

Mai 2015



Achévé de rédiger le 11 mai 2015

Sommaire

Repères

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

Page 4

Quelle allocation d'actifs face au retour des risques (économique, financier et politique) ?

Des risques de nature différente inquiètent les investisseurs : krach obligataire, fin de cycle aux États-Unis, « hard landing » en Chine, Grexit, Brexit... Faut-il, dans ces conditions, revoir notre allocation d'actifs ? Pas fondamentalement. Mais il faut préparer les portefeuilles à un regain de volatilité.

**Facteurs de risque**

Page 9

**Contexte macroéconomique**

Page 10

**Prévisions macroéconomiques et financières**

Page 11

États-Unis

**1 États-Unis : vers une récession ?**

Page 12

L'activité a stagné au 1<sup>er</sup> trimestre 2015. Les conditions climatiques n'expliquent pas tout. L'appréciation du dollar produit des effets sur la croissance comparables à un durcissement des conditions monétaires. Faut-il craindre la fin du cycle ? Non, mais le consensus des économistes est encore trop optimiste pour 2015 et 2016.

**> FOCUS > Que disent les approches statistiques sur la croissance du 2<sup>nd</sup> trimestre 2015 ?**

**2 États-Unis : le taux réel d'équilibre est plus bas qu'auparavant !**

Page 16

Les membres du FOMC font de plus en plus référence à une application mécaniste de la règle de Taylor pour conduire la politique monétaire à venir. Toutefois, le taux réel d'équilibre, une variable déterminante de la règle de Taylor et, donc, pour les banquiers centraux a beaucoup baissé ces dernières années. L'amplitude de la remontée des *fed funds*, maintes fois reportée, sera donc très faible.

**3 Pourquoi l'investissement des entreprises américaines reste-t-il si faible ?**

Page 20

Malgré la reprise économique à l'œuvre aux États-Unis depuis 2009, l'investissement non-résidentiel reste peu dynamique. Ceci est pour le moins surprenant après presque une décennie de politique monétaire extrêmement accommodante.

Crédit

**4 QE de la BCE : des frictions à venir sur le marché obligataire**

Page 23

La taille impressionnante du programme d'achats d'actifs de la BCE et les taux négatifs de la facilité de dépôts ont déjà un impact sensible sur les rendements des obligations souveraines, et des pressions croissantes devraient apparaître au cours des prochains mois. La hausse récente des rendements a dissipé les craintes liées à la rareté du gisement obligataire, mais cette inquiétude a-t-elle vraiment disparu ?

## Crédit

### 5 Perspectives des taux de défaut des émetteurs High Yield européens

Page 25

Dans les pays développés, le « régime » de faibles taux de défaut des émetteurs HY est toujours d'actualité et devrait continuer à dominer pendant le reste de l'année 2015. Toutefois, au cours des deux derniers trimestres, c'est dans la zone euro que la situation a le plus évolué.

> **FOCUS** > Évolution du marché du high yield européen

## Actions

### 6 Flux financiers et marchés d'actions européens

Page 28

Depuis le début de l'année, les actions de la zone euro se sont très bien comportées mais leur valorisation s'est tendue. Comment expliquer une telle situation ? Alors que le mois dernier nous indiquions être à la veille d'un rebond spectaculaire des résultats, cette fois-ci, nous nous penchons du côté des flux financiers qui, après avoir déserté en masse les marchés européens au second semestre 2014 sont revenus en force depuis le début de l'année. À cette occasion, on verra qui en Europe a le plus profité de ces évolutions ou comment les États-Unis se sont comportés sur la même période.

## Marchés émergents

### 7 Dette souveraine des pays émergents : relativiser la théorie du « serial default » et identifier les pays les plus exposés

Page 30

Si les pays émergents sont globalement plus exposés au risque souverain que les pays développés – de par le type de fragilités qu'ils partagent –, leur vulnérabilité en termes de défaut potentiel dépend avant tout de leurs caractéristiques économiques. Le modèle que nous avons développé, prenant en compte l'hétérogénéité des profils de défaut des pays émergents, fait ressortir l'Argentine, le Venezuela et la Russie comme pays les plus exposés sur la base des données de 2013.

> **FOCUS** > Modélisation : Régression de panel à transition progressive

## Éclairage sectoriel

### 8 Taux d'intérêt faibles et Solvency 2 : cocktail toxique pour les assureurs

Page 35

En raison de la baisse des taux d'intérêt, les ratios de solvabilité économique ont chuté de 35 pb en 2014. Ils restent néanmoins à un niveau confortable dans la plupart des cas.



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

### Quelle allocation d'actifs face au retour des risques (économique, financier et politique) ?

DIDIER BOROWSKI, Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Au cours des dernières semaines, les marchés obligataires et d'actions ont été secoués. **L'épicentre du problème se situe clairement du côté des marchés obligataires** ou le spectre de krach hante les investisseurs. Et ce d'autant plus que la Fed commence à se préoccuper ouvertement du niveau des taux d'intérêt excessivement faibles et de la surévaluation de la bourse. Du côté des marchés d'actions, la remontée des taux d'intérêt a été l'occasion pour les investisseurs de prendre leurs profits.

Aux risques de marchés s'ajoutent les risques économiques : celui de la fin de cycle aux États-Unis et du « hard landing » en Chine. Enfin sur le plan politique, les risques de Grexit, et plus récemment de Brexit, sont revenus sur le devant de la scène. Doit-on craindre un krach obligataire, le Grexit ou le Brexit ? Nous ne le pensons pas. Les investisseurs devront toutefois se préparer à une résurgence de la volatilité.

#### Vers un krach obligataire ?

##### Fausse alerte ou avertissement sérieux ?

Ce sont les déclarations de gérants de fonds outre-Atlantique sur le niveau anormalement faible des taux et la bulle obligataire qui sont, sans doute, à l'origine de la correction récente, observée dans la plupart des pays avancés. Mais ce qui retient le plus l'attention est ce qui s'est produit sur le marché obligataire allemand car le taux du Bund 10 ans était tombé à 0,05 % et certains s'attendaient même à ce qu'il tombe en territoire négatif, à l'instar de ce que l'on observe déjà en Suisse. Or, en quelques jours, il est remonté à près de 0,80 % (en séance le 7 mai) avant de se stabiliser aux alentours de 0,5 %, alors que les taux courts restaient, quant à eux, en territoire négatif.

Les taux d'intérêt sont toujours trop faibles au regard de toutes les métriques de valorisation existantes. Mais, contrairement aux marchés d'actions, les marchés obligataires ne peuvent pas connaître de krach quand les banques centrales sont à la manœuvre. L'exemple nippon montre à quel point les programmes d'achats de titres (de la BoJ) surdéterminent le niveau des taux. Dans la zone euro, les achats de la BCE maintiendront les taux d'intérêt à un niveau très faible. **La BCE n'a acheté que 110 Mds € de titres (sur un programme de 1 100 Mds €). Dit autrement, 90 % de son programme d'achats de titres reste à faire.** Toutes choses égales par ailleurs, le déséquilibre entre les programmes d'émissions et la demande de titres BCE plaident clairement en faveur d'un nouveau repli des taux allemands dans les mois qui viennent.

**La BCE s'est engagée à poursuivre son QE jusqu'en septembre 2016, même si la conjoncture s'améliore nettement.** Il faudra en effet du temps pour endiguer les pressions déflationnistes. La remontée récente des taux à long terme illustre le besoin d'un ancrage des anticipations par un programme d'achats de titres de longue durée. Car un échec du QE (i.e. une remontée brutale des taux d'intérêt ou de l'euro) casserait la reprise et ferait rapidement ressurgir les craintes sur la solvabilité de certains États...

#### Repentification de la courbe dans une phase de reflation progressive

Ceci dit, indépendamment de facteurs techniques qui ont pu mener à la correction récente, il est important de noter que la correction sur le Bund survient peu après une **correction à la hausse sur les anticipations d'inflation**. Le swap d'inflation 5 ans dans 5 ans – mesure privilégiée par Mario Draghi pour mesurer les anticipations de marché – est nettement remonté au cours des dernières semaines. Or il est frappant d'observer que,

### L'essentiel

**Des risques de nature différente inquiètent les investisseurs :** krach obligataire, fin de cycle aux États-Unis, « hard landing » en Chine, Grexit, Brexit... Faut-il, dans ces conditions, revoir notre allocation d'actifs ? Pas fondamentalement.

**Nous continuons de tabler sur la poursuite de l'expansion de l'activité (États-Unis, zone euro, Chine) mais à un rythme plus modéré que le consensus, et, surtout, nettement plus faible qu'avant la grande récession.** Notre scénario ne repose pas seulement sur une analyse conjoncturelle. **C'est la croissance potentielle mondiale qui est, en fait, en train de ralentir** (faibles gains de productivité, dépenses d'investissement insuffisantes pour renouveler le stock de capital, vieillissement de la population). Or, à l'échelle mondiale, les dettes publiques et privées ont continué de s'accroître au cours des dernières années. En l'absence de redémarrage de l'inflation, les banques centrales devront maintenir des politiques monétaires très accommodantes pour faciliter le désendettement. **Aucune économie ne pourrait aujourd'hui supporter une remontée brutale des taux d'intérêt réels sans tomber en récession.** Aux États-Unis, la Fed agira donc avec prudence. Et dans la zone euro, la BCE ira jusqu'au bout de son QE (90 % des achats de titres souverains restent à faire...). **Les taux peuvent remonter temporairement mais les conditions pour un « krach obligataire » ne sont pas réunies.**

**Sur le plan politique, le risque de Grexit** nous semble toujours improbable. Ceci dit, les négociations entre le gouvernement grec et ses créanciers promettent de rester tendues jusqu'au tout dernier moment (fin juin).

Au final, la multiplication des risques nous conduit à penser qu'il **faut préparer les portefeuilles à un regain de volatilité dans les mois qui viennent.** Nous avons décidé d'écarter le risque dans les portefeuilles, sans néanmoins remettre en cause notre allocation globalement favorable aux marchés d'actions et aux marchés du crédit.

depuis 18 mois, cette mesure est étroitement corrélée au prix du pétrole. Tout semble donc se passer comme si les anticipations d'inflation *de moyen terme* dépendaient du prix du pétrole *d'aujourd'hui*...

Il est clair que si le prix du baril se stabilise à son niveau actuel (entre 60 et 65 \$), les prévisions d'inflation (fin d'année) seront revues en hausse dans la zone euro. Mais c'est évidemment sans rapport avec les perspectives d'inflation *à moyen terme*. En effet, pas plus que la baisse des prix du baril n'était un vecteur de déflation, la hausse n'est un vecteur d'inflation auto entretenue. La BCE devra sans doute faire de nouveau de la pédagogie sur le fait que c'est l'évolution de l'inflation sous-jacente qui compte avant tout. Or de ce côté, nous n'attendons pas d'accélération notable à l'horizon 2016. Il faudra bien plus que la reprise cyclique qui est anticipée pour faire baisser durablement le chômage en zone euro. Les « effets de second tour » sur les salaires ne pourront pas se matérialiser dans un environnement de chômage élevé. Sans compter que la remontée récente des taux, de l'euro et du pétrole risque de peser à plus court terme sur la conjoncture...

**Conséquence pour les marchés :** les taux d'intérêt à long terme en Allemagne ne sont pas près de remonter durablement. Mais cela ne signifie pas pour autant qu'ils vont retomber à zéro. En effet, des taux faibles mais positifs correspondraient mieux à une période de reflation progressive.

**Fed: vers une prise en compte des excès sur les marchés ?**

Le marché du travail américain s'est nettement raffermi au cours des 18 derniers mois et les salaires commencent à frémir, notamment du côté du travail qualifié. Dans un contexte de ralentissement de la productivité, cela se traduit par une remontée des coûts salariaux unitaires qui sont un déterminant essentiel de l'inflation sous-jacente. La poursuite du cycle devrait donc finir par se matérialiser par une remontée de l'inflation sous-jacente. Ceci dit, le « Core PCE »<sup>1</sup> a beaucoup ralenti au cours des derniers mois. Et surtout, le trou d'air sur l'activité observé au 1<sup>er</sup> semestre incitera la Fed à la prudence (cf. article 1 « États-Unis: vers une récession ? »).

