 0.88(\text{salaires}(-1)) + \text{intcpt} + \text{trend}$$

- boucle salaires-prix :

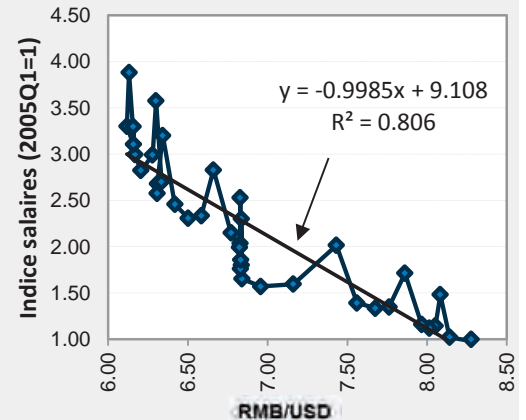
$$d(\text{cpi}) = -0.66(\text{cpi}(-1)) - 0.04(\text{salaires}(-1)) + \text{intcpt} + \text{trend}$$

où : *ipc* représente l'indice des prix à la consommation, *salaires* le salaire ou le coût unitaire salarial, *rmbdol* le taux de change yuan-dollar américain, *intcpt*, *trend* et *d(X)* désignent respectivement une constante, une tendance et la variation de X.

Cette modélisation empirique permet de retracer les fluctuations de ces différentes paires par rapport à leur valeur d'équilibre et d'identifier les variables d'ajustement dont les évolutions permettent de rééquilibrer le système. Ainsi, l'écart entre les valeurs effectives des différentes paires et leur valeur d'équilibre permet de distinguer les périodes de désinflation des périodes d'inflation (croissante) (cf. graphique ci-contre) :

- les périodes de désinflation/pressions déflationnistes sont les années 2005-2007, 2010-2011, et la période de 2013 à maintenant ;
- les périodes de poussées inflationnistes correspondent aux années 2008-2009 et 2011-2012, à la suite des mesures de relance de 2009.

**4 La boucle salaires/change**



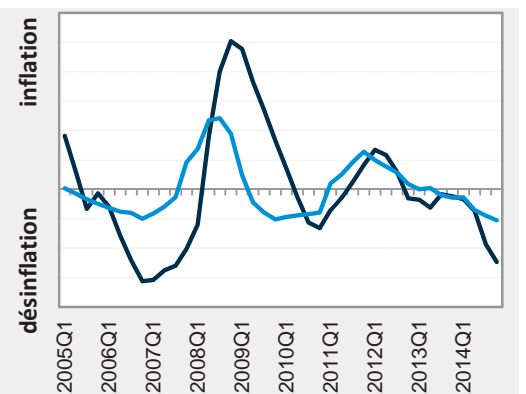
Source: Office statistique & PBoC (données), Recherche Amundi (estimation)



Afin de stabiliser le yuan, la Chine a la chance d'avoir des contrôles de capitaux déjà en place et il ne lui reste qu'à ajouter des mesures de relance budgétaire bien ciblées à son programme de réformes structurelles pour tenter de faire redémarrer la croissance



**5 Variations des boucles change-salaires et prix-salaires autour de leur équilibre**



Source : Office statistique (données), Recherche Amundi (estimation)



## 5 Une refonte en profondeur du comportement des entreprises nippones

AKIO YOSHINO, *Stratégie d'investissement – Tokyo*

Depuis le début de l'année, les actions japonaises ont surperformé le reste du monde. Deux aspects entrent en ligne de compte pour expliquer cette dynamique : l'amélioration notable de la gouvernance d'entreprise et la hausse inattendue des salaires. Ces deux aspects proviennent toutefois d'un seul et même facteur, à savoir l'optimisme sans précédent qui règne aujourd'hui dans le monde des affaires. Par le passé, plusieurs initiatives avaient déjà tenté de redonner confiance aux entrepreneurs, mais la plupart d'entre elles échouèrent. Parmi les causes d'échec mentionnons pêle-mêle la stagnation prolongée de l'économie, le poids insurmontable des prêts non productifs, la hausse du yen et la concurrence des biens importés à bon marché et, surtout, les hésitations des équipes dirigeantes. Ce sont finalement les Abenomics qui auront procuré l'élan supplémentaire pour modifier le comportement des entreprises.

### Des méthodes assainies

Suite à une proposition du gendarme financier nippon, la Bourse de Tokyo vient d'instaurer de nouvelles règles de cotation qui s'appliqueront dès le 1<sup>er</sup> juin. Les entreprises cotées devront désormais respecter un certain nombre d'instructions visant à favoriser la transparence, la responsabilité, l'efficacité du dialogue avec les investisseurs et l'efficacité des capitaux employés. Ce nouveau code de gouvernance recommande un recours accru à des administrateurs externes indépendants pour prendre les décisions managériales critiques (au moins deux selon le texte de la réglementation).

De plus, l'influente société de vote par procuration ISS a prévenu que les investisseurs n'approuveraient plus de reconduction d'administrateurs si le ROE de l'entreprise avait été inférieur à 5 % pendant les cinq dernières années. Environ une centaine d'investisseurs institutionnels ont souscrit l'an dernier à ce code de bonne conduite à la japonaise ; ces derniers sont désormais encouragés à renforcer la bonne gouvernance des entreprises en poursuivant avec elles un dialogue constructif.

Tous ces changements contribueront à transformer la culture japonaise d'entreprise, qui, d'habitude, est plutôt introspective. Signe annonciateur de cela, les entreprises ayant annoncé des hausses de dividendes n'ont jamais été aussi nombreuses depuis dix ans. Par ailleurs, le total des dividendes versés et des rachats d'actions s'est approché du record historique de 2007. En augmentant leurs dividendes face à des taux d'intérêt ultra-faibles, les sociétés démontrent à la fois leur volonté de récompenser leurs actionnaires et la solidité financière qui leur permet d'agir de la sorte.

### Un défi surmontable

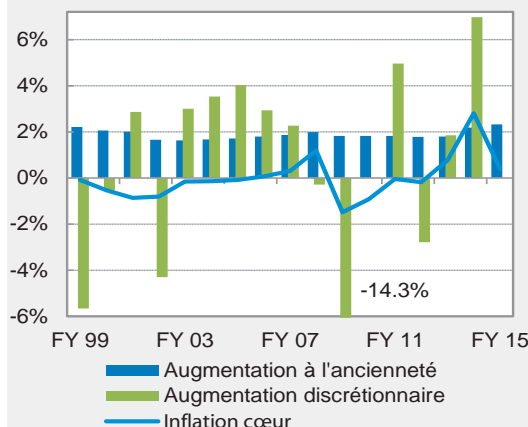
L'évolution des comportements se traduit également par des changements sur le front des négociations salariales. Comme l'appréciation du yen réduisait leur compétitivité à l'international, les entreprises nippones hésitaient généralement à relever les salaires. Mais cette fois-ci, le gouvernement Abe a été suffisamment crédible ; les entreprises sont désormais convaincues que la force du yen ne mettra plus en péril leur rentabilité et que la baisse de leurs prix de vente touche à sa fin. Les premiers résultats des négociations de la confédération syndicale japonaise (JTUC) montrent en effet que les salaires moyens ont augmentés de 2,33 %, contre 2,07 % l'année dernière. Cette augmentation repose sur deux mécanismes : l'un est automatique en fonction de l'ancienneté, mais l'autre ne progresse que selon le bon vouloir des entreprises. Ce second mécanisme dit du « relèvement de la base » joue beaucoup plus sur le niveau des rémunérations au plan national, que le premier, dont les effets sont assez mineurs. Il y a donc de fortes chances pour que cette hausse régulière des salaires pour la seconde année consécutive

## L'essentiel

**Deux tendances positives portent les actions japonaises à des niveaux inégalés depuis 15 ans. La première c'est l'amélioration de la gouvernance. En matière de gouvernance, les failles du Japon n'étaient un secret pour personne et son retard a coûté cher aux entreprises locales. La deuxième c'est l'évolution des règles de gestion des ressources humaines. De plus en plus convaincues que les 15 années de déflation sont maintenant derrière elles, les entreprises se montrent généreuses au cours des négociations salariales de printemps.**

Jusqu'ici en période de grâce, la gouvernance d'entreprise doit maintenant faire ses preuves ; les entreprises cotées doivent présenter aux investisseurs leurs projets et feuilles de route pour améliorer leur rentabilité, gérer leur capital et rendre des comptes concernant leurs prises de décisions. Parallèlement, les entreprises acceptent d'augmenter davantage les salaires en raison de l'affaiblissement du yen et de la baisse du taux d'imposition des sociétés. Ce cercle vertueux composé de hausse des salaires et de perspectives plus encourageantes pour les entreprises au Japon devrait probablement séduire les investisseurs axés sur la croissance.

### 1 Négociation salariale de printemps et inflation



Source : MHLW, Statistics Bur., JTUF, Recherche Amundi  
Note: CPI for FY 14 and FY 15 by Amundi Japan

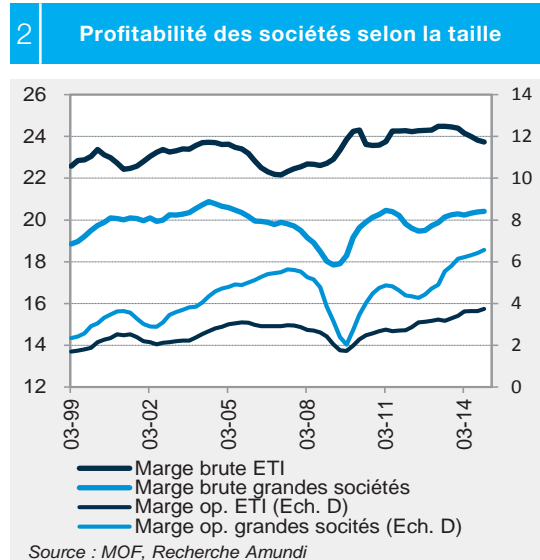
incite les ménages nippons à desserrer les cordons de leurs bourses, sachant que d'après nos estimations, l'augmentation des revenus du travail se montera à +1,2 % en 2015 face à une inflation sous-jacente d'à peine +0,6 %.