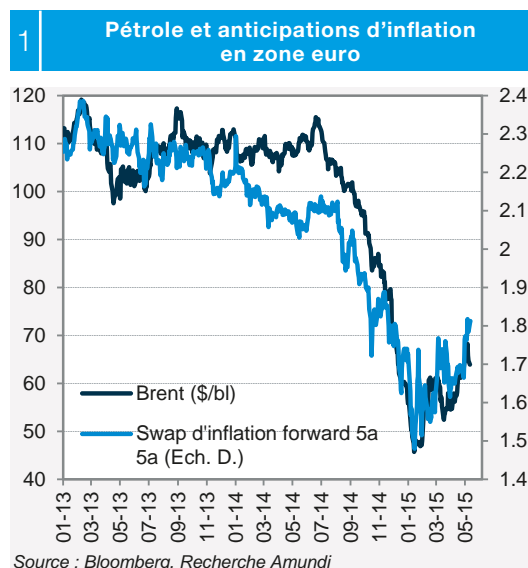
Il faudra néanmoins suivre le débat sur les risques macrofinanciers. J. Yellen s'est très ouvertement inquiété, il y a quelques jours, du risque d'une hausse brutale des taux d'intérêt à long terme, notamment quand la Fed se décidera de remonter ses taux directeurs. En temps normal, les objectifs de la Fed sont seulement macroéconomiques (inflation, chômage) et il revient à la politique macroprudentielle d'éviter les « excès », notamment en matière de *leverage*. Ceci dit, tant S. Fischer que J. Yellen ont admis, par le passé, qu'une remontée des taux directeurs pouvait parfois se justifier pour des raisons de stabilité financière. Il faudra donc suivre de près la doctrine de la Fed en la matière. Car la partie courte de la courbe des taux, traditionnellement très sensible aux données économiques, pourrait réagir si la Fed décidait de prendre en considération des facteurs « extra-économiques » dans sa fonction de réaction. Toutefois, nous n'en sommes pas là. Rappelons qu'Alan Greenspan avait commencé à se préoccuper des excès de valorisation sur les marchés d'actions 4 ans avant l'éclatement de la bulle IT (ses propos sur l'exubérance irrationnelle datent de 1996)!

**Conséquence pour les marchés :** contrairement à la zone euro, un « *bear flattening* de la courbe » reste probable aux États-Unis dans les mois qui viennent avec le début du resserrement monétaire qui se profile. Les taux d'intérêt à long terme devraient rester contenus. Un mouvement de hausse brutale des taux à long terme serait de courte durée. L'effet de « *taper tantrum* » observé en 2013 est improbable. Compte tenu de la faiblesse durable des taux en Europe et du QE de la BCE, de nombreux investisseurs seront attirés par la hausse des rendements américains. **En définitive, c'est le dollar qui devrait le plus sûrement bénéficier de la réallocation des portefeuilles obligataires vers les Treasuries.** Et, compte tenu de la sensibilité de l'économie américaine au billet vert, plus le dollar s'appréciera, plus la Fed reportera dans le temps les hausses de taux...

<sup>1</sup> Le « core PCE deflator » est l'indice des prix implicite de la consommation des ménages (hors alimentation et énergie) dans les comptes nationaux; il est privilégié à l'indice de prix traditionnel (CPI) pour jauger les pressions inflationnistes.

“ Contrairement aux marchés d'actions, les marchés obligataires ne peuvent pas connaître de krach quand les banques centrales sont à la manœuvre ”

“ En Allemagne, des taux faibles mais positifs correspondraient mieux à une période de reflation progressive ”



## Grèce: sortie de l'Union économique et monétaire (Grexit)

La sortie de la Grèce de la zone euro (Grexit) est très improbable car les parties prenantes y sont très opposées. Les autorités européennes ne veulent pas ouvrir la boîte de Pandore d'une sortie de l'euro.

Les relations entre la Grèce et ses créanciers sont certes très tendues. Mais les négociations se poursuivent. Le risque d'un défaut technique, de la mise en place d'un contrôle des capitaux ou encore de nouvelles élections (voire d'un référendum sur le Grexit) s'est nettement accru. La dette publique est insoutenable à long terme et une restructuration paraît inéluctable. Toutefois, le risque de sortie de l'UEM ou de défaut désordonné nous semble toujours faible : les sondages montrent que la population grecque reste très attachée à l'euro, quitte à faire des concessions. Les parties prenantes ont mutuellement intérêt à poursuivre leurs négociations. L'économie grecque risque de retomber dès cette année en récession avec le choc de confiance lié à l'incertitude politique. Et le solde budgétaire primaire va probablement retomber en déficit cette année. L'accord, si accord il y a, sera vraisemblablement obtenu au tout dernier moment (fin juin). Les tensions peuvent donc s'accroître dans la phase finale de la négociation.

**Conséquence pour les marchés: même si les achats de la BCE doivent permettre d'éviter une contagion aux autres marchés obligataires, des à-coups imprévisibles sur les spreads souverains périphériques peuvent se produire. Surtout compte tenu du niveau des taux d'intérêt redevenus très faibles (les taux à 10 ans espagnol et italien sont inférieurs au taux à 10 ans sur les Treasuries). Dit autrement, le retour du risque systémique lié au dossier grec est improbable. En revanche, il faut se prémunir contre une résurgence de la volatilité.**

## Royaume-Uni: vers une sortie de l'Union européenne (Brexit)?

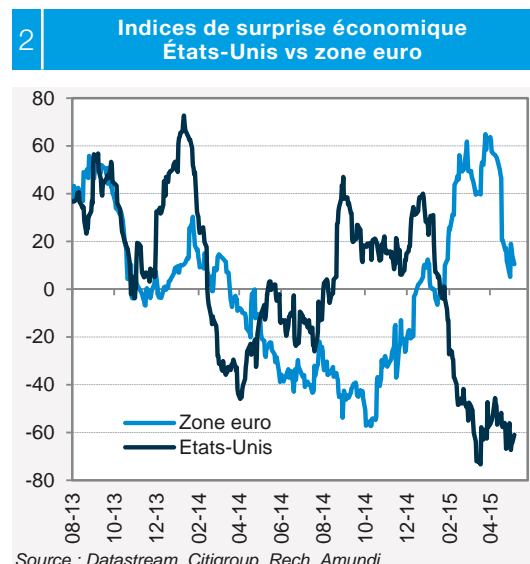
La victoire des Conservateurs aux élections du 7 mai a pris de cours l'ensemble des observateurs qui ne tablaient sur une majorité absolue pour aucun des deux grands partis. Dans la foulée des résultats, le Premier ministre David Cameron, reconduit dans ses fonctions, a confirmé son intention d'organiser un référendum sur le maintien dans l'Union européenne « d'ici à fin 2017 ». **En ce qui concerne, la lisibilité et la crédibilité de la politique économique, l'absence de coalition fragile est une bonne nouvelle car c'est ainsi un vecteur d'incertitude qui disparaît.** C'est d'ailleurs ce qui explique la réaction initiale très favorable des marchés (montée de la devise, rebond de la bourse et baisse des taux d'intérêt). Ceci dit, **le référendum ouvre la porte à une incertitude d'une autre nature (le maintien ou non dans l'UE).** Dans les sondages, dont on connaît désormais la fragilité, il n'y a pas de majorité tranchée qui se dégage sur le Brexit. Or les conséquences économiques peuvent se matérialiser bien avant l'organisation du référendum. Elles passent avant tout par la confiance (entreprises britanniques, investisseurs étrangers) et sont donc difficiles à évaluer. Ce sont les variables de marché qui cristalliseront en premier les craintes des investisseurs.

### Quelles sont les conséquences pour les marchés ?

- **Marchés obligataires: l'ajustement budgétaire va se poursuivre ce qui est une bonne nouvelle pour les détenteurs d'emprunts d'État.** La baisse du déficit public a déjà été spectaculaire (il a été divisé par plus de deux depuis son pic). Le déficit, estimé à -4,1 % du PIB par la Commission européenne sur l'année fiscale 2015-2016 est projeté -2,7 % du PIB sur 2016-2017 (le déficit structurel serait à peine supérieur et, lui aussi, en net repli). Toutefois, si la croissance continue sur sa lancée, le marché du travail se tendra davantage et les pressions inflationnistes finiront par s'intensifier (un peu comme aux États-Unis, en raison des pressions salariales induites dans un contexte de faibles gains de productivité). Le thème du retour de l'inflation pourrait revenir d'autant plus vite sur le devant de la scène que la livre serait amenée à se déprécier...
- **Marché des changes: c'est sur la livre que la nouvelle incertitude est susceptible de jouer à moyen terme.** En effet, le déficit courant est de



Grèce: en route vers un accord de dernière minute (fin juin)...



5 % du PIB et la balance des revenus ne cesse de se détériorer. La position extérieure nette du RU s'est rapidement détériorée au cours des dernières années (passant de 0 en 2011 à -25 % du PIB en 2014). Au T4 2014, le déficit courant (-5,5 % du PIB) se trouvait financé à hauteur de 2,6 % du PIB par des entrées nettes d'investissements directs étrangers (IDE). En termes de stock d'IDE, le Royaume-Uni arrive à l'échelle mondiale en 2<sup>e</sup> position après les États-Unis. Or l'essentiel des investissements provient des autres pays de l'Union européenne. Ces flux d'investissement sont très directement liés à l'appartenance du RU à l'UE. Près de la moitié des exportations britanniques de biens et plus du tiers des exportations de services sont à destination de l'UE. Que les IDE viennent à faiblir et la livre pourrait finir par se déprécier. Il n'y a toutefois pas de raison de s'en préoccuper à court terme.

**Dans les mois qui viennent, le premier ministre Cameron cherchera à obtenir des concessions de Bruxelles, notamment en matière de contrôle de l'immigration ou de sauvegarde des intérêts de la City.** En l'état actuel des choses, il est peu probable qu'il parvienne à ses fins. Le consensus qui règne aujourd'hui à Bruxelles est que le RU a plus à perdre à quitter l'UE que l'UE n'a à perdre à laisser le RU sortir de l'UE. La plupart des études économiques corroborent l'analyse faite à Bruxelles. Les « négociations » s'annoncent donc difficiles pour D. Cameron.

Au final, les conservateurs devraient néanmoins faire activement campagne pour le maintien dans l'UE. **Il est par conséquent beaucoup trop tôt pour se préoccuper des conséquences financières d'un éventuel Brexit.**

**Scénario central et allocation d'actifs**

**Nous avons abaissé notre prévision de croissance aux États-Unis à 2,4 % en 2015 et 2016.** Nous continuons de tabler sur la poursuite du cycle outre-Atlantique, mais à un rythme plus modéré que le consensus.

**Nous avons revu en hausse notre prévision de croissance pour la zone euro,** mais là aussi notre prévision de croissance demeure plus faible que celle du consensus tant en 2015 qu'en 2016.

Enfin, si nous gardons inchangée notre prévision de croissance pour la Chine, c'est après l'avoir nettement revue en baisse depuis le début de l'année, très en dessous du Consensus. **Au final, si nous anticipons la poursuite de l'expansion de l'activité mondiale, c'est à un rythme beaucoup plus modéré qu'avant la grande récession.**

Notre scénario ne repose pas seulement sur une analyse conjoncturelle. **Nous avons à plusieurs reprises insisté, dans ces colonnes, sur le fait que c'était la croissance potentielle mondiale qui était en train de ralentir** (faibles gains de productivité, dépenses d'investissement insuffisantes pour renouveler le stock de capital, vieillissement de la population). Or, à l'échelle mondiale, les dettes publiques et privées ont continué de s'accroître. **Le deleveraging de l'économie mondiale va devoir se poursuivre dans les dix prochaines années, ce qui — dans une phase de croissance affaiblie — donne de beaux jours au thème de la répression financière.** En l'absence de redémarrage de l'inflation mondiale, les banques centrales devront maintenir des politiques monétaires très accommodantes pour faciliter le désendettement. **Aucune économie ne pourrait aujourd'hui supporter une remontée brutale des taux d'intérêt réels sans tomber en récession...**

La combinaison de croissance molle, d'inflation sous contrôle (en moyenne dans les grands pays avancés) et d'excès de liquidité mondiale continuera donc de conforter les stratégies de recherche de rendements.

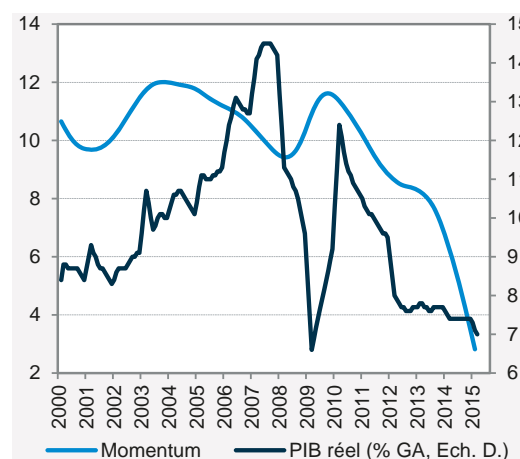
D'un point de vue stratégique, nous n'avons pas de raison de remettre en cause notre allocation d'actifs, dans l'ensemble favorable aux marchés d'actions et aux marchés du crédit. Cette allocation centrée plus précisément depuis de nombreux trimestres sur la zone euro, les produits à spreads et le « short EUR » n'est pas invalidée. Les signes de défragmentation financière se multiplient en zone euro (la reprise du crédit bancaire au secteur privé et



Royaume-Uni : la perspective du Brexit est trop lointaine pour inquiéter les marchés



**3 Chine: croiss. vs momentum (mix de croiss. du crédit, cons. d'électricité et fret ferrov.)**



Source : Datastream, Recherche Amundi



Il faut préparer les portefeuilles à un regain de volatilité





la baisse des taux d'intérêt accordés aux PME en sont les éléments les plus notables). Toutefois, nous observons que cette amélioration est désormais en grande partie « dans les cours ».

Les indicateurs de « surprise économique » qui étaient en territoire très positif depuis le début de l'année sont désormais neutres (cf. graphique). Les bourses de la zone euro, qui ont connu des performances impressionnantes depuis le début de l'année (en comparaison de la bourse américaine notamment), peuvent faire l'objet de dégagements importants en cas de remontée de la volatilité.

**Il faut préparer les portefeuilles à un regain de volatilité dans les mois qui viennent. Dans ces conditions, nous avons décidé, à court terme, d'écrêter le risque dans les portefeuilles, sans néanmoins remettre en cause notre allocation favorable aux marchés d'actions.**

Avant de remonter l'exposition aux actifs risqués, il faudra attendre de voir des signes plus tangibles de reprise en zone euro, notamment du côté des entreprises (profits et investissement). Aux États-Unis, on attendra de voir la reprise se matérialiser après le trou d'air du 1<sup>er</sup> trimestre. Enfin en Chine, on guettera les signes de stabilisation de la conjoncture suite à l'assouplissement monétaire opéré.

## ALLOCATION D'ACTIFS PERSPECTIVES COURT TERME



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

## TYPE DE PORTEFEUILLE

### Portefeuilles d'actions

- Réduction du risque :
  - Bêta du portefeuille au maximum neutre
  - Allocation géographique plus neutre
- Préférer les actions zone euro
- Long actions japonaises
- Neutre à sous-pondéré en actions US
- Marchés émergents : choix pays clivant...
  - Au sein des pays émergents : surpondéré Inde, Indonésie, Afrique du Sud, Thaïlande, Pérou et Mexique
  - neutre, Brésil, pays du Golfe, Russie, Chine
  - sous-pondéré : Turquie, Malaisie, Grèce, Taïwan, Corée, Colombie et Chili
- Aucun biais devise à court terme

### Portefeuilles obligataires

- Préférence US par rapport à zone euro
- Short duration sur cœur zone euro, mais long duration sur périphériques
- Stratégies d'aplatissement des courbes de taux
- Surpondération crédit, légère préférence pour le crédit US
- Surpondération TIPS
- Dettes émergentes :
  - préférer la dette en devises dures (long USD)
  - ne préférer dette locale que dans certains cas spécifiques
- Long USD et GBP, short JPY et EUR

### Portefeuilles diversifiés

- Réduction du risque mais rester constructif sur les actions
- Préférer les actions zone euro et Japon
- Rester neutre en actions US
- Rester neutre sur les émergents... préférer les pays consommateurs de matières premières
- Rester long en spread de crédit pour le portage (USD et EUR)
- Surpondérer obligations périphériques euro par rapport au core (i.e. Allemagne)
- Diversification vers les obligations US
- Positif sur dette émergente en devises dures
- Long USD et GBP, short JPY et EUR



## Facteurs de risque

### MAI

### NIVEAU DE RISQUE

#### FED: UNE POLITIQUE MONÉTAIRE MAL COMPRISE

Le marché du travail s'est nettement raffermi au cours des 18 derniers mois et les salaires commencent à frémir. La Fed commence à s'inquiéter des risques macrofinanciers liés une hausse brutale des taux d'intérêt à long terme dans un contexte d'excès de valorisation du côté des actions. Mais le « trou d'air » d'air conjoncturel du 1<sup>er</sup> semestre incitera la Fed à temporiser avant de commencer à remonter ses taux directeurs.

RISQUE MODÉRÉ



#### ZONE EURO: ABANDON PRÉCOCE DU QE DE LA BCE

La BCE s'est engagée à poursuivre son QE jusqu'en septembre 2016, même si la conjoncture s'améliore nettement. Il faudra en effet du temps pour endiguer les pressions déflationnistes. De plus, la remontée récente des taux à long terme illustre le besoin d'un ancrage des anticipations par un programme d'achats de titres de longue durée. Car un échec du QE (i.e. une remontée brutale des taux d'intérêt ou de l'euro) casserait la reprise. Les craintes sur la solvabilité de certains États ne manqueraient pas de ressurgir...

RISQUE FAIBLE



#### ZONE EURO: UNE SURESTIMATION DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE (EFFET QE ET EFFET PÉTROLE)

La zone euro bénéficie d'une conjonction de facteurs favorables: un vaste QE, une dépréciation de l'euro, une baisse du pétrole et une détente des conditions financières. La remontée récente (du pétrole, de l'euro et des taux d'intérêt) ne change pas la donne. Cependant, le Consensus a déjà très nettement revu à la hausse ses prévisions de croissance depuis le début de l'année. D'un point de vue de marché, le risque est donc désormais d'être déçu par l'ampleur de la reprise. Il faudra en particulier suivre l'évolution de l'investissement des entreprises.

RISQUE MODÉRÉ



#### GRÈCE: SORTIE DE L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

Les relations entre la Grèce et ses créanciers restent tendues. Mais les négociations se poursuivent. Le risque d'un défaut technique, d'une restructuration de la dette (qui n'est pas soutenable), de la mise en place d'un contrôle des capitaux ou encore de nouvelles élections (voire d'un référendum sur le Grexit) s'est accru. Toutefois, le risque de sortie de l'UEM nous semble toujours faible: les sondages montrent que le peuple grec reste très attaché à l'euro quitte à faire des concessions.

RISQUE MODÉRÉ



#### ROYAUME-UNI: SORTIE DE L'UNION EUROPÉENNE (BREXIT)

La victoire des Conservateurs aux élections du 7 mai annonce la tenue d'un référendum sur le Brexit « avant la fin 2017 », ce qui pourrait ouvrir la porte à un référendum sur le statut de l'Écosse dans le Royaume (l'Écosse veut coûte que coûte rester dans l'UE). Dans les sondages il n'y a pas de majorité claire qui se dégage sur le Brexit. Le R-U entre donc dans une phase d'incertitude politique. Mais il est trop tôt pour se préoccuper des conséquences potentiellement négatives d'un Brexit.

RISQUE FAIBLE



#### PÉTROLE: POURSUITE DU REBOND

La remontée du prix de baril (de près de 50 % depuis son point bas à 45 \$) vient pour partie corriger une surréaction à la baisse. Sur le plan fondamental, l'équilibre offre-demande continue de plaider pour un prix plus faible qu'au cours des dernières années. D'une part, parce que l'offre est structurellement plus importante et, d'autre part, parce que la demande sera plus faible (affaiblissement du commerce mondial, meilleure efficacité énergétique dans les grands pays émergents).

RISQUE FAIBLE



#### CHINE: UN RALENTISSEMENT PLUS BRUTAL

L'enjeu de la Chine est de maîtriser le crédit et le *shadow banking*, de réduire dette et créances douteuses, de renouer avec une productivité et une croissance potentielle plus fortes. La Chine a les moyens d'accompagner cette – longue – transition, mais la tâche à accomplir est particulièrement difficile. L'assouplissement de la politique monétaire va se poursuivre.

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 à suivre de très près.

RISQUE MODÉRÉ



#### UN KRACH OBLIGATAIRE

Les taux d'intérêt obligataires à long terme sont nettement remontés au cours des dernières semaines, notamment dans la zone euro, et plus particulièrement en Allemagne. La brutalité du mouvement semble pouvoir s'expliquer par des facteurs techniques. Les taux d'intérêt étaient tombés à des niveaux exagérément faibles (0 en Allemagne sur le 10 ans). Ceci dit, la rareté relative du papier allemand pèsera durablement sur le niveau des taux du Bund. Par effet de réallocation de portefeuille, cela devrait empêcher les taux à long terme de remonter fortement dans le reste de la zone euro... ainsi qu'aux États-Unis.

RISQUE FAIBLE



## Contexte macroéconomique

		MAI	FACTEURS DE RISQUE
<b>AMÉRIQUES</b>			
<b>ÉTATS-UNIS</b>	<p><b>Rebond graduel après la forte baisse de régime observée au T1.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Le PIB a progressé de 0,2 % au T1, pénalisé par un repli de l'investissement dans le secteur de l'énergie et un mauvais comportement du commerce extérieur. Les chiffres déjà disponibles portant sur le début du T2 montrent une amélioration, mais à un rythme qui reste décevant.</li> <li>&gt; Les ménages, qui ont réduit considérablement leur endettement au cours des dernières années, devraient cependant continuer de bénéficier de l'amélioration 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 l'investissement, l'effet de la hausse du dollar et la dynamique encore atone des salaires.</li> <li>&gt; La Fed ne normalisera sa politique que très lentement : la première hausse de taux pourrait ne pas intervenir avant fin 2015.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire »)</b></li> <li>&gt; <b>Contagion des difficultés économiques et/ou financières du monde émergent</b></li> <li>&gt; <b>Hausse excessive du dollar</b></li> </ul>	
<b>BRÉSIL</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Le COPOM s'est prononcé pour une <b>nouvelle hausse de taux de 50pb</b>, le Selic atteignant 13,25 %. Toutefois, le dernier rapport trimestriel sur l'inflation publié en mars par la BCB laisse penser qu'il s'agit là d'une fin de cycle.</li> <li>&gt; Malgré un contexte économique et politique fortement dégradé, le Brésil continue d'enregistrer de fortes entrées de capitaux sans doute motivées par un fort effet carry.</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; Les premiers chiffres portant sur le T1 sont encourageants. La consommation, en particulier, a bien réagi à la baisse du prix du pétrole tandis que le crédit bancaire donne des signaux encourageants.</li> <li>&gt; La reprise va se poursuivre en 2015, soutenue par la politique monétaire très accommodante de la BCE, le reflux des politiques d'austérité et la poursuite des effets vertueux de la baisse de l'euro et du prix du pétrole.</li> <li>&gt; L'inflation ne va remonter que 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>Contagion des difficultés économiques et/ou financières du monde émergent</b></li> <li>&gt; <b>Intensification des pressions déflationnistes</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>Poursuite de la reprise malgré la déception du T1 (croissance du PIB de +0,3 % seulement).</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; La 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>Référendum prévu en 2017 sur la sortie de l'UE</b></li> </ul>	
<b>ASIE</b>			
<b>CHINE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; En Chine, les <b>signes de décélération de l'activité sont de plus en plus marqués</b> : la croissance du PIB au T1 est ressortie au plus bas depuis six ans à +7 %, le PMI manufacturier HSBC d'avril continue de baisser, la production industrielle et les ventes au détail sont en dessous des attentes, enfin l'excédent commercial s'est contracté.</li> <li>&gt; Face à ce ralentissement marqué, les autorités chinoises ne cessent de multiplier les <b>mesures de soutien à l'économie</b> : nouvelle baisse du taux de réserves obligatoires, diminution de l'apport pour l'achat d'une résidence principale. En outre des rumeurs sur un possible QE de la PBoC ont filtré et même si les autorités chinoises ont tout de suite démenti, un tel scénario ne peut être exclu.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Détérioration plus rapide qu'anticipé 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> </ul>	
<b>INDE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; En Inde, le <i>policy mix</i> semble fonctionner. Malgré des conditions météorologiques défavorables, l'inflation et l'activité se sont maintenues.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Remontée des prix des matières premières</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; Quelques signes d'amélioration apparaissent en ce qui concerne les salaires (mais surtout dans les grandes entreprises).</li> <li>&gt; Hausse des revenus, baisse du pétrole, plan de relance du gouvernement et « effets richesses » liés à la hausse des actions devraient permettre à la consommation de progresser graduellement.</li> <li>&gt; En raison de l'amélioration des perspectives économiques et de la stabilité des anticipations d'inflation, une extension du plan d'achat d'actifs de la BoJ ne paraît pas imminente.</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 a stagné 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 (après la forte baisse dans le secteur de l'énergie). 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 la 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** : les chiffres des derniers mois sont loin d'être encourageants et le niveau des taux d'intérêt ne devrait pas faciliter la reprise. En décembre, notre prévision tablait sur une récession de 0,5 %. Nous revoyons notre prévision à la baisse et misons sur une récession de plus forte ampleur -1 %.
- Russie** : la banque centrale russe a baissé son taux directeur de 150 pb de 14 % à 12,5 %. Le communiqué mentionne notamment l'appréciation récente du rouble et la stabilisation de l'inflation comme étant à l'origine de cette décision.

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

Source : Recherche Amundi

### PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- Fed** : la 1<sup>re</sup> hausse de taux directeurs aura lieu vers la fin de 2015, en partie pour des raisons politiques. 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.