Toutefois, le pourcentage d'augmentation des salaires devrait diminuer d'ici la publication du rapport final du JTUC en juin, car il intégrera les PME ; or pour les entreprises de moins de 300 salariés, la hausse moyenne des salaires est plus basse (2,08 %). C'est cependant beaucoup mieux que les 1,76 % de l'an passé. Les marges opérationnelles des PME sont encore faibles alors que celles des grands groupes ont atteint des records historiques. Toutefois, ces PME ont des marges brutes qui sont supérieures à celles des grandes entreprises parce que la plupart d'entre elles vendent des articles, pièces, appareils et services à haute valeur ajoutée. Ces marges brutes devraient encore s'accroître si les PME surmontent la dépréciation du yen et la hausse des coûts d'importation qui s'ensuivra. De plus, les PME devraient très largement bénéficier de la baisse des prix de l'énergie, car leur efficacité énergétique est bien moindre que celle des grandes entreprises.

Avec l'amélioration à venir de leur situation financière, ces petites sociétés devraient donc de nouveau augmenter les salaires. Le fait qu'elles aient déjà commencé à le faire dans des proportions relatives plus importantes que les grands groupes montre que le cercle vertueux des Abenomics commence à irriguer l'ensemble de l'économie.



Avec les pressions les enjoignant à *appliquer* ou *expliquer*, les entreprises riches en liquidités sont incitées à doper leur rentabilité ou à récompenser les actionnaires, voire les deux



L'évolution des mentalités dans les entreprises se traduit aussi par une accélération des hausses de salaires



La baisse des coûts de l'énergie révèle la valeur intrinsèque des petites et moyennes entreprises



**6 Le marché primaire explosif pèse sur les performances des marchés du crédit euro**

VALENTINE AINOUS, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*  
SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique – Milan*

L'annonce d'un programme d'assouplissement quantitatif (QE) d'envergure a amplifié la détente des rendements obligataires souverains de la zone euro. Le taux allemand à 10 ans se positionne aujourd'hui autour de 0,16 % soit une baisse de 29 pb depuis l'annonce officielle du QE le 22 janvier. En revanche, les marchés du crédit n'ont pas affiché de tendances fortes depuis cette date. Comment peut-on expliquer ces performances mitigées ? Et, pourquoi restons-nous positifs sur les marchés crédit euro à moyen terme ?

**Les marchés du crédit ont sous-performé le crédit souverain depuis l'annonce du QE**

Les indices HY et IG ont atteint un plus bas fin février avant de s'écarter à nouveau pour revenir sur les niveaux observés préannonce BCE. La performance négative du crédit en mars s'avère donc décevante tout particulièrement au regard de celle de la dette souveraine. Le Bund 10Y a offert un rendement de 0,16 %.

**Cette performance décevante des marchés du crédit peut s'expliquer par :**

- **La forte dynamique du marché primaire.** Cet engouement a pesé sur les marchés du cash. Les volumes de nouvelles émissions sur le segment IG totalisent, depuis le début de l'année, 120 Mds € soit un tiers de plus que l'an dernier. Ce regain d'activité est lié notamment à l'arrivée d'émetteurs américains, attirés par les taux d'intérêt exceptionnellement bas. Les entreprises hors zone euro comptent ainsi pour la moitié des fonds levés sur les premiers mois de l'année, un chiffre largement supérieur à celui observé en 2014 (voir graphique). Autre fait marquant : les entreprises privilégient les maturités 10 ans et plus pour se financer. L'augmentation de l'offre explique en partie la sous-performance de la partie longue de la courbe. Le marché primaire est également très actif sur le segment du HY avec une recrudescence des primo émetteurs et des émetteurs notés B ou en dessous.
- **Le niveau historiquement bas des rendements.** Le coût du crédit IG ne dépasse pas 1 % et celui du HY 4 %. Ces taux extrêmement bas limitent le potentiel de resserrement des *spreads*.

Le rythme des nouvelles émissions témoigne de la volonté des entreprises de profiter des taux bas pour se refinancer. Cette tendance devrait se poursuivre en 2015. Nous restons néanmoins positifs sur le marché crédit euro.

**Le QE de la BCE va véritablement changer la donne pour les marchés obligataires euro**

**Les achats de la BCE vont maintenir l'appétit pour le crédit face à la faiblesse durable des taux souverains.** Nous nous attendons à une compression des *spreads* et des rendements au sein du marché euro. Comme nous l'avons déjà mentionné dans le dernier numéro du Cross Asset, le QE de la BCE va véritablement changer la donne pour les facteurs techniques des marchés obligataires en euro. À elle seule, la demande supplémentaire mensuelle de 60 Mds € pendant 19 mois (soit un total de 1 140 Mds €) constitue déjà un changement radical pour l'équilibre entre l'offre et la demande sur les marchés des obligations en euro. Rappelons que les achats de la BCE vont être réalisés dans un marché dont la taille n'augmente que très lentement. L'expansion du marché souverain euro est freinée par les politiques budgétaires restrictives. À titre d'exemple, l'offre nette de dette souveraine de maturité longue a avoisiné 200 Mds € en 2014, un montant largement inférieur aux 600 Mds € d'achats de dettes souveraines prévus par la BCE. Cette asymétrie affecte les taux souverains : la part des encours de dette offrant un rendement négatif est en forte croissance. Ce phénomène de marché est sans réel précédent en Europe.

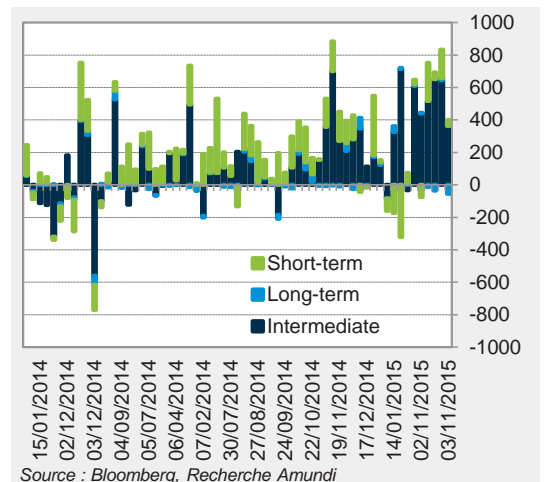
**L'essentiel**

**L'annonce d'un programme d'assouplissement quantitatif (QE) d'envergure a amplifié la détente des rendements obligataires souverains de la zone euro. Le taux allemand à 10 ans se positionne aujourd'hui autour de 0,21 % soit une baisse de 23 pb depuis l'annonce officielle du QE le 22 janvier. En revanche, les marchés du crédit ont affiché des performances mitigées.**

L'afflux de nouvelles émissions a provoqué une certaine saturation chez les investisseurs. Les volumes d'émissions sur le marché primaire euro IG ont atteint des niveaux records au cours des trois derniers mois. Ce regain d'activité est lié notamment à l'arrivée d'émetteurs américains, attirés par les taux d'intérêt exceptionnellement bas. De plus, le niveau extrêmement bas des rendements limite le potentiel de resserrement des *spreads*.

Nous restons néanmoins positifs sur le marché crédit euro. Le QE de la BCE va véritablement changer la donne pour les marchés obligataires euro. Les achats de la BCE vont maintenir l'appétit pour le crédit face à la faiblesse durable des taux souverains. En outre, les liquidités injectées via ce processus vont certainement entraîner une augmentation de la demande en obligations de la part des investisseurs privés. Il faut insister sur le fait que l'annonce du QE a déjà eu des conséquences importantes sur les flux d'investissement.

**1 Euro IG : flux hebdomadaire (en m \$)**





En outre, les liquidités injectées via ce processus vont certainement entraîner une augmentation de la demande en obligations de la part des investisseurs privés. Il faut insister sur le fait que **l'annonce du QE a — à elle seule — eu des conséquences importantes sur les flux d'investissement, et entraîné une accélération de la demande des investisseurs en actifs risqués. Au final, le QE s'est donc révélé favorable à la quête de rendement.** Ces flux permettent d'expliquer les performances très positives des classes d'actifs européennes lors des semaines qui ont suivi l'annonce de la BCE. Toutefois, il n'est pas inutile d'examiner en détail les chiffres des flux d'investissement.

**Le QE de la BCE dope les flux d'investissement dans le crédit européen**

Les graphiques ci-contre, qui s'inspirent des données publiées par l'EPFR, illustrent les flux hebdomadaires vers les fonds et les ETF investis dans les principales classes d'actifs européennes de l'univers des actifs risqués. Concernant les obligations d'entreprise en euro de bonne qualité (catégorie IG), les chiffres relatifs aux flux témoignent d'un rebond de la collecte, notamment des fonds investis en obligations d'échéances intermédiaires. Lors des sept semaines qui ont suivi l'annonce de la BCE, près de 3,3 Mds € ont été investis dans des fonds IG. Le graphique montre la relative régularité de ces flux très soutenus, avec une collecte hebdomadaire moyenne de 470 millions d'euros, contre une moyenne de 95 millions au S1 2014 et de 255 millions d'euros au S2 2014 (le marché a commencé dès le S2 à intégrer une probabilité accrue de voir la BCE lancer son QE, et ce en raison de la communication choisie par la banque centrale).

L'analyse du marché HY européen témoigne d'un rebond encore plus marqué et d'une accélération de la demande envers cette classe d'actifs. Tant les ETF que les fonds ont enregistré des flux positifs et, comme nous le savons, le rôle des investisseurs institutionnels est plus prégnant en Europe qu'aux États-Unis pour ce type de produit. La collecte des ETF s'est révélée plus précoce que celles des fonds lors des premières semaines qui ont suivi l'annonce de la BCE mais les flux entrants des fonds ont fini par accélérer eux aussi lors des semaines suivantes. Malgré la taille bien plus réduite du marché des obligations HY par rapport aux titres IG, les fonds et les ETF investis en titres spéculatifs ont enregistré une collecte supérieure en valeur absolue (4,4 Mds €) lors des sept semaines qui ont suivi l'annonce de Mario Draghi le 22 janvier.