	06/05/2015	Amundi + 6m.	Consensus T3 2015	Amundi + 12m.	Consensus T1 2016
<b>États-Unis</b>	0,25	0,25	0,50	0,75	1,00
<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** : après la hausse récente des taux longs des pays du cœur, nous pensons que les pressions à la baisse liées au QE de la BCE vont reprendre le dessus. Les *spreads* périphériques devraient encore un peu se comprimer.
- 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					
	06/05/2015	Amundi + 6m.	Consensus T3 2015	Amundi + 12m.	Consensus T1 2016
<b>États-Unis</b>	0,63	0,80/1,00	1,04	1,20/1,40	1,57
<b>Allemagne</b>	-0,22	-0,20/0,00	-0,11	-0,20/0,00	0,02
<b>Japon</b>	0,01	0,00/0,20	0,01	0,00/0,20	0,10
<b>Royaume-Uni</b>	0,00	0,60/0,80	0,80	1,00/1,20	1,32

Taux 10 ans					
	06/05/2015	Amundi + 6m.	Consensus T3 2015	Amundi + 12m.	Consensus T1 2016
<b>États-Unis</b>	2,22	2,00/2,20	2,30	2,20/2,40	2,65
<b>Allemagne</b>	0,58	0,40/0,60	0,28	0,40/0,60	0,55
<b>Japon</b>	0,36	0,30/0,50	0,41	0,30/0,50	0,49
<b>Royaume-Uni</b>	1,98	1,80/2,00	1,87	2,00/2,20	2,17

### 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 (raisons réglementaires). La parité EUR/USD devrait revenir vers une fourchette 1.00/1.10 sur les mois à venir.
- USD** : la divergence entre la Fed et les autres banques centrales des pays avancés et les meilleures perspectives de croissance continueront de soutenir le dollar, même si le potentiel d'appréciation est plus faible qu'il y a quelques mois.
- JPY** : le yen devrait continuer de s'affaiblir, à cause de la politique très agressive de la BoJ mais aussi des performances macroéconomiques médiocres.
- GBP** : modérément haussier, contre l'euro. Les fondamentaux s'améliorent plus rapidement au Royaume-Uni qu'en zone euro.

	05/05/2015	Amundi + 6m.	Consensus T3 2015	Amundi + 12m.	Consensus T1 2016
<b>EUR/USD</b>	1,14	1,05	1,04	1,05	1,03
<b>USD/JPY</b>	119	125	124	130	126
<b>GBP/USD</b>	1,53	1,50	1,47	1,50	1,48
<b>USD/CHF</b>	0,91	0,95	1,01	0,95	1,05
<b>USD/NOK</b>	7,39	7,81	8,15	7,71	8,16
<b>USD/SEK</b>	8,19	8,86	8,89	8,86	8,81
<b>USD/CAD</b>	1,20	1,25	1,28	1,30	1,27
<b>AUD/USD</b>	0,80	0,75	0,74	0,75	0,73
<b>NZD/USD</b>	0,75	0,70	0,72	0,70	0,70



## 1 États-Unis : vers une récession ?

DIDIER BOROWSKI, Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

L'activité a stagné au 1<sup>er</sup> trimestre 2015. Le ralentissement était, en partie, attendu en raison de la dureté de l'hiver. L'an dernier, la croissance était tombée en territoire négatif puis avait nettement rebondi au 2<sup>nd</sup> trimestre. Ceci dit, les conditions climatiques n'expliquent pas tout, loin s'en faut. **L'appréciation du dollar pèse directement sur la croissance (via son impact sur les exportations) et, indirectement, via son impact négatif sur les marges des entreprises, qui pèsent à leur tour sur l'investissement.** Dans les faits l'appréciation du dollar produit donc des effets sur l'activité comparables à un durcissement des conditions monétaires. De son côté, la consommation des ménages reste solide mais le taux d'épargne remonte en dépit de l'amélioration observée sur le marché du travail, de la baisse du prix du pétrole et d'un patrimoine (financier et immobilier) qui retrouve graduellement son pic de 2007. Derrière le ralentissement conjoncturel observé, c'est la question de la fin de cycle qui se trouve désormais posée. Car voilà maintenant six années que l'activité progresse continûment aux États Unis, ce qui constitue un cycle d'expansion très long au regard de la moyenne des cycles d'après-guerre... Ceci dit, tous les pays peuvent connaître des à-coups trimestriels et ces derniers n'annoncent pas nécessairement un point de retournement du cycle. Qu'en est-il ?

### Un cycle unique dans l'histoire de l'après-guerre

En pratique, la durée et l'ampleur du cycle doivent être considérées en même temps. Malgré la longueur du cycle d'expansion, la reprise s'avère être la plus molle de l'histoire de l'après-guerre. Près de sept ans après le début de la « grande récession », l'activité économique n'a toujours pas retrouvé son niveau « potentiel » (i.e. dit autrement, les États-Unis conservent un *output gap* négatif). C'est du jamais vu dans l'histoire des cycles d'après-guerre. Il faudrait sans doute remonter aux années 1930 pour trouver un épisode de ce type (mais l'appareil statistique de l'époque est insuffisant pour élaborer des mesures de croissance potentielle et faire une comparaison).

La plupart des composantes de la demande finale ont mis davantage de temps que dans un cycle traditionnel pour retrouver leur niveau d'avant crise. On peut expliquer cela par la nature de la « grande récession ». Il est en effet beaucoup plus long de se relever d'une récession lorsqu'elle s'accompagne d'une crise bancaire et financière. Les travaux sur longue période menés par C. Reinhart et K. Rogoff sur l'impact des crises économiques et financières renseignent bien ce point : « *la croissance du PIB et les prix de l'immobilier sont nettement plus faibles et le chômage plus élevé dans la décennie qui suit les crises financières* ». **En termes de cycle, on pourrait probablement traduire leur propos en disant qu'il faut plus d'une décennie pour combler l'*output gap*.**

Au regard, des estimations du CBO sur le niveau de PIB potentiel et de son rythme d'accroissement, et en retenant nos propres prévisions de croissance, l'*output gap* ne sera pas comblé avant 2019 ! Rappelons que dans les années 1930, la Fed avait attendu 1937 pour commencer à durcir sa politique monétaire ; or l'histoire retient que ce fut une erreur car le durcissement précipita une nouvelle récession.

Les comparaisons avec les cycles passés d'après-guerre sont à faire avec précaution. C'est d'ailleurs ce qui rend la situation actuelle si difficile à analyser. Il est actuellement impossible de distinguer ce qui relève de la conjoncture (les impacts directs et indirects de l'évolution du dollar ou de la chute des cours du pétrole par exemple), de facteurs plus structurels (croissance potentielle durablement affaiblie avec la crise financière). On explique mal en effet dans ce cycle que l'investissement n'ait pas été plus dynamique malgré des conditions particulièrement favorables (profits élevés, taux d'intérêt faibles) et un stock de capital vieillissant. Le ralentissement des gains de productivité (observé) et la faible dynamique de l'investissement augurent mal du potentiel de croissance

### L'essentiel

**L'activité a stagné au 1<sup>er</sup> trimestre 2015. Les conditions climatiques n'expliquent pas tout. L'appréciation du dollar produit des effets sur la croissance comparables à un durcissement des conditions monétaires. Faut-il craindre la fin du cycle? Du côté des profits, sans doute. Mais du côté de l'activité économique, c'est prématuré.**

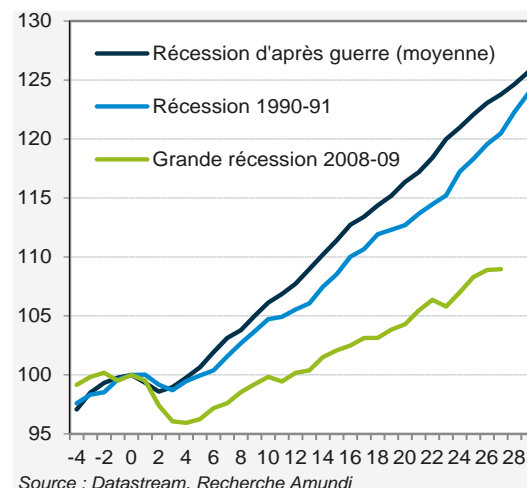
En effet, le rééquilibrage du partage de la valeur ajoutée en faveur des salariés devrait permettre à la demande des ménages de tirer la croissance et inciter les entreprises à continuer d'investir (effet accélérateur) à compter du second semestre. D'un point de vue fondamental, il n'y a pas de raison de voir l'économie américaine tomber en récession. Il n'y a en effet d'excès à purger ni du côté de l'investissement, ni du côté des dettes privées. Mais il n'y a pas — ou il n'y a plus —, non plus, de raison de voir l'activité progresser à rythme très supérieur à son potentiel. Le consensus des économistes est encore trop optimiste y compris pour 2016.



Près de sept ans après le début de la « grande récession », l'activité économique n'a toujours pas retrouvé son niveau potentiel



1 PIB réel (100 = chaque pic de cycle économique)





futur, sans même tenir compte de l'impact du vieillissement de la population. Au final, des facteurs conjoncturels et structurels jouent de concert et il est impossible de les dissocier compte tenu de la singularité du cycle en cours.

**> Que disent les approches statistiques sur la croissance du 2<sup>nd</sup> trimestre 2015 ?**

**Les indicateurs auprès des directeurs d'achat (ISM, PMI etc.), utilisés par la plupart des conjoncturistes pour évaluer la croissance à très court terme, n'ont pas permis de prévoir l'ampleur du ralentissement observé au 1<sup>er</sup> trimestre.**

Il est donc utile de regarder les autres approches. Une littérature empirique abondante s'est développée au cours des 15 dernières années pour inférer statistiquement le niveau de croissance du trimestre en cours à partir des données économiques publiées durant ce même trimestre. Les travaux effectués par les Fed régionales en donnent une bonne illustration. On citera notamment :

- L'indice calculé par la Fed Chicago à partir d'un ensemble de 85 indicateurs mensuels existants. Il s'agit d'extraire la « composante commune » de cet ensemble. Cet indicateur (construit pour être inférieur à 0 quand la croissance tombe en deçà de son potentiel) montre que l'entame du T2 se fait sur un rythme de croissance inférieur au potentiel (estimé par ailleurs à 1,7 % par le CBO en 2015).
- Les travaux de la Fed d'Atlanta qui a développé une méthodologie permettant d'extraire une estimation « en temps réel » de la croissance du trimestre en cours à partir des données à plus haute fréquence (avec là encore une approche purement statistique). L'avantage par rapport à la méthode précédente est que les données encore manquantes n'empêchent pas une actualisation très régulière de l'estimation. L'information statistique est continûment intégrée dans les calculs pour évaluer la croissance du PIB.

La méthodologie développée par la Fed d'Atlanta retient d'autant plus l'attention qu'elle a permis d'estimer correctement la croissance au T1 (0,2 % vs une anticipation de 1,0 % par le Consensus). **Aujourd'hui, cet indicateur (qui est disponible pour le T2 depuis le début du mois de mai) indique une croissance de l'ordre de 0,8 % en rythme annualisé pour le T2! Dans les deux cas, le consensus actuel paraît beaucoup trop optimiste pour le 2<sup>nd</sup> trimestre (avec toujours 3 % de croissance anticipée en rythme annualisé au T2).**

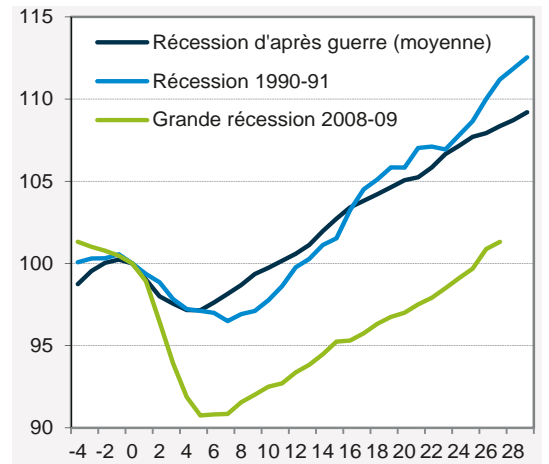
Ces modèles n'ont pas de vocation prédictive : ils ne permettent pas d'appréhender la dynamique de l'activité économique au-delà du trimestre en cours et ne peuvent se substituer à une analyse des déterminants de la demande (et de l'offre). Mais leur apport n'est pas négligeable. Premièrement, parce que, dans les périodes de changement structurel, les modèles traditionnels de prévision (calibrés sur les données du passé) sont plus fragiles. Deuxièmement, parce que la croissance (en moyenne annuelle) de l'année en cours est connue à hauteur des 4/5<sup>e</sup> à l'issue du 1<sup>er</sup> semestre. À ce moment de l'année, les prévisions pour le 2<sup>nd</sup> semestre pèsent plus lourd sur la croissance (en moyenne annuelle) de l'année suivante que pour celle de l'année en cours. Enfin, les approches statistiques donnent une indication précieuse sur la « surprise » à attendre (l'écart au consensus sur la croissance). Cette dernière peut avoir un impact marqué sur les marchés financiers (via son impact sur les anticipations de politique monétaire).

**Consommation des ménages et investissement résidentiel : la dernière jambe du cycle ?**

La baisse des profits des entreprises, qui est en grande partie liée à la hausse du dollar, ne signale pas nécessairement la fin du cycle d'activité. Elle peut préfigurer un mouvement de rééquilibrage de la part des salaires dans la valeur ajoutée.

Dans la mesure où la reprise de l'investissement a été molle dans ce cycle en dépit de profits records, les dépenses d'investissement resteront sans doute atones avec le retournement des marges. Ceci dit il n'y a pas eu de surinvestissement aux États-Unis en dehors des secteurs liés à l'énergie (la correction de ce surinvestissement explique son recul au T1). Car, l'appareil de production vieillit et les entreprises devront continuer d'investir ne serait que pour maintenir en l'état le stock de capital. Tout dépendra au final de l'évolution

**2 Heures travaillées secteur non-agricole (total) (100 = chaque pic de cycle économique)**



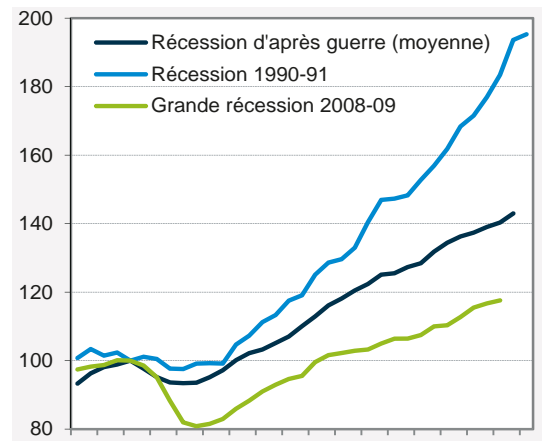
Source : Datastream, Recherche Amundi



La baisse des profits des entreprises ne signale pas nécessairement la fin du cycle



**3 Investissement des firmes (équip. et logiciels) (100 = chaque pic de cycle économique)**



Source : Datastream, Recherche Amundi



de la demande globale. Dans un environnement où la demande externe sera moins dynamique (ralentissement du commerce mondial, appréciation du dollar), la clé se situe clairement du côté de la demande des ménages. Or de ce côté-là, les fondamentaux restent solides, même si l'entame du 2<sup>nd</sup> trimestre est décevante.

- **Le marché du travail reste bien orienté** : l'amélioration de la situation sur le front de l'emploi est probablement l'élément le plus engageant pour la conjoncture américaine. Les indicateurs construits par les Fed régionales, qui synthétisent les évolutions de très nombreuses variables, ont continué de s'améliorer au T1.

- **Pouvoir d'achat : un facteur de soutien**. La composante rémunérations de l'indice du coût de l'emploi (ECI) a **accélééré (+0,7 % au T1 après +0,5 % au T4) malgré la stagnation de l'activité et le recul des profits**. C'est une mesure beaucoup plus fiable, à l'échelle macroéconomique, que les salaires horaires (*hourly earnings*) du rapport mensuel sur l'emploi. Cette dernière mesure, qui montrait un tassement de la hausse des salaires, est en effet biaisée car elle concerne surtout l'emploi peu qualifié. En creux, cela signifie que la vigueur du marché du travail commence à produire ses effets sur certains segments d'emploi (travail qualifié). En termes réels, l'accélération des rémunérations est également perceptible, même sans tenir compte de la baisse du prix du pétrole (qui dope le pouvoir d'achat de façon temporaire).

Si l'on ajoute les créations d'emplois à l'augmentation des rémunérations, la progression de la masse salariale s'annonce vigoureuse. **Dit autrement, le partage de la valeur ajoutée est en train de se rééquilibrer en faveur des ménages (et probablement de la middle class)**. Les créations d'emploi, le frémissement du côté des salaires et la baisse du prix du pétrole (auxquels les ménages sont très sensibles) expliquent le niveau de la confiance des ménages, au plus haut depuis début 2007.

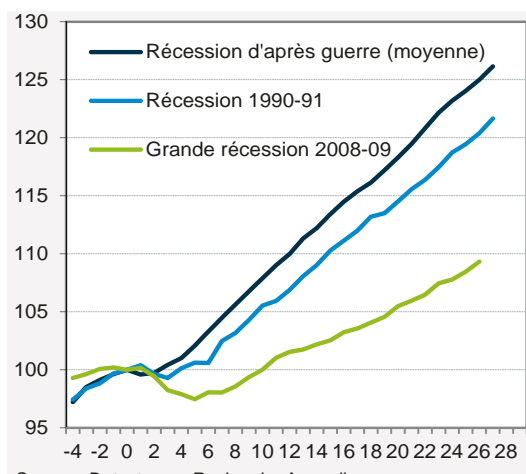
- **Effets patrimoniaux : toujours au rendez-vous**. La bourse marque le pas depuis le début de l'année. Ceci dit la richesse nette des ménages (en % du revenu disponible brut) est proche de ses plus hauts de 2007. Dans ces conditions, la remontée du d'épargne au T1 (de 4,5 à 5,5 %) nous semble temporaire (cf. graph 5). L'augmentation du patrimoine des ménages est assise sur des bases assez solides. Si les actions sont survalorisées au regard des métriques traditionnelles (du type PE ou PE corrigé du cycle), il n'en est pas de même de l'immobilier qui joue un rôle plus important pour la consommation.

- **Immobilier résidentiel : un moteur pérenne**. L'indice d'accessibilité des ménages même s'il a baissé depuis deux ans, demeure plus de 30 % supérieur à sa moyenne de long terme malgré la remontée des prix des logements. Or la part de l'investissement résidentiel dans le PIB (à 3,3 % début 2015) reste nettement en deçà de sa moyenne de long terme (4,6 %). Nous estimons qu'il faudra encore plusieurs années pour normaliser la situation compte tenu de la formation de nouveaux ménages. La construction résidentielle devrait donc rester un moteur de croissance, du moins tant que les conditions financières demeurent favorables.

**Inflation et politique monétaire : quelle conséquence ?**

L'inflation sous-jacente est très faible et a même eu tendance à ralentir depuis le début de l'année. Ceci dit, le début d'accélération des salaires que l'on observe couplé au ralentissement de la productivité pèse sur les coûts salariaux unitaires. À l'horizon des 12 prochains mois, il est donc probable que des pressions haussières se manifestent sur l'inflation sous-jacente (qui restera néanmoins très en deçà de la cible de la Fed). Un tel mouvement, combiné à l'impact de la remontée du prix du baril, serait suffisant pour encourager la Fed à opter pour des « conditions monétaires moins accommodantes » en relevant ses taux directeurs. Mais avant d'en arriver là, la Fed devra s'assurer que la consommation est solide. Elle privilégiera la prudence à la proactivité. Le spectre de l'erreur de politique monétaire de

**4 Consommation des ménages (100 = chaque pic de cycle économique)**



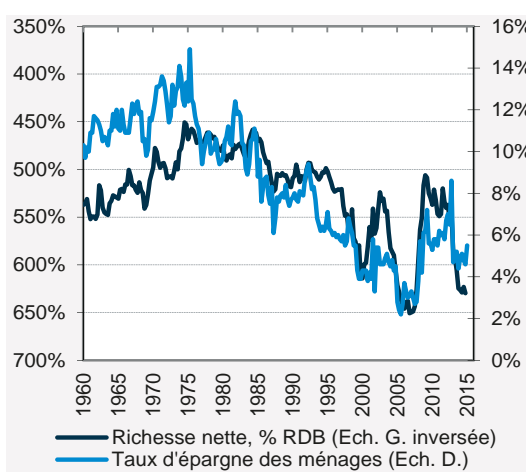
Source : Datastream, Recherche Amundi



Le partage de la valeur ajoutée est en train de se rééquilibrer en faveur des ménages



**5 Ménages américains : richesse vs taux d'épargne**

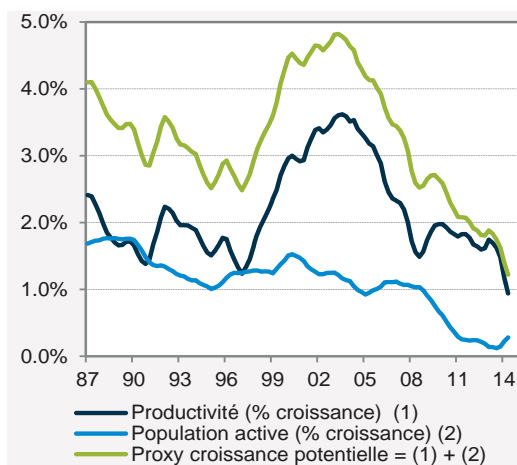


Source : Datastream, Recherche Amundi

1937 continue de planer sur la Fed. La Banque centrale ne prendra pas le risque de provoquer un durcissement trop rapide des conditions monétaires : l'économie est en effet toujours trop fragile pour supporter une remontée brutale des taux d'intérêt réels.

**En définitive, le 1<sup>er</sup> semestre constitue un vrai trou d'air pour l'activité américaine qui n'a probablement pas fini d'interroger les économistes sur les forces en présence.** Le Consensus sur la croissance en 2015 (à 2,8 %) ne tient pas compte de la faiblesse persistante de l'activité observée au T2. Toutefois, il nous semble encore trop tôt pour tableur sur une fin de cycle. **Le rééquilibrage du partage de la valeur ajoutée en faveur des salariés devrait permettre à la demande des ménages de tirer la croissance et inciter les entreprises à continuer d'investir (effet accélérateur) à compter du second semestre.** D'un point de vue fondamental, il n'y a pas de raison de voir l'économie américaine tomber en récession (sauf si les taux d'intérêt obligataires remontent brutalement ou si la bourse chute). Il n'y a en effet pas d'excès à purger (ni du côté de l'investissement, ni du côté des dettes privées). Mais il n'y a pas (ou il n'y a plus), non plus, de raison de voir l'activité progresser à rythme très supérieur à son potentiel. **Le consensus des économistes est encore trop optimiste pour 2015 et 2016.**

6 États-Unis : proxy de la croissance potentielle (tendance sur 5 ans)



Source : Datastream, Recherche Amundi



D'un point de vue fondamental, il n'y a pas de raison de voir l'économie américaine tomber en récession



## 2 États-Unis : le taux réel d'équilibre est plus bas qu'auparavant !

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

### La Fed revient à la règle de Taylor pour calmer le mouvement "Audit the Fed"

Récemment, les membres de la Fed ont évoqué à plusieurs reprises le possible recours (et retour) à des règles simples de politique monétaire, telles que les règles de Taylor (Janet Yellen le 27 mars, James Bullard le 15 avril, Loretta Mester le 16 avril, Eric Rosengren le 16 avril, etc.). Cela ne peut être un hasard. D'autant plus que la formalisation retenue est souvent identique alors qu'il existe de nombreuses façons d'écrire des règles de Taylor :

$$R_t = RR^* + \pi_t + 0.5 (\pi_t - 2) + (U^* - U_t)$$

où  $R_t$ ,  $RR^*$ ,  $\pi_t$ ,  $U^*$  et  $U_t$  représentent respectivement les *fed funds*, le taux d'intérêt réel d'équilibre, l'inflation, le taux de chômage d'équilibre et le taux de chômage.

Dans la perspective de l'élection présidentielle de 2016, on ne peut s'empêcher de voir dans ce retour à la règle de Taylor une concession de forme faite aux partisans du mouvement « Audit the Fed » qui souhaiteraient que le Congrès américain puisse avoir son mot à dire sur la conduite de la politique monétaire américaine et que celle-ci soit davantage fondée sur des règles simples et mécaniques de politique monétaire, telles que les règles de Taylor. Rappelons que Janet Yellen s'est déclarée plusieurs fois opposée à un audit de la Fed.

La concession n'est qu'une concession de forme car le taux d'intérêt réel d'équilibre et le taux de chômage d'équilibre sont deux variables inobservables. Même en revenant à une règle de Taylor, les membres du FOMC garderont une certaine marge de manœuvre en exploitant le fait que **le taux d'intérêt réel d'équilibre et le taux de chômage d'équilibre varient au cours du temps**. Prenons un exemple : dans son discours du 27 mars (« *Normalizing Monetary Policy: Prospects and Perspectives* »), Janet Yellen a indiqué qu'en positionnant ces deux variables respectivement à 2 % et 5,5 %, les *fed funds* devraient être à presque 3 % actuellement (règle de Taylor 1 dans le graphique n° 1). Mais elle a aussi expliqué que la Fed faisait désormais l'hypothèse que ces deux variables se situent dorénavant à 0 % et 5 % respectivement, ce qui justifierait des *fed funds* aux alentours de 0,25/0,50 % actuellement. Cette règle indiquerait que les *fed funds* se situeraient autour de 0,75 % fin 2015, 1,50 % fin 2016 et 2 % fin 2017 (règle de Taylor 2 dans le graphique n° 1).

On comprend bien ici que l'estimation du taux d'intérêt d'équilibre est cruciale pour bien appréhender la politique monétaire américaine sur les années qui viennent. Nous allons voir dans la suite de l'article les éléments qui indiquent qu'il est plus bas qu'auparavant.

### Taux d'intérêt naturel vs taux d'intérêt réel d'équilibre

Le taux d'intérêt naturel est généralement défini comme le taux d'intérêt réel de court terme permettant à l'activité économique d'atteindre son potentiel (voir le papier de référence de Thomas Laubach et John Williams, « *Measuring the natural rate of interest* »). Il est intéressant de noter que, sur les dernières années, la Fed a davantage eu recours à la dénomination « taux d'intérêt réel d'équilibre » qu'elle définit comme le taux réel des *fed funds* qui permet « à l'économie d'atteindre le niveau d'emploi maximal et qui garantit la stabilité des prix à moyen terme ».