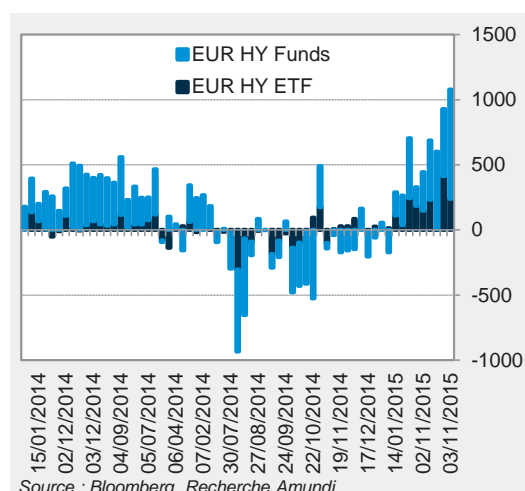
Pour évaluer les flux récents, il est aussi possible de calculer les flux cumulés en proportion des actifs sous gestion : en l'espace de quelques semaines, la décollecte subie au S2 2014 a été complètement effacée, et ces flux entrants représentent 11 % du total des actifs sous gestion. Contrairement aux obligations IG, ces flux très dynamiques vers les véhicules HY ont suivi un second semestre 2014 marqué par un impact plus important de la décollecte que de la collecte. La décollecte du S2 s'explique par les phases de volatilité dues à la montée du risque géopolitique et aux craintes déflationnistes grandissantes, mais elle est aussi liée aux tendances similaires, voire plus prononcées, subies par les investisseurs américains en obligations HY. L'envolée des flux ces dernières semaines semble aussi assez cohérente par rapport aux premiers mois de 2014, phase marquée par une embellie des perspectives de l'économie de la zone euro. En comparant les investissements dans les fonds HY européens et les flux vers les fonds investis en actions européennes, on constate une évolution très similaire, ce qui confirme que l'annonce de la BCE a déjà eu des effets importants sur la demande en actifs risqués du secteur privé. En outre, dans la phase actuelle de reprise économique, malgré sa vigueur modérée, les instruments de crédit et les actions affichent généralement une corrélation encore positive.



La forte activité sur le marché primaire euro est liée à l'arrivée d'émetteurs américains



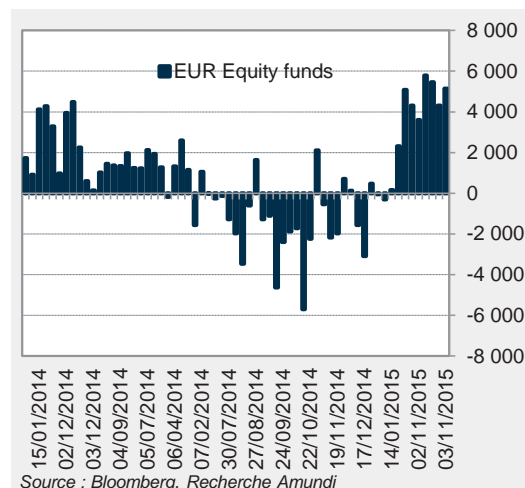
**2 Euro HY: le QE de la BCE a entraîné une collecte des fonds et des ETF (en m \$)**



Le QE de la BCE dope les flux d'investissement dans le crédit européen



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



## 7 Revue du cas d'investissement sur les marchés d'actions

ERIC MIJOT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

L'investisseur européen est le grand gagnant de ce début d'année (voir graphique N° 1). Non seulement l'indice MSCI EMU a gagné quelque 20 % sur la période, mais le MSCI Monde exprimé en euro en a gagné presque autant, à comparer à une quasi stabilité du S&P 500 ou du MSCI monde en dollar. Est-ce une tendance ou juste un sursaut ? Si une pause est probable, peut-être au second trimestre, le mouvement devrait se poursuivre au-delà. Nos choix géographiques (1. Zone euro 2. Japon 3. États-Unis et Émergents) se sont révélés payants ; nous pensons qu'il faut garder cet ordre de préférence à l'horizon d'un an.

### Des taux négatifs en Europe : un point d'ancrage du cas d'investissement

L'annonce du QE de la BCE a été un succès. Sa particularité repose sur le fait qu'il s'accompagne de taux de dépôt négatifs (-0,2 %) alors même que le papier se fait rare sur les échéances plus longues, ce qui tire l'ensemble de la courbe vers le bas. Les taux des obligations d'État des pays du cœur sont tous négatifs sur les échéances à 5 ans et même sur celle à 7 ans en Allemagne. Le QE va s'étaler au moins jusqu'en septembre 2016 et probablement au-delà.

La Suisse (taux Libor à -0.75 %) a démontré que si nécessaire les taux pouvaient être encore plus négatifs. Le cas du Japon nous rappelle que les politiques pour sortir de déflation sont là pour longtemps. À noter par ailleurs que la BCE est loin d'être la seule à baisser ses taux ; au moins une vingtaine d'autres banques centrales ont en effet procédé à un assouplissement monétaire au cours des 3 derniers mois.

Les taux bas, voire négatifs, restent donc un point d'ancrage essentiel du cas d'investissement. Même dans le cas américain, l'écart avec les taux allemands finira par caper la hausse des taux longs, les rendements devenant vite attrayants. Une très faible inflation et des taux très bas permettent de justifier les niveaux de valorisation des marchés d'actions en flattant les niveaux de prime de risque qui sont supérieurs à leurs niveaux historiques : 6,4 % vs 4,5 % aux États-Unis, 8,4 % vs 4,3 % en Allemagne par exemple (prime de risque = inverse du PER moins les taux longs réels). Tant que les taux restent très bas, les actions paraissent donc attractives par rapport aux produits de taux sur ce type de mesure et peuvent attirer des flux. Rappelons quand même que plus les taux réels sont bas, plus le niveau d'équilibre des primes de risque est élevé, ce qui limite l'argument, et rend la progression des profits de plus en plus discriminante dans les choix d'investissement.

### Faiblesse des prix du baril et force du dollar : la balle est dans le camp de la Fed

Lors du dernier contre-choc pétrolier, au milieu des années 1980, les prix du pétrole avaient fluctué pendant plusieurs années sans parvenir à regagner plus que la moitié de la baisse (voir graphique N° 2). On peut trouver de nombreuses similitudes avec cette période. À l'époque, l'exploitation du pétrole de l'Alaska et de la mer du Nord jouait par exemple le rôle de l'exploitation du schiste aujourd'hui. Cette comparaison suggère un rebond à venir des prix du pétrole aux alentours des 60-80 \$ le baril mais il faut oublier les 100 \$ le baril.

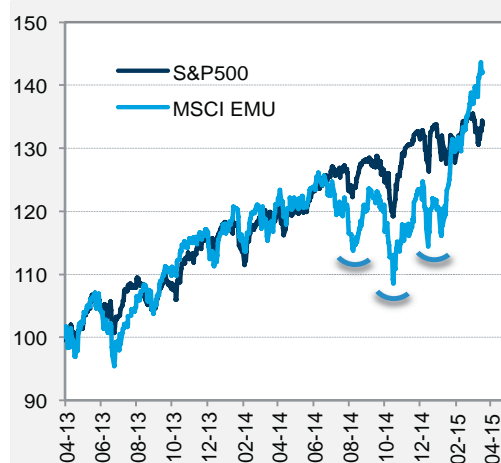
À noter que la vigueur du dollar, qui s'explique en grande partie par le différentiel de conjoncture et de politique monétaire entre les États-Unis et le reste du monde, gêne au moins pour l'instant un rebond puissant du prix du baril, inversement corrélé. Le dollar est dans une phase séculaire haussière, certes déjà bien entamée, pour la troisième fois depuis les années 1970 (Indice USD pondéré des échanges commerciaux : +55 % 1980-1985, +40 % 1995-2002, +30 % depuis 2011). Après l'impulsion donnée par la BoJ, l'action de la BCE a récemment provoqué une accélération du mouvement.

### L'essentiel

**Le marché européen vient de monter en ligne droite de plus de 30 %. Ce mouvement est impulsif et au-delà d'une pause probable, il pourra aller plus loin. Le PER a rejoint le niveau de celui des États-Unis qui flirte avec le territoire de bulle. Mais la différence tient à l'évolution à venir des profits qui elle-même dépend du taux de change.**

L'Europe devrait prochainement commencer à réduire son différentiel abyssal avec les États-Unis en termes de profitabilité. Le Japon profite aussi du change et reste intéressant. Quant aux émergents, la baisse des devises correspond à une baisse structurelle de la rentabilité qui n'incite pas à revenir sur la zone dans son ensemble. Pour l'instant l'Asie, consommatrice de matières premières, devrait continuer à tirer son épingle du jeu. Cette allocation géographique est ainsi fortement dépendante d'une variable clé, le dollar. Il faut donc aussi penser à se diversifier en jouant la reflation à travers les banques européennes, en conservant les valeurs de rendement en fond de portefeuille sur tous les marchés et des valeurs de croissance aux États-Unis.

1 S&P 500 et MSCI EMU (100 = 01/04/2013)



Source : Datastream, Recherche Amundi

Au-delà de la redistribution de la richesse des producteurs vers les consommateurs, on notera que la baisse des prix du pétrole, qui influence fortement les anticipations d'inflation, a incité la BCE à être particulièrement percutante dans son annonce de QE en janvier, ce qui a propulsé les actions à la hausse. À l'inverse, le rebond des prix du brut ira dans le sens d'une remontée des taux de la Fed, à un terme qui reste à définir, ce qui devient la prochaine étape à franchir pour les investisseurs.

La hausse du dollar remplit aussi pour partie la mission de la Fed (selon le FMI par exemple, 10 % de hausse du dollar correspond à 100 pb de durcissement monétaire). Celle-ci a donc les moyens de décaler dans le temps son resserrement, ce qu'elle vient d'ailleurs de faire. Autrement dit, soit le dollar continuera à s'apprécier, soit la Fed procèdera à sa hausse de taux promise, deux options compliquées pour le marché des actions américain.

Cette étape de politique monétaire est loin d'être anodine. Si on considère que le renversement de politique monétaire date en fait de mai 2013, quand B. Bernanke a annoncé l'arrivée du *tapering*, une hausse des taux de la Fed correspondrait à une prolongation de ce mouvement et pose la question de ce fameux « mouvement de trop » qui suffit souvent à casser la croissance. La balle est donc maintenant dans le camp de la Fed qui joue serré en termes de communication mais qui a les moyens de prolonger la phase de croissance.

Jusqu'où peut-on prolonger la croissance ? Si on se réfère aux cas ultimes de la fin des années 1960 ou des années 1990, la récession est arrivée au plus tard 14 ou 15 trimestres après le top des marges des entreprises qui a été établi cette fois-ci au troisième trimestre 2013. Cette référence nous porterait vers 2017-2018, ce qui n'est bien sûr qu'une hypothèse de travail et ne reflète pas forcément le scénario d'Amundi.

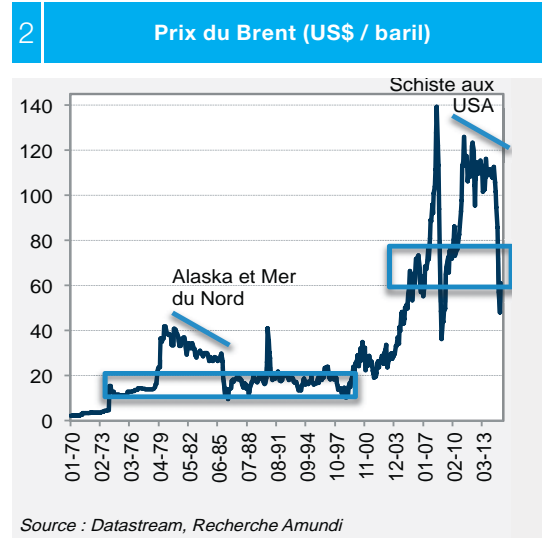
Typiquement, cette phase du cycle aux États-Unis est une des plus inconfortables pour le marché des actions. La hausse du dollar pèse déjà sur les résultats des sociétés alors que la valorisation du marché a atteint 18x les profits des 12 derniers mois, niveau que nous avons souvent cité comme frontière pour le passage en bulle dans cette publication. Cette hypothèse de construction d'une bulle reste valable si la Fed ne fait pas « d'erreur ».

**Actions européennes : un mouvement impulsif qui ira plus loin**

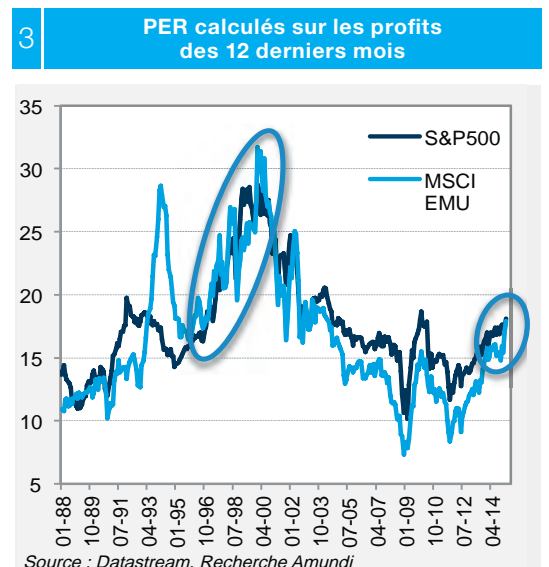
En retard dans le cycle, la zone euro sort d'une double récession et bénéficie enfin d'une conjonction de facteurs particulièrement favorables : annonce réussie du QE de la BCE, taux négatifs, devise faible qui ne renchérit pas vraiment les prix des matières premières en général, ni du pétrole en particulier, car leurs prix ont également baissé. À cela s'ajoute le redémarrage du crédit, post *Asset Quality Review* (AQR).

Les flux se dirigent donc naturellement vers la zone euro, si longtemps délaissée. Tant et si bien que le PER des actions de la zone euro, calculé sur les profits des 12 derniers mois, a rejoint et même dépassé celui du marché américain (voir graphique N° 3). Cela n'est pas la première fois. Le graphique nous montre que cela a même souvent été le cas, notamment dans la seconde moitié des années 1990.

Le MSCI EMU a ainsi rebondi de plus de 30 % depuis son point bas du mois d'octobre 2014 et nous pensons que ce mouvement est impulsif (voir graphique N° 1). Un tel mouvement dure généralement au moins une année, avec des pauses intermédiaires bien sûr. L'explication fondamentale est simple : la baisse de l'euro va provoquer une hausse, voire une envolée des profits comme cela avait été le cas au Japon. Certes les valorisations des marchés américains et européens sont proches sur la base des profits passés, mais la hausse du dollar va produire des effets inverses sur les profits à venir. L'Europe va commencer à combler le grand écart avec les États-Unis en la matière. Rappelons que les profits des 12 derniers mois sont 50 % plus bas que leur point haut de 2008 quand ils sont 25 % plus hauts que leur plus haut de 2007 aux États-Unis (voir graphique N° 4). Il n'est pas nécessaire que l'euro faiblisse beaucoup plus pour que les profits surprennent à la hausse ; il suffirait qu'il se stabilise au niveau actuel.



“ En zone euro, le mouvement est impulsif ”



Le cas de la zone euro ressort positivement aussi par rapport à celui du Royaume-Uni. Le marché des actions y est pénalisé par une surreprésentation de valeurs liées aux matières premières, ce qui explique pour partie pourquoi les révisions de profits ont été si brutales (-19 % sur les 6 derniers mois) et que la croissance attendue pour 2015 est maintenant négative (-8 %). La tenue des élections le 7 mai n'incite pas non plus à se précipiter. Le prochain gouvernement a toutes les chances de devoir passer par une coalition, ce qui peut toujours prendre un peu de temps à mettre en place. Par ailleurs, un gouvernement conservateur (probabilité proche de 50 % pour l'instant) généralement favorable à la bourse de Londres renforcerait paradoxalement les incertitudes cette fois-ci compte tenu des promesses d'un référendum en 2017 sur le Brexit.

**Le cas du Japon n'est pas nouveau, mais il reste intéressant**

L'alignement des planètes au Japon se conjugue un peu différemment. Le volontarisme du gouvernement et de la banque centrale reste démonstratif et se décline entre autres en utilisant les fonds de pension. La banque centrale achète la dette japonaise, les fonds de pension se désengagent de ce côté-là et achètent des actions (ce qui soutient le marché) et des actifs étrangers (ce qui contribue à faire baisser mécaniquement le yen). Et le mouvement n'est pas fini. Ainsi, GPIF, l'un des plus importants fonds de pension au monde (1.26 tr USD sous gestion) a déjà commencé à bouger mais n'a pas encore atteint sa cible... et les autres suivent. Le *momentum* des profits est toujours dopé par la faiblesse du yen qui devrait se poursuivre. Le marché japonais reste donc séduisant.

**Quant aux émergents, ils ne sont pas encore attractifs pris ensemble; il faut aller dans plus de granularité, au moins au niveau régional. Nous restons sur l'Asie**

Pris en bloc, il est difficile d'être très constructif sur les marchés émergents alors que les devises baissent. On constate en effet une relation assez forte entre le RoE et les devises (voir graphique N° 5). La forte baisse des devises s'explique entre autres par une moindre rentabilité espérée sur ces marchés. La baisse des devises devrait finir par contribuer à un retour à meilleure fortune, mais il n'y a pas de retournement de tendance en vue pour l'instant, sachant qu'une bonne partie de la baisse des devises émergentes se concentre sur des pays producteurs de matières premières.

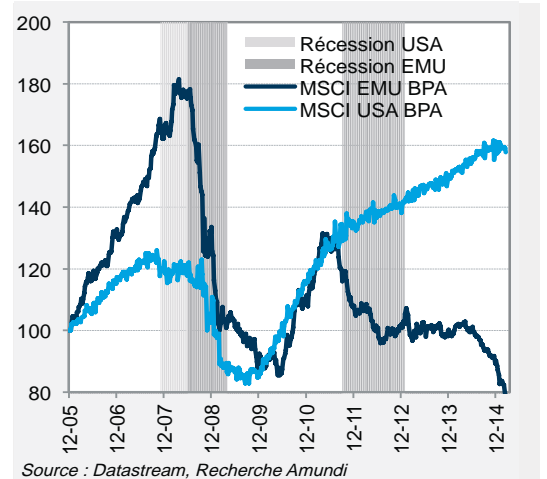
Notre préférence pour les pays consommateurs de matières premières, à savoir l'Asie si on raisonne en terme régional, a déjà bien payé. Il nous semble trop tôt pour inverser ce pari. La Chine a commencé à relâcher progressivement sa politique monétaire mais pas assez pour entraîner une forte hausse de sa masse monétaire, très bien corrélée aux prix des matières premières (voir graphique N° 6). Ce qui pour l'instant n'est pas suffisant pour soutenir les pays producteurs.

**Conclusion**

Les valorisations des marchés d'actions trouvent une justification de par l'absence d'inflation et des taux d'intérêt européens ancrés en territoire négatifs qui tirent l'ensemble des taux à la baisse au niveau international et flattent les primes de risque. Mais le PER du marché américain, calculé sur les profits des 12 derniers mois, a atteint 18x, le niveau frontière que nous identifions pour qualifier de passage en bulle dans ce cycle et le PER de la zone euro a rejoint et même dépassé celui des États-Unis. La différence est que les profits européens ne font que commencer à se retourner quand ceux des États-Unis ont passé le pic de leurs marges fin 2013 et devraient au mieux se stabiliser. Si une pause est probable compte tenu de la rapidité du mouvement, les actions devraient aller plus haut à l'horizon d'un an et la zone euro devrait continuer à tirer son épingle du jeu.