Le taux d'intérêt réel d'équilibre correspond au premier terme de l'équation de la règle de Taylor. La théorie économique postule qu'il n'est pas constant au cours du temps et qu'il fluctue en fonction des changements de préférence des agents et des changements technologiques, et plus globalement en fonction des « fondamentaux économiques ».

### L'essentiel

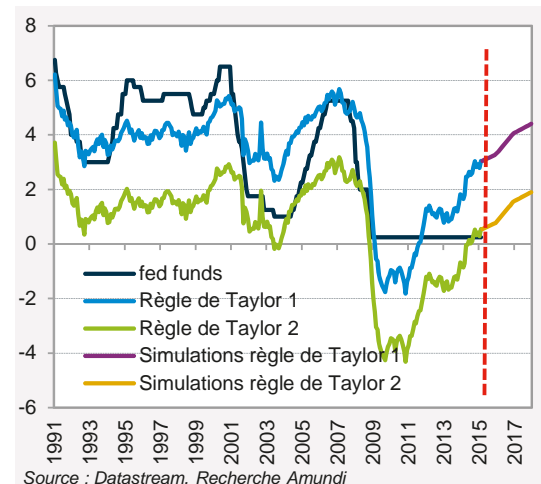
Dans la perspective de l'élection présidentielle de 2016, et alors que la pression des Républicains sur la Fed monte, les membres du FOMC font de plus en plus référence à une application mécaniste de la règle de Taylor pour conduire la politique monétaire à venir.

Toutefois, le taux réel d'équilibre, une variable déterminante de la règle de Taylor et, donc, pour les banquiers centraux, a beaucoup baissé ces dernières années. Nos estimations portent à croire qu'il est clairement négatif. L'amplitude de la remontée des *fed funds*, maintes fois reportée, sera donc très faible.



Nos travaux indiquent que l'accroissement soutenu de l'intensité capitaliste de la production tend à forcer une réduction tendancielle du taux d'intérêt directeur réel vers des niveaux toujours plus bas, à croissance égale

### 1 Exemples de règles de Taylor



Source : Datastream, Recherche Amundi



Laubach et Williams ont développé une méthodologie fondée sur des filtres de Kalman qui estime simultanément le taux d'intérêt naturel et la croissance du PIB potentiel. Selon leurs estimations (voir graphique ci-contre), le taux d'intérêt naturel se trouverait légèrement en dessous de 0 %. Toutefois, comme l'a montré une étude de la Fed (« *Estimating Equilibrium Real Interest Rate in Real Time* », Clark et Kozicki, Fed de Kansas City), il existe une forte incertitude sur l'estimation des paramètres lors de l'application de la méthodologie de Laubach et Williams.

Comme l'ont indiqué différents membres de la Fed dont Janet Yellen, il y a matière à penser que le taux d'intérêt réel d'équilibre a baissé à l'occasion de la Grande Récession. Ceci s'explique par un fort degré d'incertitude sur les perspectives économiques, qui limite les décisions d'investissement pour les entreprises et les décisions d'achats importantes pour les ménages en raison de :

- des conditions plus strictes d'accès au crédit immobilier pour les ménages ;
- le besoin de se désendetter pour les ménages ;
- une politique budgétaire historiquement restrictive ;

**Le taux d'intérêt réel d'équilibre est plus bas qu'auparavant**

Outre qu'elle fait partie des références obligées de la Fed, la règle de John Taylor dans sa formulation originale (i.e. ainsi que présentée dans son article original<sup>1</sup>) est très intéressante dans la mesure où elle relie taux directeur, inflation et croissance (en lieu et place du chômage<sup>2</sup>). C'est pourquoi cette formulation est retenue ici pour estimer le taux d'intérêt réel naturel (i.e. sous-jacent ou d'équilibre) :

$$r = p + 0.5y + 0.5(p - 2) + 2$$

où  $r$  est le taux directeur,  $p$  l'inflation sur l'année précédente,  $y$  l'écart entre la croissance courante et la croissance potentielle du PIB. Par ailleurs, la cible d'inflation est explicitement placée à 2 %, de même que le taux d'intérêt réel est explicitement situé au même niveau de 2 %, sachant que la période d'estimation de cette version couvre les années 1984-1992.

En considérant que la croissance potentielle de l'économie américaine se situe autour de 2 % (chiffre sur lequel de nombreuses estimations s'accordent), l'année 2014 peut, avec une première estimation à 2,4 %, se caractériser comme en léger *output gap* positif mais finalement, à peu de choses près, à son équilibre de long terme. Dans le cadre d'une application littérale de la règle, le léger « excès » de croissance par rapport à un potentiel de 2 % appellerait un resserrement monétaire de 20 bps que compenserait une baisse de 25 bps justifiée par une inflation tendancielle inférieure à sa cible de ½ %, en étant ressortie à 1 ½ % environ pour l'année 2014. Au total, cette simple analyse de la règle de Taylor nous indique qu'en 2014, le taux directeur nominal de la Fed aurait dû se situer à (un peu plus de) 3 ½ %, soit un taux réel d'équilibre (ou sous-jacent) de 2 % (ainsi que normativement posé par John Taylor) plus une inflation tendancielle (hors énergie et alimentation) de 1 ½ %.

Une autre façon de « faire parler » la règle de Taylor consiste à considérer que le chiffre de 2 % retenu par Taylor pour son taux réel d'équilibre est arbitraire et de s'efforcer plutôt de déduire ce chiffre de ce que, avec une inflation et une croissance pratiquement à leurs cibles respectives (soit 2 % dans les deux cas), l'économie américaine se situe sur son équilibre de long terme: ceci donne un taux réel d'équilibre égal à l'opposé du taux d'inflation, soit -1 ½ %. De fait,

<sup>1</sup> « *Discretion versus policy rules in practice* », John Taylor (1993).

<sup>2</sup> Outre la fidélité à l'original, retenir la croissance de la production (au lieu du chômage) s'abstrait des problèmes de juste répartition de la valeur ajoutée entre travail et capital, i.e. en moyenne selon les gains de productivité de chacun des facteurs de production. En termes simples, l'approche originale de Taylor prend pour hypothèse la stabilité des parts du travail et du capital dans la valeur ajoutée, hypothèse retenue implicitement par le choix généralisé d'une fonction de Cobb-Douglas en macroéconomie. Tous les résultats présentés dans cet article s'inscrivent dans ce cadre analytique, ce qui assure leur fidélité à la formulation originale de la règle de Taylor.

**2 Estimations du taux d'intérêt naturel de Laubach et Williams**



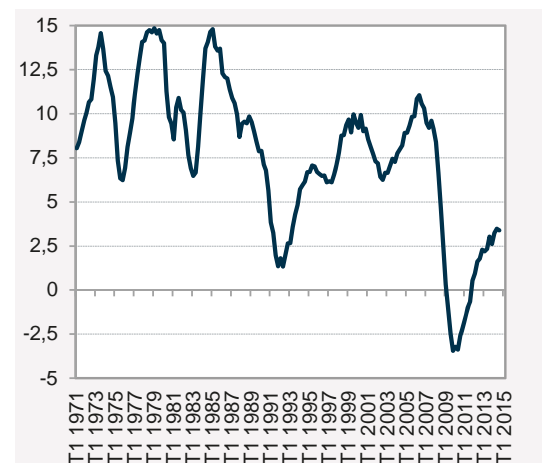
Source : Datastream, Recherche Amundi



Un resserrement monétaire continu à ce jour comporterait le risque de ralentir croissance et inflation



**3 États-Unis : évolution du crédit au secteur privé (g.a.)**



Source : Datastream, Recherche Amundi



une série d'analyses économétriques des relations de long terme reliant taux directeur, inflation et croissance (ainsi que taux de rendement du capital et répartition de la valeur ajoutée entre facteurs de production) tend à confirmer l'idée selon laquelle le taux d'équilibre est significativement négatif<sup>3</sup>.

Ainsi, un modèle linéaire économétriquement simple permet de mettre en évidence une corrélation variant de 45 % à 60 % entre le taux directeur réel (i.e. déflaté de l'inflation tendancielle – hors énergie et alimentation – sur l'année précédente) et le taux de croissance du PIB depuis, respectivement, 1960 et 1985. De façon très éclairante, les différents modèles et méthodes d'estimation indiquent également que depuis 2009, la Fed doit maintenir son taux directeur à un niveau plus faible d'au moins 2 % (par rapport à ce qu'il aurait été durant la période précédant 2009) pour obtenir un même couple taux de croissance/taux d'inflation<sup>4</sup>. En termes simples, l'inflation est loin d'être suffisante pour réduire le taux directeur réel en dessous du niveau qui permettrait d'accélérer l'activité, soit très vraisemblablement de l'ordre au moins de -2 % (si ce n'est de -3 %).

De même, un modèle économétriquement similaire permet de mettre en évidence que, dans une version de la règle de Taylor légèrement modifiée (de façon à prendre en compte la croissance des gains de productivité apparente du capital<sup>5</sup>), le taux directeur de la Fed est en ligne avec le taux de rendement économique du capital productif installé; ceci signifie, en particulier, qu'à son niveau actuel, le taux directeur de la Fed ne tend ni à accélérer ni à ralentir la rentabilité du capital par rapport à sa tendance d'équilibre. La confrontation de ce second résultat avec le précédent (selon lequel la Fed doit maintenir son taux directeur de 2 % à 3 % en dessous du niveau historiquement requis pour conserver la croissance des prix et de la production proches de leurs tendances respectives) indique la persistance de capacités de production excédentaires. En effet, cette confrontation indique que l'accroissement soutenu de l'intensité capitaliste de la production (i.e. du stock de capital par rapport à la production) tend à forcer une réduction tendancielle du taux d'intérêt directeur réel (i.e. déflaté) vers des niveaux toujours plus bas, à croissance égale.

**L'inflation est trop faible pour compenser un taux directeur trop élevé bien qu'à 0 %, soulevant un dilemme pour la Fed**

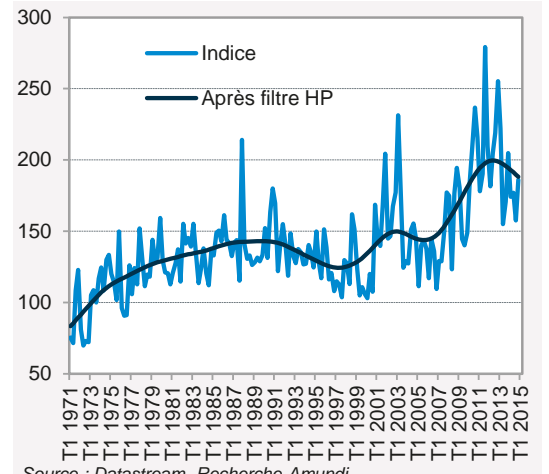
Le constat de ce que, à -1 ½ % en utilisant l'inflation tendancielle, le taux d'intérêt directeur réel de la Fed est trop élevé procède, en toute logique pour ne pas dire mécaniquement, de ce que l'inflation est insuffisamment élevée puisque le taux d'intérêt directeur nominal est collé à 0 % et peut difficilement descendre durablement et significativement en territoire négatif. Cette impasse semble appeler à la réactivation du substitut traditionnellement utilisé par la Fed pour contourner l'obstacle de la borne 0 %, à savoir le *quantitative easing*. Cependant, ainsi que le démontrent l'impact de QE-2 et surtout de

<sup>3</sup> Une présentation technique et analytique détaillée de ces résultats économétriques sera présentée dans un Focus à paraître rapidement.

<sup>4</sup> De même, en 2001-04, la Fed a dû maintenir son taux directeur environ 1 % en dessous de ce qu'elle aurait fait précédemment (i.e. en l'absence des conséquences de long terme de l'éclatement d'une bulle financière, celle de 2000) pour assurer un même couple inflation/croissance.

<sup>5</sup> Ceci est opéré par l'introduction dans les régressions des gains de productivité apparente du capital (soit  $Y/K$  où  $Y$  représente le PIB et  $K$  le stock de capital) qui se trouvent être l'inverse de l'intensité capitaliste de la production (soit  $K/Y$ , c'est-à-dire la quantité de capital par unité produite). Ce faisant, on réintroduit dans l'analyse de possibles distorsions de la répartition de la valeur ajoutée entre capital et travail, c'est-à-dire la possibilité que la rémunération effective de l'un ou l'autre des facteurs soit inférieure (supérieure) à ce que justifierait sa productivité (en dérogation à la règle d'égalisation de la rémunération des facteurs à leur productivité marginale propre à la fonction de production macroéconomique classique de Cobb-Douglas). C'est, de ce point de vue, une démarche similaire à celle consistant à substituer le taux de chômage au taux de croissance, dans la mesure où le premier peut intégrer des déformations du partage de la valeur ajoutée que ne prend pas en compte (par définition) la croissance de la production.