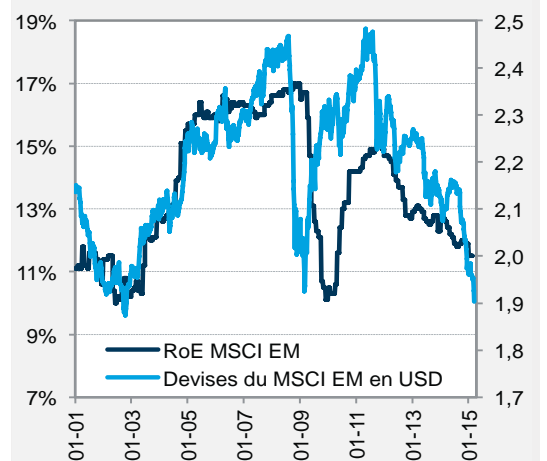
Le change est devenu la variable clé pour les profits et l'allocation géographique cette année. Au sein des marchés développés, une devise faible joue en faveur de la zone euro et du Japon. Au sein des marchés émergents, la force du billet

**4 Bénéfices par action Eurozone et États-Unis Indices des profits (100=12/2005)**



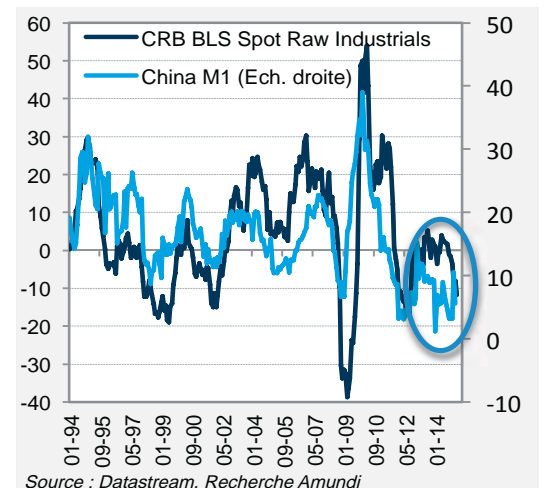
Source : Datastream, Recherche Amundi

**5 MSCI EM RoE et devises vs. US\$**



Source : Datastream, Recherche Amundi

**6 Matières premières industrielles et masse monétaire en Chine (en variation annuelle glissante)**



Source : Datastream, Recherche Amundi

vert joue en faveur de l'Asie, région consommatrice de matières premières. Le thème de la devise forte ou faible se décline aussi au sein de chaque marché et favorise les valeurs internationales en Europe et au Japon et domestiques aux États-Unis. Tous ces thèmes que nous mettions en avant dans nos perspectives 2015 publiées en novembre 2014 sont maintenant bien en place sur le marché.

Le risque est la corrélation de plus en plus grande entre l'évolution du dollar et l'ensemble de ces thèmes. S'ils restent valables, il faut aussi penser à se diversifier. Le thème de la reflation en Europe, à travers les banques européennes, est une possibilité. Le thème du rendement au niveau global est bien sûr à garder en toile de fond compte tenu de l'ancrage des taux en territoire négatif en Europe. Enfin, même si le marché américain s'offre une parenthèse en termes de surperformance, nous garderions des positions sur les valeurs de croissance, notamment la technologie, car si la Fed ne casse pas la croissance américaine et donc mondiale, ce cycle a de grandes chances de se terminer par une bulle et de profiter encore à ces valeurs.



**8 Résultats des entreprises cotées et taux de change : les parités monétaires pèseront de façon décisive en 2015**

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

**La valorisation des marchés boursiers s'est fortement tendue** de part et d'autre de l'Atlantique et les perspectives de nouvelles hausses des multiples sont désormais limitées, notamment aux États-Unis où une lente normalisation de la politique monétaire se profile. Hors « *re-rating* » significatif, la croissance des résultats des entreprises s'annonce donc cruciale. C'est dans ce contexte que la forte hausse du dollar, qui s'est apprécié de 17 % contre un panier de monnaies et de 29 % contre euro depuis le 30 juin dernier, revêt une importance toute particulière.

**L'objet de cette note est dès lors de faire le point sur les impacts que ces variations monétaires devraient entraîner** sur les deux indices phares de la zone euro et des États-Unis : l'Euro Stoxx 50 et le S&P 500. Les conclusions sont sans appel : en 2015, les résultats agrégés de la zone euro seront dopés de 14 %, au seul titre de l'effet change, quand ceux du S&P 500 seront pénalisés de 7 %.

**Par ailleurs, trois autres facteurs viendront également impacter les résultats : la conjoncture, les cours du pétrole, et l'état d'avancement de la normalisation du secteur bancaire.** Les deux indices bénéficieront chacun de la poursuite d'une légère embellie conjoncturelle mais pâtiront ensemble de la chute de la contribution du secteur énergie. Enfin, partant de bien plus bas, le rebond des résultats des banques sera d'autant plus marqué en zone euro. Entre ces différents effets, nous tablons au total sur une hausse de 22 % du résultat net agrégé pour l'Euro Stoxx 50 contre une baisse de 5 % pour le S&P 500.

**La brutale dépréciation de l'euro**

**Après être demeuré relativement stable depuis le début de la crise financière, l'euro s'est brutalement déprécié** depuis la réunion des banquiers centraux à Jackson Hole le 24 août dernier. À cette occasion, si la Présidente de la Fed a admis que « *...les taux pourraient commencer à remonter plus vite qu'anticipé...* » celui de la BCE a pointé les risques de déflation, ouvrant la porte à un programme d'assouplissement quantitatif de grande envergure, dont les grandes lignes ont été communiquées le 22 janvier dernier. Cette divergence entre les deux banques centrales a propulsé le dollar à la hausse et l'euro à la baisse. L'euro qui valait 1,32 \$ au moment de Jackson Hole n'en vaut plus que 1,07 \$ début avril 2015. Pour 2015 et 2016, nous prévoyons respectivement un taux de change moyen à 1,05 \$ et 1,00 \$ contre 1,33 \$ en 2014.

**Pour apprécier les impacts de change sur l'Euro Stoxx 50 et le S&P 500, il faut élargir l'approche aux autres monnaies et considérer le taux de change effectif.** Le décrochage de l'euro par rapport à ce panier de monnaies est certes moins spectaculaire que par rapport au dollar, du fait de la baisse concomitante du yen et de nombreuses monnaies émergentes ; pour la première fois depuis le début de la crise, les entreprises de la zone euro bénéficieront néanmoins d'une devise compétitive. Rappelons en effet que de septembre 2008 à fin 2014, malgré une double récession contre une seule aux États-Unis, le taux de change moyen de l'euro s'est établi à 1,34 \$. Inversement, les entreprises américaines seront confrontées à un dollar au plus haut depuis douze ans contre toutes monnaies.

**Les constituants de l'Euro Stoxx 50 et du S&P 500 réalisant respectivement 45 % et 36 % de leur-s ventes en dehors de leur zone monétaire *stricto sensu*, ces variations des parités monétaires auront un impact décisif** tant sur le plan du chiffre d'affaires, des résultats que de la distribution.

Dans la réalité, l'estimation effective des effets de change, que donnent parfois les entreprises, est complexe car elle renvoie à de nombreuses sous-

**L'essentiel**

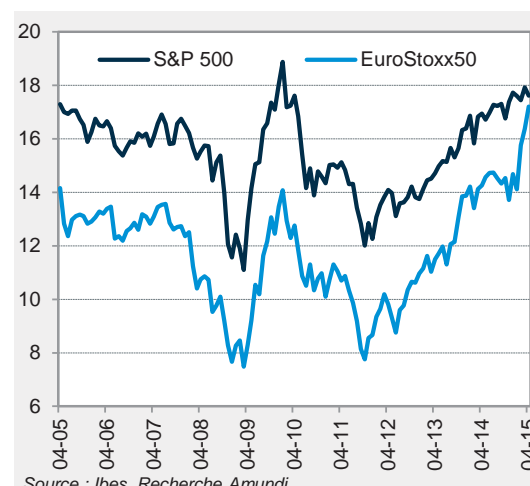
**D'après notre scénario interne, le taux de change moyen de l'euro contre dollar devrait s'établir à 1,05 en 2015 et 1,00 en 2016, après 1,33 en 2014.**

Le S&P 500 et l'Euro Stoxx 50 étant deux indices très internationaux, avec une part des ventes non domestique (hors zone monétaire) s'élevant respectivement à 36 % et 45 %, ceci ne manquera pas d'impacter les résultats. D'après nos estimations, les résultats agrégés de l'Euro Stoxx 50 devraient bondir de 22 % en 2015, dont 14 % au seul titre de l'effet change. Par ailleurs, ce rebond ne devrait pas être un feu de paille mais se poursuivre en 2016, avec +12 %. Dans le même temps, les résultats du S&P 500 pourraient baisser de 5 % en 2015, avant de se reprendre de +9 % en 2016.



La valorisation se tendant, la croissance des résultats devient cruciale

**1 Les PE sont devenus chers**



questions comme la dénomination des dettes au bilan, les couvertures de change, les effets de transaction (production domestique) ou de conversion (production à l'étranger) ainsi que les gains de compétitivité éventuellement rétrocedés dans un but commercial.

De l'extérieur, par simplification, on recourt généralement à deux types de méthodes pour appréhender ces effets de change: des régressions ou des agrégations. Si les régressions sont couramment utilisées et (car...?) faciles à mettre en œuvre, leur pouvoir explicatif nous semble faible et leurs conclusions fragiles. C'est pourquoi nous préférons agréger les soldes intermédiaires des différents constituants d'un indice puis tester leur sensibilité. Par ailleurs, les comptes du secteur financier étant spécifiques, ils relèvent d'une analyse distincte.

### Exemple de l'Euro Stoxx 50:

**Le chiffre d'affaires agrégé de l'Euro Stoxx 50 s'est élevé à 2740 Mds € en 2014**, dont 2004 Mds pour les entreprises non financières et 736 Mds pour celles du secteur financier. Par ailleurs, ces ventes ont été réalisées à **45 %** en dehors de la zone euro, dont 12 % aux États-Unis, mais aussi 7 % dans le reste de l'Europe et 9 % en Asie émergente, où, pour l'essentiel, entre la £, le CHF et le yuan, les devises se sont fortement appréciées par rapport à l'euro.

**En termes de chiffre d'affaires, l'exposition brute hors zone euro de l'Euro Stoxx 50 - ex Financières - peut donc être estimée à 902 Mds €** (45 % de 2004 Mds). Pour passer du brut au net, on doit tenir compte de la production réalisée à l'étranger et des achats en devises étrangères. Dans la pratique, l'exposition nette des sociétés représente en moyenne la moitié de l'exposition brute. En extrapolant ce ratio à l'EuroStoxx 50, on obtient **une exposition nette de 451 Mds** (50 % de 902 Mds).

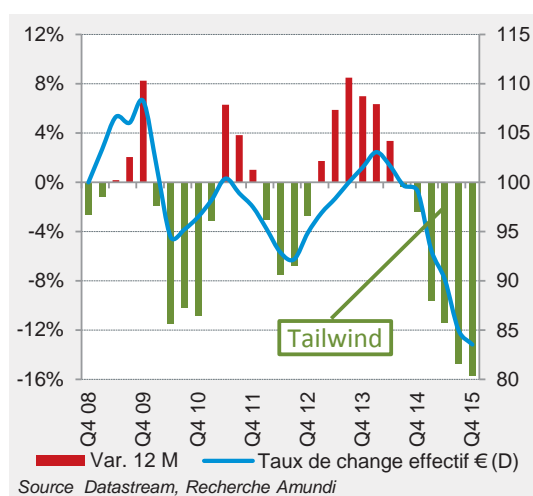
**Pour 2015, nous tablons sur une dépréciation moyenne de l'euro de 12,1 % en taux de change effectif** dont 21,1 % contre \$ (1,05 \$ contre 1,33 \$). Toutes choses égales par ailleurs, le chiffre d'affaires hors zone monétaire sera donc gonflé de **+13,8 %** dans l'ensemble (CA année N+1= CA année N/(1-0,121) et de 26,7 % pour sa part en \$ (CA année N+1= CA année N/(1-0,211)). Selon le taux de change effectif de l'euro, l'impact sur les ventes 2015 serait ainsi égal à **+62 Mds** (13,8 % x 451 Mds), dont la moitié pourrait être rétrocedée afin de préserver ou accroître ses parts de marché. **Le résultat additionnel** s'établirait ainsi à **+31 Mds avant impôts**, puis **+21 Mds** après pression fiscale à 33 %, **soit l'équivalent de 14 % du résultat net agrégé de l'Euro Stoxx 50 en 2014**, qui s'établissait à 152 Mds, dont 114 Mds pour les entreprises non financières et 38 Mds pour les financières.

**A cet effet change de +21 Mds, il convient de rajouter le supplément de résultats lié à l'amélioration de la conjoncture et prendre en compte le rebond spécifique des financières. En sens inverse, on déduira la baisse du résultat des pétrolières** liée à la chute des prix du baril. Les étapes du calcul sont résumées ci-dessous :

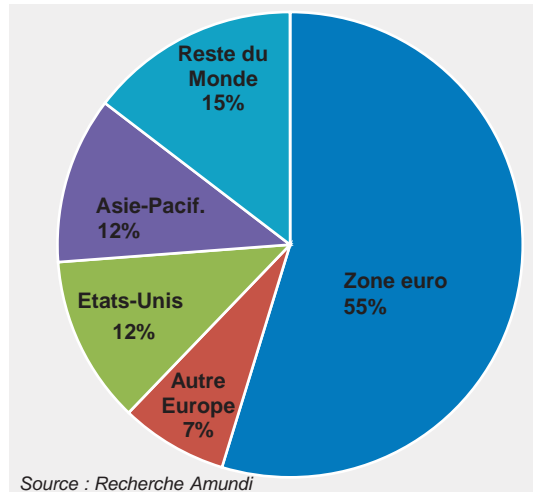
- le **surcroît de résultats liés à l'amélioration de la conjoncture est estimé à +3 Mds**, soit la marge d'Ebitda (20 %) après impôts à 33 %, soit 13,4 %, multipliée par le delta de chiffre d'affaires (+1 % de 2004 Mds, soit +20 Mds)
- le **rebond du résultat agrégé des financières** en 2015 est estimé à **+15 Mds** selon IBES (soit 52 Mds versus 37 Mds, +40 %) dont +7 Mds au titre de la seule BNP (amende américaine en 2014) et +7 Mds entre Banco Bilbao, Santander, Deutsche Bank, Intesa et SG.
- enfin, concernant **les pétrolières**, la chute des prix du baril devrait peser sur les résultats ajustés de l'Euro Stoxx 50 pour un peu moins de **6 Mds** (10,3 Mds versus 16,0 Mds, -36 %).

**Au final**, entre l'effet change (+21 Mds), l'effet conjoncture (+3 Mds), le rebond des financières (+15 Mds) et la chute des pétrolières (-6 Mds), **les résultats cumulés de l'Euro Stoxx 50 devraient rebondir de +33 Mds**, soit une progression de **+22 % par rapport à 2014** à comparer à +7 % selon le consensus Factset agrégé et +9 % selon le BPA IBES. Ainsi, alors que depuis 2008 nous étions systématiquement 10 à 15 % en dessous du consensus, nous sommes

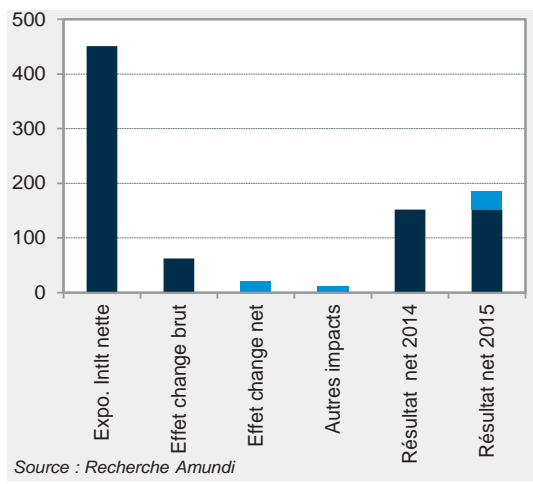
## 2 Taux de change effectif de l'euro



## 3 Répartition géographique des ventes de l'EuroStoxx50



## 4 Résultat net agrégé de l'Euro Stoxx 50 (Mds €)



désormais au-dessus, ce qui est de bon augure quant au rebond des résultats de l'Euro Stoxx 50. Nous sommes également plus optimistes que le consensus concernant la distribution. Quand celui-ci table sur une stabilité du dividende 2015 (+0.9 %), nous prévoyons une nouvelle hausse de l'ordre de 5 %. Alors que le contexte s'améliore, il serait en effet peu probable que les dividendes ne continuent pas à progresser; d'autant que, compte tenu de nos prévisions de croissance soutenue des résultats, le taux de distribution correspondant retrouverait quasiment ses plus bas niveaux de la décennie. Par ailleurs, ce rebond des résultats de l'Euro Stoxx 50 ne devrait pas être un feu de paille mais se poursuivre en 2016 (+12 %). Si l'effet change devrait se réduire de 80 %, en sens inverse, l'effet de levier lié à la reprise économique et la contribution du secteur de l'énergie (après -50 % depuis 2012) devrait aller en augmentant.

### Exemple du S&P 500:

Le chiffre d'affaires agrégé du S&P 500, s'est élevé quant à lui à **10860 Mds \$ en 2014**, dont **36 %** en dehors des États-Unis et à hauteur de 9407 Mds pour les entreprises non financières.

En termes de vente, l'exposition internationale brute du S&P 500 - ex Financières - peut donc être estimée à **3387 Mds \$** (36 % de 9407 Mds) et l'exposition nette à la moitié de ceci, soit **1693 Mds**.

Pour 2015, nous tablons sur une appréciation moyenne du dollar de **13,4 % en taux de change effectif**. Toutes choses égales par ailleurs, le chiffre d'affaires à l'international du S&P 500 sera donc amputé de 11,8 % (CA année N+1= CA année N/(1+0,134). En première approche, l'impact négatif sur les ventes 2015 serait donc de **-200 Mds** (11,8 % x 1693 Mds), dont la moitié pourrait toutefois être compensée par des hausses tarifaires. **Le résultat « additionnel »** s'établirait ainsi à **-100 Mds** avant impôts et **-67 Mds** après pression fiscale à 33 %, soit l'équivalent de **7 % du résultat net agrégé du S&P 500 en 2014**, qui s'établissait à 974,4 Mds de \$, dont 780,6 Mds pour les sociétés financières et 193,8 Mds pour les autres.

A cet effet change de -67 Mds, on rajoutera également :

- un **surcroît de résultats liés à l'amélioration de la conjoncture, relativement plus ample qu'en zone euro**, avec +24 Mds, soit la marge d'Ebitda (25 %) après impôts à 33 %, soit 16,8 %, multipliée par le delta de chiffre d'affaires (+1.5 % de 9407 Mds, soit +141 Mds),
- un **rebond des financières** estimé à **+23 Mds** selon Factset (217 Mds versus 194 Mds en 2014, +12 %); soit de bien moindre ampleur relative que celui des financières de l'Euro Stoxx 50 (+40 %), dont la base de comparaison était beaucoup plus basse, avec une marge nette 2014 de seulement 5,1 % contre 13,3 % pour leurs homologues du S&P 500.
- enfin, concernant les **pétrolières**, la chute des prix du baril devrait peser à hauteur de 35 % sur les résultats ajustés du secteur qui s'inscriraient à 60 Mds contre 93 Mds en 2014, soit une diminution de **32 Mds** de \$.