**4 États-Unis : indice d'incertitude de politique économique**



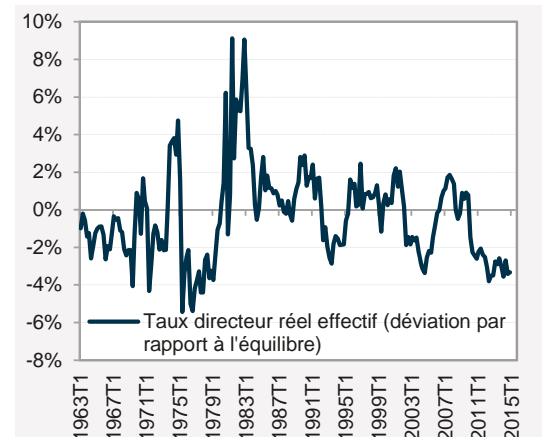
Source : Datastream, Recherche Amundi



À son niveau actuel, le taux directeur de la Fed ne tend ni à accélérer ni à ralentir la rentabilité du capital par rapport à sa tendance d'équilibre



**5 Déviation du taux directeur réel à son équilibre de long terme**



Source : BEA, Réserve fédérale, Recherche Amundi

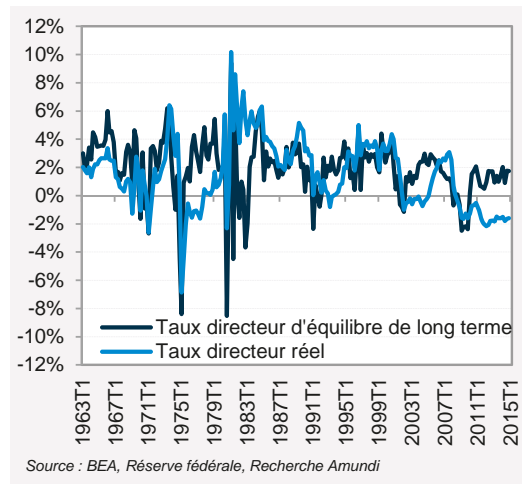
QE-3 (ainsi que, en contrepoint, celui du *Taper Tantrum*), cette stratégie tend à alimenter des bulles financières et, de ce fait, l'instabilité financière, mettant potentiellement la Fed en échec sur son autre mandat.

À cet égard, les effets collatéraux nocifs de cette stratégie de reflation purement monétaire indiquent la nécessité de compléter le *policy mix* macro-économique américain d'au moins deux outils supplémentaires :

1. une relance budgétaire en complément du maintien d'une accommodation monétaire et, pour faire bonne mesure et renforcer l'effet reflationniste d'une telle relance budgétaire,
2. un renforcement de la réglementation financière. Ces deux évolutions restant encore lointaines (à supposer qu'elles soient politiquement envisageables), le statu quo semble représenter la meilleure option pour la Fed. À défaut, compte tenu des éléments structurels mis en évidence précédemment, un resserrement monétaire continu à ce jour comporterait le risque de ralentir croissance et inflation.

En tout état de cause, en l'absence de pressions inflationnistes à court terme (le risque étant même *a priori* orienté à l'opposé, avec de possibles effets de second tour de la baisse des prix énergétiques), le risque est grand de voir le taux réel courant augmenter à un moment où il devrait, au contraire, rester à son niveau actuel, voire baisser. À cet égard, outre une possible surévaluation du taux neutre par Janet Yellen (qui le place à 0 %, suivant en cela les travaux de John Williams, dont la méthodologie est « mécaniste »<sup>6</sup> là où nous le voyons plutôt aux alentours de -2 % à -3 %), le choix d'un taux de chômage d'équilibre à 5 ½ % paraît également arbitraire, dans la mesure où il sous-estime le sous-emploi et donc, de ce fait, les effets de demande négatifs chroniques associés à un faible taux d'emploi de la population en âge de travailler (et non de la population active, qui n'est que la fraction de cette population qui n'est pas découragée au point de quitter le marché du travail).

## 6 Le taux directeur courant et d'équilibre à long terme



Les effets collatéraux nocifs de cette stratégie de reflation purement monétaire indiquent la nécessité de compléter le *policy mix* macroéconomique américain d'au moins deux outils supplémentaires :

1. une relance budgétaire
2. un renforcement de la réglementation financière

<sup>6</sup> En effet, dans ses travaux conduits avec Laubach, Williams utilise un filtre de Kalman pour extraire des estimations du taux réel naturel et du taux de croissance potentielle, méthode agnostique dans la mesure où elle ne requiert que des paramétrages techniques compliqués à justifier économiquement et s'abstrait de toutes considération ou modélisation théoriques.



### 3 Pourquoi l'investissement des entreprises américaines reste-t-il si faible ?

VALENTINE AINOUS, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*  
BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Malgré la reprise économique à l'œuvre aux États-Unis depuis 2009, l'investissement des entreprises reste peu dynamique. Cela a de quoi surprendre après presque une décennie de politique monétaire extrêmement accommodante : les *fed funds* sont à zéro depuis sept ans et la Fed a acheté pour 3 500 Mds \$ d'actifs depuis la fin 2008. Lors des deux cycles précédents, la Fed a remonté ses *fed funds* grosso modo deux ans après le redémarrage de l'investissement non-résidentiel. Alors que la Fed se dirigera vers un resserrement de ses *fed funds* vers la fin de l'année 2015, l'investissement privé non-résidentiel ne représente encore que 12,8 % du PIB américain, bien en deçà des pics atteints lors des cycles précédents. On ne peut donc que déplorer que la politique monétaire extrêmement agressive n'ait eu qu'un faible impact sur l'investissement privé.

#### Le contexte est favorable

Les fondamentaux des entreprises sont globalement solides et ne constituent donc pas un facteur limitant pour une reprise dynamique de l'investissement. Les profits ont enregistré une forte croissance au cours des trimestres précédents : les bénéfices représentent à ce jour plus de 10 % du PIB, un niveau sans précédent. De plus, les marges sont également sur des plus hauts historiques. Les éléments du bilan sont également favorables : l'endettement reste très en dessous des niveaux de haut de cycle et les liquidités détenues atteignent des niveaux jamais observés auparavant.

En outre, les conditions de financement via le crédit bancaire et surtout via les marchés obligataires sont extrêmement accommodantes depuis plusieurs années. Rappelons que les entreprises américaines se financent essentiellement sur le marché obligataire, ce qui rend la transmission de la politique d'assouplissement monétaire plus efficace qu'en Europe, où les entreprises se financent très majoritairement par crédit bancaire. Enfin, les entreprises ont pu plus largement bénéficier du fort appétit des investisseurs pour les obligations d'entreprise, un appétit aiguisé par un environnement de taux bas et de liquidités abondantes. Le financement sur le marché obligataire au cours des dernières années a donc été très facile et à faible coût.

#### Les entreprises ont pu lever sur les marchés financiers des montants considérables

La politique monétaire accommodante de la Fed a été très efficace dans la mesure où les entreprises ont réussi à lever sur les marchés financiers des montants importants de capitaux au cours de ces dernières années :

- **Sur le marché primaire obligataire**, les volumes de nouvelles émissions non-financières atteignent des niveaux records avec plus de 1 100 Mds \$ en 2014. La taille du marché obligataire IG a quasiment doublé depuis la crise de Lehman pour atteindre 4 700 Mds \$ fin 2014. De ce fait, la dette brute des entreprises a beaucoup augmenté pour un certain nombre de secteurs de l'économie américaine.
- **Sur le marché actions**, les entreprises ont de plus en plus eu recours à des émissions d'actions pour se financer, avec plus de 300 Mds \$ en 2014. Ces émissions sont majoritairement le fait de sociétés qui étaient déjà cotées.

Toutefois, les dépenses d'investissement se sont avérées globalement décevantes par rapport aux montants importants de capitaux levés.

#### La reprise des investissements est cependant restée décevante

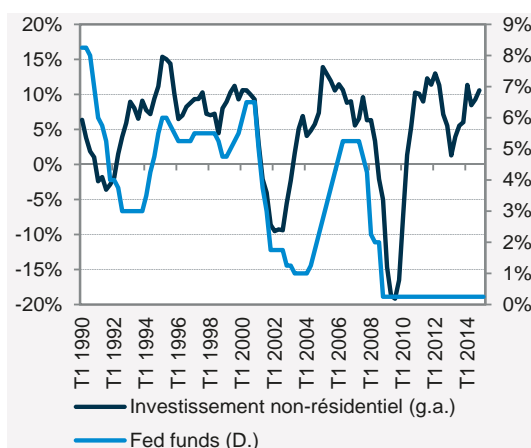
Il est très important de noter que le niveau d'investissement des entreprises a été extrêmement différent selon les secteurs. Si certains secteurs ont un

### L'essentiel

**Malgré la reprise économique à l'œuvre aux États-Unis depuis 2009, l'investissement non-résidentiel reste peu dynamique. Ceci est pour le moins surprenant après presque une décennie de politique monétaire extrêmement accommodante qui s'est traduite par des conditions de financement très faciles pour les entreprises américaines.**

Au cours de ces dernières années, les entreprises américaines ont levé des montants importants sur les marchés financiers – obligataires et actions. Mais les dépenses d'investissement se sont avérées globalement décevantes face à l'importance des capitaux levés, à l'exception de certains secteurs très spécifiques (notamment le secteur minier). Les montants levés ont surtout permis un regain notable de l'activité de fusions acquisitions et d'importantes opérations de rachats d'actions. L'hypothèse la plus plausible pour expliquer la faiblesse de l'investissement est que la Grande Récession a durablement marqué les esprits des dirigeants d'entreprise, bien plus réticents qu'auparavant à s'engager dans des investissements irréversibles. Il est désormais clairement établi dans la théorie économique que l'incertitude réduit la réponse de l'investissement aux chocs de demande et donc aux stimulations de politique économique.

#### 1 Évolution de l'investissement non-résidentiel vs fed funds



Source : Datastream, Recherche Amundi



niveau d'investissement largement au-dessus de leurs niveaux d'avant la crise en termes réels (secteur minier, agriculture, approvisionnement en gaz et électricité), d'autres secteurs ont un niveau d'investissement largement en deçà de leurs niveaux d'avant la crise (activités immobilières, hébergement et restaurant, alimentation en eau).

Au passage, il convient de mentionner que le secteur minier au sens strict a contribué à au moins 15 % de la hausse de l'investissement non-résidentiel depuis son plus bas du T4 2009 et sans doute à bien plus si l'on prend en compte toutes les activités connexes. Or, la baisse des prix du pétrole et plus globalement la plus grande incertitude sur leur évolution pèseront sur l'investissement dans le secteur minier.

Face à la faible croissance des dépenses d'investissement, nous pouvons donc légitimement nous interroger sur l'utilisation des capitaux levés.

### Les entreprises ont surtout favorisé les opérations de rachat d'actions...

Les entreprises américaines ont accumulé des montants de cash record à leurs bilans au cours des dernières années pour atteindre 2 000 Mds \$ à la fin de l'année 2014 (contre 820 Mds \$ en 2006). Une part importante de cette liquidité reste souvent détenue à l'étranger pour éviter une double taxation des profits. Cette tendance devrait se renforcer à moins que les autorités américaines n'adoptent une fiscalité plus contraignante. Cette trésorerie se concentre essentiellement :

- sur les secteurs du high tech (38 % du total), de la santé (14 %), des produits de consommation (9 %) et de l'énergie (8 %).
- sur les entreprises Apple (147 Mds \$), Microsoft (68 Mds \$), Google (48 Mds \$), Pfizer (47 Mds) et Cisco (46 Mds \$).

Une part croissante de ces liquidités est reversée aux actionnaires sous forme de dividendes et de rachat d'actions. La pression des actionnaires est d'autant plus forte que le niveau élevé de trésorerie est couplé à un faible endettement. Les secteurs du high tech, de la santé et des produits de consommation sont concernés. Il est important de comprendre qu'un certain nombre d'entreprises se sont endettées pour financer la rémunération des actionnaires. Les politiques monétaires exceptionnelles de la Fed ont fait baisser les rendements obligataires à des niveaux historiquement bas, augmentant ainsi l'écart entre coût de la dette et celui des capitaux propres.

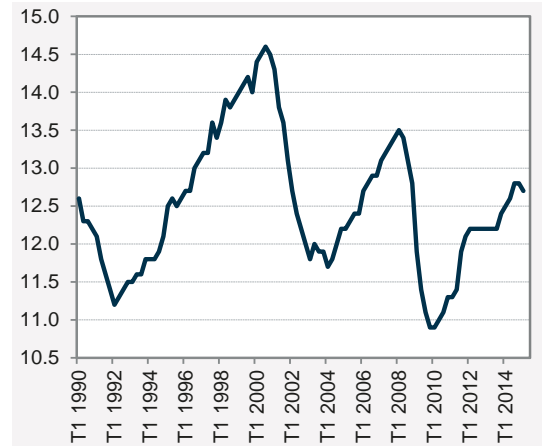
Les opérations de rachats d'actions se sont accélérées pour atteindre les niveaux très élevés qui prévalaient avant la crise. Les entreprises américaines consacrent désormais plus de 30 % de leurs cash-flows à racheter leurs propres actions, une part doublée en dix ans quand la part réservée aux dépenses d'investissement a reculé de 50 à 40 %. Le montant total des rachats d'actions s'élève en effet à plus de 2 000 Mds \$ depuis 2009.