Au final, les résultats agrégés du S&P 500 devraient baisser de **53 Mds \$ ou -5 % par rapport à 2014** à comparer à +2 % selon le consensus Factset agrégé, +1 % pour le BPA IBES et +22 % pour l'Euro Stoxx 50. Dans ce contexte, la progression des dividendes du S&P 500, après +12,5 % en 2014, pourrait fléchir à +4 % en 2015, au lieu des +9 % anticipés par le consensus

### Pour conclure

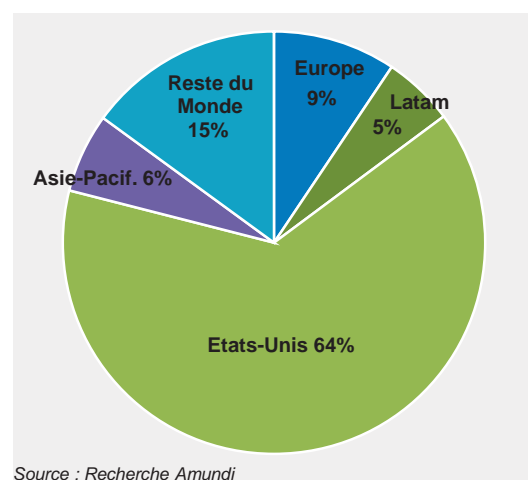
Sous l'influence principalement du taux de change, les résultats agrégés de l'Euro Stoxx 50 devraient progresser de +22 % en 2015 quand ceux du S&P 500 baisseraient de 5 %. Cette divergence, seulement partiellement anticipée par le consensus, est d'autant plus marquante que c'est la première fois depuis 2008 que les résultats de la zone euro reprendraient l'avantage sur les États-Unis. Par ailleurs, ce rebond ne devrait pas être un feu de paille mais se poursuivre en 2016 (+12 %). Au-delà de la précision des chiffres, souvent illusoire, l'essentiel est qu'un faisceau d'éléments permette enfin de tabler sur un rebond imminent et durable des résultats de l'Euro Stoxx 50. Dans ce contexte, qui relativise la hausse des multiples, la redécouverte des actions de la zone euro pourrait se prolonger.



Le plongeon de la devise européenne au secours des bénéficiaires de la zone euro

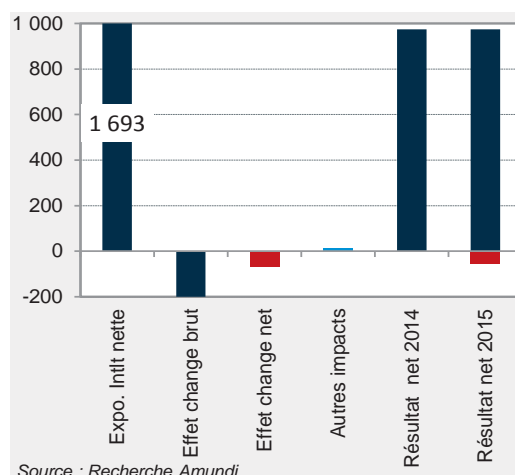


### 5 Répartition géographique des ventes du S&P 500



Source : Recherche Amundi

### 6 Résultat net agrégé du S&P 500 (Mds \$)



Source : Recherche Amundi



**9 Vertus et effets pervers du marché américain des médicaments**

EMMANUELLE CHASTENET, *Analyse Actions – Paris*

Le système de santé aux États-Unis brille par ses paradoxes, sa complexité et son manque d'efficacité. Les dépenses de santé y représentent 17 % du PIB, niveau le plus élevé au monde, pour une qualité de soins médiocre. De tous les pays développés, l'espérance de vie des Américains figure parmi les plus faibles (53<sup>e</sup> rang mondial) et leur taux de mortalité infantile parmi les plus élevés (27<sup>e</sup> rang mondial). Les gouvernements successifs ont empilé les réformes mais n'ont jamais réussi à améliorer la productivité du système de santé ni à endiguer l'inflation galopante de ses coûts. La principale raison de cet échec : trop d'enjeux divergents parmi les différents intervenants du système. Un zoom sur le marché de la prescription médicale (~10 % des dépenses de santé) offre une perspective intéressante des défis et opportunités que représente cette inextricable situation.

**De l'industriel aux patients, une utilisation des médicaments dictée par des formulaires, au travers de rabais et tickets modérateurs**

Pour chaque médicament délivré sur ordonnance, les patients paient le prix « public » soit en totalité (si non assurés, soit ~15 % des Américains), soit en partie par l'intermédiaire de leur prime d'assurance à laquelle s'ajoute un ticket modérateur qui varie entre 0 et plus de 100 dollars par mois selon le référencement du médicament dans des « formulaires » en tant que « générique », « favori », « non-favori » ou « exclus ». Plus de 95 % des prescriptions aux États-Unis sont établies via des milliers de formulaires différents. Leur structure dépend du type d'assurance, qu'il s'agisse d'une mutuelle privée (~55 % des citoyens via leur employeur) ou d'une assurance publique (~30 % des citoyens via Medicare pour les plus de 65 ans et Medicaid pour les plus défavorisés). Pour Medicaid, chaque État réglemente les formulaires à sa manière. Pour Medicare et le secteur privé, les formulaires sont établis librement par des intermédiaires dédiés (pour le compte des payeurs/assureurs) appelés Pharmacy Benefits Managers (PBM).

Au niveau du fabricant (société pharmaceutique), le prix « net » perçu par médicament présente un écart par rapport au prix public qui peut être considérable. Cet écart se décompose schématiquement en :

1. la marge de la pharmacie et ses frais de fonctionnement (~17 % du prix public),
2. la marge et le coût de distribution du grossiste (~5 % du prix public) et,
3. un rabais accordé par le fabricant à l'assureur-santé en échange d'une plus grande part de marché. Cette remise, généralement négociée dans la plus grande opacité, peut aller de 10 % à 80 % du prix public.

**Rabais négociés : une lutte acharnée entre laboratoires pharmaceutiques et PBM**

Pour l'essentiel du marché (secteur privé et Medicare), les rabais font l'objet d'intenses négociations entre les PBM (pour le compte des payeurs – mutuelles, grandes entreprises, gouvernement fédéral –) et les groupes pharmaceutiques. Ces rabais déterminent en effet le statut des médicaments dans les formulaires et impactent fortement leur part de marché, cette dernière augmentant avec le niveau de rabais accordé par le laboratoire. Deux raisons à cela :

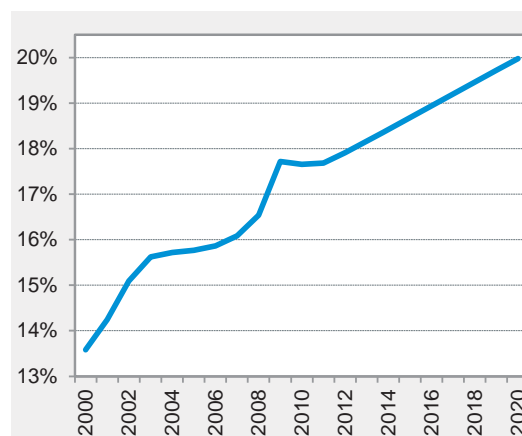
1. l'incitation financière du patient (ticket modérateur plus faible pour les produits « favoris »),
2. l'influence qu'exercent les PBM sur la prescription, soit via le médecin (en le contraignant à demander une autorisation préalable pour les médicaments

**L'essentiel**

**Les États-Unis présentent un système de santé complexe, inefficace et extrêmement coûteux dont les intervenants ont des intérêts divergents. Zoom sur le segment des médicaments, où l'inflation des prix est particulièrement élevée : inconfort pour les citoyens, mais avantage pour les compagnies pharmaceutiques et les Pharmacy Benefits Managers (PBM), les intermédiaires les plus puissants de la chaîne de distribution.**

Si puissants qu'au-delà du prix même des médicaments, ces acteurs sont en mesure de peser sur les prescriptions afin que celles-ci forcent la prise des médicaments les plus rentables pour eux. Dans cet environnement particulièrement difficile pour les médicaments peu différenciés, les compagnies pharmaceutiques doivent redoubler d'ingéniosité au niveau de leur stratégie prix et marketing, mais surtout, il leur faut lancer des produits qui représentent des innovations médicales majeures. Ces conditions sont particulièrement propices aux entreprises de biotechnologies, dont la santé aux États-Unis est actuellement florissante.

**1 Évolution des dépenses de santé aux USA en pourcentage du PIB**



Source : Banque mondiale, Recherche Amundi (estimations Amundi Equity Research basées sur les projections du CBO)

« non-favoris », ou en exigeant qu'un médicament moins rentable pour le PBM ne soit prescrit qu'après échec d'une thérapie moins coûteuse), soit au niveau de la pharmacie (substitution d'une prescription par une autre à la demande du PBM).

Les compagnies pharmaceutiques tentent parfois de contourner la pression des PBM en finançant directement auprès du patient (sous forme de coupons ou cartes préfinancées) la différence de valeur du ticket modérateur qui existe entre médicaments favorisés et non-favorisés. Cela est financièrement neutre pour les patients comme pour les laboratoires, mais très négatif pour les PBM qui peuvent alors sortir la menace ultime, l'exclusion des formulaires (l'offre de coupon/carte préfinancée n'étant plus rentable pour le fabricant). Mais cette approche est risquée, car elle est susceptible de fâcher leurs clients assureurs qui se doivent de proposer plusieurs options de traitements pour attirer des adhérents.

**Les PBM sont devenus des intermédiaires ultra-puissants, contrôlant l'intégralité de la chaîne du médicament aux États-Unis**

À l'origine, les PBM étaient de simples intermédiaires chargés de réduire les coûts administratifs des assureurs santé, valider l'éligibilité des patients, suivre leur évolution médicale, négocier le tarif des prestations des pharmacies et gérer le suivi médical des patients. Au fil du temps, ils ont mis à profit ce positionnement stratégique entre tous les intervenants pour contrôler activement toute la chaîne de distribution des médicaments. Ils y jouent non seulement un rôle crucial (conception des formulaires, négociations des rabais, influence sur les prescriptions, constitution de bases de données patients), mais surtout ils sont les seuls à avoir une vision et un contrôle à 360 degrés du marché et de tous ses intervenants. À l'inverse, leur communication vis-à-vis des différentes parties n'est que partielle, pour ne pas dire opaque (notamment les négociations de rabais qui ne sont pas réglementées). Les PBM sont d'autant plus puissants, qu'ils se sont fortement concentrés au cours des 10 dernières années : aujourd'hui, les trois plus gros contrôlent 75 % du marché.

**Un système schizophrène, qui ne fait rien pour freiner l'hyperinflation des prix des médicaments mais qui, en revanche, encourage fortement l'innovation**

Pendant des années, les PBM se sont rémunérés grâce aux économies générées par le transfert des prescriptions vers des médicaments génériques (généralement 6 à 10 fois moins chers que leurs marques équivalentes), mais maintenant que cette conversion est proche de 90 %, il leur faut trouver d'autres sources de profits. Aujourd'hui la plus importante d'entre elles, se trouve être les rabais négociés avec les laboratoires pharmaceutiques, car les PBM en conservent 20 % pour eux-mêmes, les 80 % restant étant rétrocédés à leurs clients. C'est là qu'intervient le gros dilemme des PBM : en tant que sociétés cotées en bourse, ils doivent continuer à satisfaire leurs actionnaires en obtenant chaque année de la part des fabricants de médicaments non génériques des rabais plus importants en termes absolus. Pour y parvenir, il y a deux possibilités : soit les PBM obtiennent un pourcentage de remise plus élevé par rapport aux prix catalogue, ce qui est souvent très difficile (dans le cas répandu des segments de traitements déjà bien établis), soit ce sont les prix catalogue qui doivent augmenter fortement (solution qui arrange bien évidemment les compagnies pharmaceutiques). Ce système favorise également des prix de lancement nettement plus élevés à chaque génération de nouveaux médicaments pour que les rabais obtenus ensuite soient plus importants. L'escalade des prix des nouveaux médicaments est aussi liée à la substitution automatique vers le générique à chaque fois qu'un médicament perd son brevet : cela entraîne pour le laboratoire une perte immédiate et totale des ventes précédemment réalisées avec le médicament de marque. Au fil du temps, cette perte de chiffre d'affaires régulière se doit d'être compensée par des nouveautés toujours plus chères.

Parallèlement, le système incite fortement les groupes pharmaceutiques à innover, l'innovation bien ciblée justifiant à fois une demande plus forte, des

**2 Ticket modérateur pour un traitement type, coûtant environ 400\$ par mois**

Position dans le Formulaire	Assurance Privée	Medicare	Medicaid
Générique	10\$	~6\$	0\$ - 2\$
Marque favorite	30\$ — 40\$	~40\$	2\$ - 5\$
Marque non favorite	70\$ — 90\$	~90\$	100 %
Exclusion	100 %	100 %	100 %

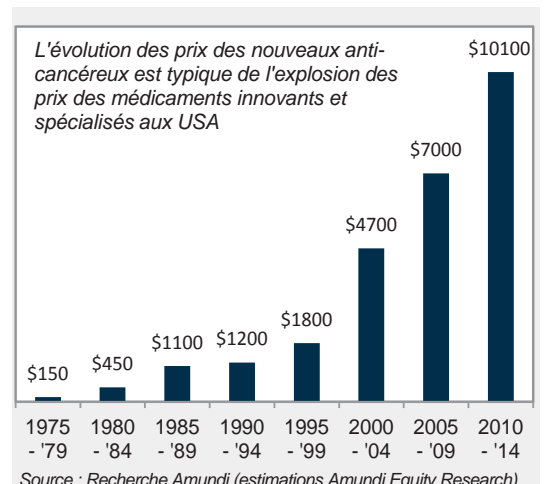
Source : Recherche Amundi (estimations)



Les trois plus gros PBM contrôlent 75 % du marché des médicaments aux États-Unis



**3 Coût mensuel moyen des nouveaux médicaments anticancéreux aux USA**



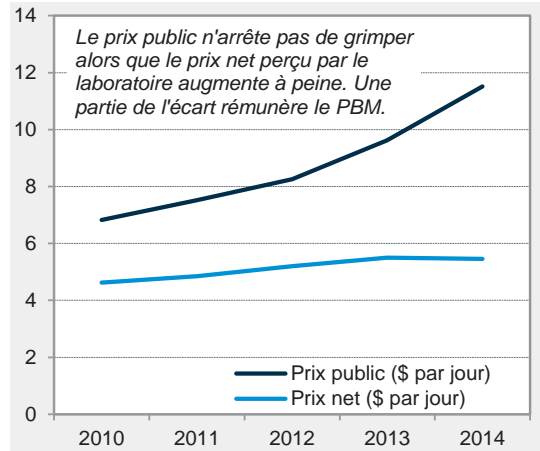
prix de ventes supérieurs et des rabais accordés aux PBM plus faibles. C'est ainsi que les laboratoires cherchent à développer des médicaments,

1. répondant à un besoin médical important (moins de concurrence),
2. difficiles à substituer par un traitement alternatif sans menacer la vie du patient ou,
3. complexes à copier une fois tombée la protection du brevet. L'industrie pharmaceutique a donc axé ses efforts de R & D sur les biotechnologies (qui répondent à tous ces critères à la fois) et/ou des segments de spécialité dans lesquels les besoins médicaux insatisfaits sont plus importants que dans les segments traditionnels (ex. : oncologie, sclérose en plaques, maladies orphelines, etc).

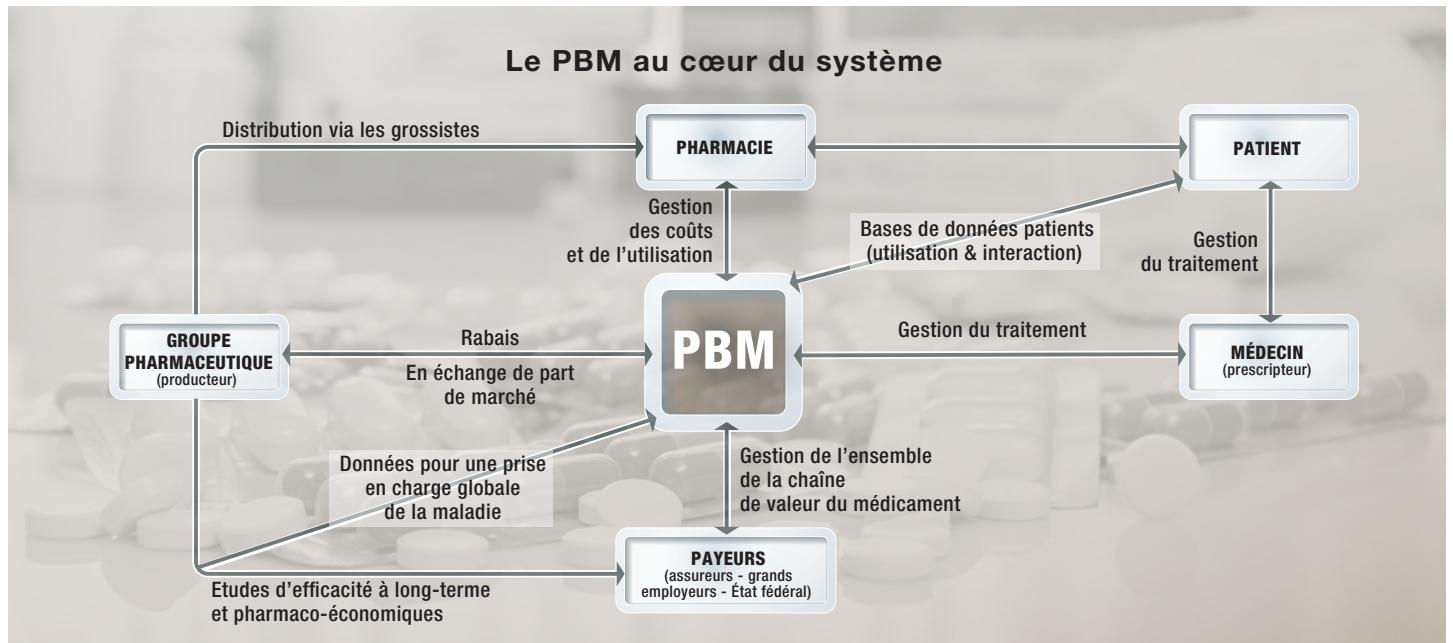
### Conclusion

Le marché américain des médicaments comporte à la fois des effets pervers (inefficiences liées à la complexité et à l'inflation forte et continue des prix publics, financée en grande partie par les citoyens à travers la hausse des tickets modérateurs et des primes d'assurance maladie), mais aussi des vertus (forte incitation à l'innovation, qui se traduit par l'essor des biotechnologies par rapport aux autres pays; et du point de vue des laboratoires, le pouvoir toujours très important de passer des hausses de prix si tant est que leurs médicaments soient innovants et spécialisés). Dans cet environnement très difficile du fait d'une grande masse de médicaments peu différenciés, les compagnies pharmaceutiques doivent redoubler d'ingéniosité au niveau du marketing et des négociations de prix, mais surtout, elles doivent plus que jamais rester à la pointe de l'innovation médicale, soit grâce à leur capacité interne en R & D, soit via des acquisitions (ce qui explique l'envolée récente des prix de transaction dans le domaine des biotechnologies).

### 4 Prix public et net pour un échantillon de traitements chroniques médicamenteux



Source : Recherche Amundi (estimations Amundi Equity Research)





## 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](http://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 TAZE 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](mailto: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](http://www.amundi.com)

Crédit photo: Thinkstock by Getty Images