### ...et les opérations de M & A

Le marché des fusions acquisitions connaît également un regain notable, surtout aux États-Unis. Les volumes sont revenus sur des niveaux de haut de cycle. Il est essentiellement le résultat de la multiplication des opérations de grande taille dans le secteur de la santé, des télécommunications, de l'énergie. Le rebond du marché se caractérise également par une explosion des opérations transfrontalières: un moyen efficace d'utiliser les liquidités détenues à l'étranger.

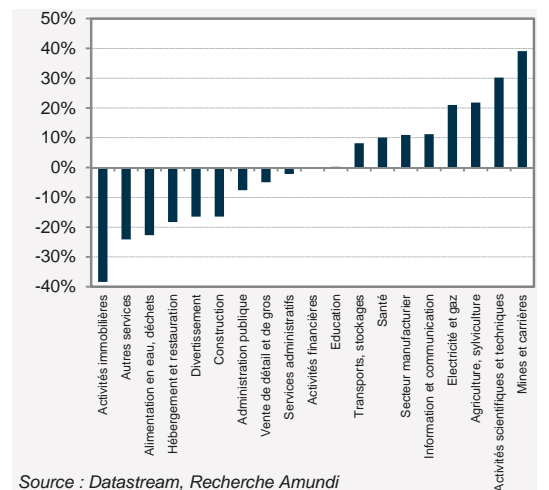
La rationalisation de l'activité prime donc sur l'investissement productif. Dans un contexte économique morose, la préservation du chiffre d'affaires et des marges reste un défi pour les entreprises. La motivation des dirigeants est très différente de celle affichée avant la crise de Lehman. Ils doivent gérer aujourd'hui la mollesse de la demande et les pressions déflationnistes qui pèsent sur les marges. Les acquisitions répondent donc à des logiques industrielles de réduction des coûts, de consolidation et de gain de parts de marché.

## 2 Investissement non-résidentiel en % du PIB



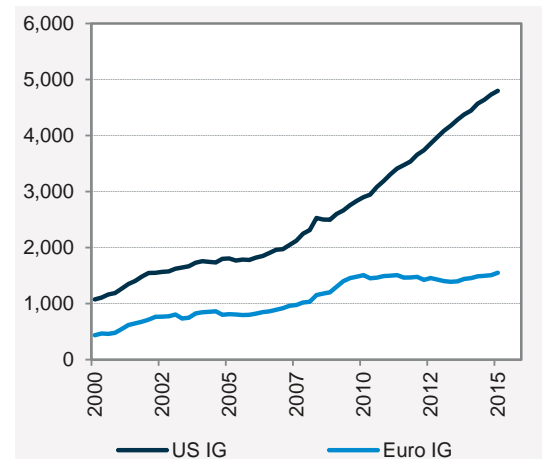
Source : Datastream, Recherche Amundi

## 3 Évolution de l'investissement par secteur (2006-2013, en termes réels)



Source : Datastream, Recherche Amundi

## 4 Taille du marché Investment Grade (en Mds \$)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

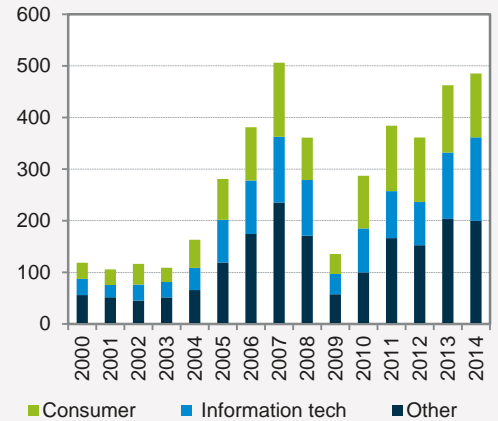
## L'environnement économique incertain pèse sur les décisions d'investissement

Comme nous venons de le voir, l'accès au financement n'est pas la raison pour laquelle les entreprises américaines investissent peu. Elles utilisent bien les conditions de financement avantageuses, mais plutôt pour financer des opérations de rachats d'actions ou de fusions acquisitions. Une hypothèse bien plus plausible pour expliquer la faiblesse de l'investissement des entreprises est que la Grande Récession a durablement marqué les esprits des dirigeants d'entreprise, bien plus réticents qu'auparavant à s'engager dans des investissements irréversibles. Il est désormais clairement établi dans la théorie économique que l'incertitude réduit la réponse de l'investissement aux chocs de demande et donc aux stimulations de politique économique (« *Uncertainty and Investment Dynamics* », Bloom, Bond et Van Reenen, *Review of Economic Studies*) or l'incertitude reste élevée. L'une des mesures d'incertitude politique les plus utilisées par les grandes institutions internationales est celle de Baker, Bloom et Davis ([www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com)), dont l'une des composantes mesure l'occurrence des termes « incertitude » ou « incertain » dans les articles traitant d'économie des plus grands journaux américains. Cet indicateur reste bien au-dessus de ses niveaux d'avant la crise et plus généralement de la période 1995-2007.

Les dirigeants d'entreprise sont encore relativement pessimistes au sujet des perspectives économiques et doutent encore de la rentabilité des projets qu'ils pourraient lancer. Les enquêtes auprès des dirigeants de petites entreprises (enquête NFIB) confirment que ceux-ci sont encore très peu, en absolu et par rapport aux décennies précédentes, à envisager d'augmenter leurs dépenses en capital et/ou à juger que c'est le bon moment pour développer leurs activités. La raison qu'ils mentionnent le plus souvent pour ne pas investir ou se développer davantage est la faiblesse des conditions économiques, la difficulté de se financer n'étant presque jamais mentionnée.

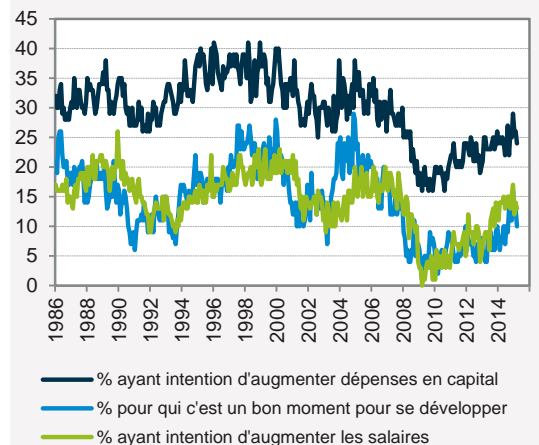
Les secteurs notamment high-tech, de la santé, des produits de consommation affichent des montants de liquidité records à leurs bilans couplés à un endettement faible. Ces entreprises ont fortement bénéficié des conditions de financement exceptionnelles, résultats des politiques monétaires non-conventionnelles. Les montants conséquents de capitaux levés sur les marchés ont été utilisés pour racheter leurs actions, accroître leurs dividendes et financer des acquisitions. Les montants de cash souvent détenus à l'étranger continuent de s'accroître. Ce phénomène est logique dans un contexte de croissance mondiale déprimée : les anticipations de croissance faible et l'incertitude justifient le faible niveau d'investissement.

### 5 Shares buyback (en Mds \$)



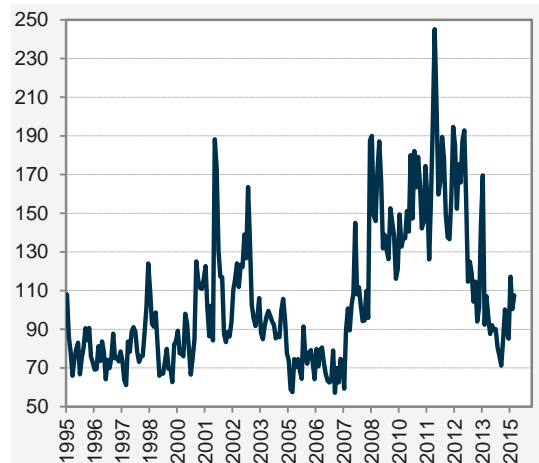
Source : BRI, Recherche Amundi

### 6 Enquête auprès des petites entreprises (NFIB survey)



Source : Datastream, Recherche Amundi

### 7 États-Unis: indicateur d'incertitude de politique économique



Source : Datastream, Amundi Research

## 4 QE de la BCE : des frictions à venir sur le marché obligataire

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

### Mario Draghi a confirmé que le plan d'achats de titres ira jusqu'au bout

Comme nous l'avons déjà souligné dans plusieurs publications, le programme étendu d'achats de la BCE est impressionnant par son ampleur puisqu'elle prévoit d'acheter pas moins de 60 Mds € d'actifs (des emprunts d'État en majorité) d'ici septembre 2016 alors que la dette publique de la zone euro ne progresse que lentement. Ce programme a d'ores et déjà eu un effet drastique sur les rendements obligataires souverains et la pression devrait encore s'accroître dans les mois et trimestres à venir, une fois liquidées les positions des participants du marché les plus enclins à céder leurs titres à la BCE. La bataille pour trouver des obligations souveraines de certains pays sera plus acharnée que jamais.

La BCE a imposé un certain nombre de contraintes, tant à elle-même qu'aux banques centrales nationales, en ce qui concerne le Programme d'achats du secteur public (PSPP) : seules peuvent être achetées des obligations émises par le gouvernement central (cela exclut les obligations des autorités locales comme les Länder en Allemagne), d'une échéance résiduelle entre 2 et 30 ans et dont le rendement doit être supérieur au taux de dépôt de la BCE, à savoir -0,20 %. Ces contraintes, qui limitent mécaniquement la quantité de titres éligibles au PSPP, constitueront un obstacle de taille pour les obligations souveraines allemandes puisque l'administration centrale de ce pays ne représente que 64 % de la dette publique (un cas isolé au sein de la zone euro) mais aussi parce que les rendements allemands sont déjà sous la barre des -0,20 % sur les maturités les plus courtes du segment entre 2 et 30 ans. La part de la dette de l'administration centrale allemande détenue par l'Eurosystème sera d'environ 20 % à la fin du PSPP. Par conséquent, il est probable que certains segments du marché obligataire européen connaissent des frictions, avec des difficultés pour acheter certains titres, des rendements extrêmement faibles et éventuellement une baisse marquée de la liquidité.

### Les frictions sur le marché de dette souveraine des pays du cœur et la correction récente

Cela étant dit, les rendements obligataires ont remonté fortement et rapidement sur les dernières séances, en zone euro mais également dans de nombreux pays développés (États-Unis, Royaume-Uni, Canada, Australie, etc.). Des prises de profit, des valorisations tendues, la hausse des prix du pétrole et un affaiblissement des craintes déflationnistes font partie des facteurs le plus souvent cités pour expliquer le mouvement. Jusqu'à il y a quelques jours, les incertitudes grandissantes liées au blocage des négociations autour de la situation grecque avaient dans une certaine mesure exacerbé le phénomène de « gravité » naturelle apparente des rendements allemands. Toutefois, indépendamment de la situation grecque, à la fin avril, 30 % du marché des Bunds allemands s'échangeaient en deçà du seuil minimum des -20 pb fixé par la BCE dans son programme d'assouplissement quantitatif. Même si 45 % des rendements des Bunds allemands étaient déjà négatifs au 21 janvier, la veille de l'annonce de son programme par la BCE, aucun d'entre eux ne s'échangeait encore sous un tel seuil à cette date ! Le graphique n° 2 montre que les emprunts d'État allemands avaient été rejoints avant la correction récente par leurs homologues en Finlande et aux Pays-Bas dans la catégorie des titres « non éligibles » au QE, soit respectivement 13 % et 8 % du total de la dette nationale en circulation. La poursuite de cette tendance dans les mois à venir justifie donc les « Et si... » lancés par les journalistes au président de la BCE lors de la dernière conférence de presse

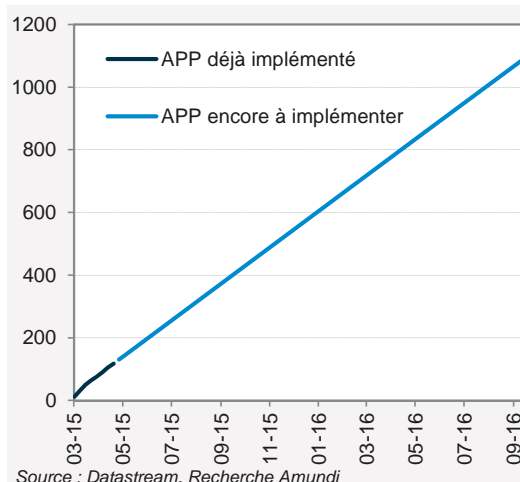
### L'essentiel

**Comme nous l'avons déjà souligné dans de précédentes publications, la taille impressionnante du programme étendu d'achats de la BCE, conjuguée à des taux de dépôt négatifs, a d'ores et déjà eu un effet drastique sur les rendements obligataires souverains et la pression devrait encore s'accroître dans les mois à venir.**

Ironie du sort, la rapidité et la force du recul des rendements des emprunts d'État des pays du cœur poussent certains à s'interroger sur la viabilité de l'assouplissement quantitatif (QE). Toutefois, même si ces inquiétudes se sont apaisées récemment avec la forte correction du marché obligataire, le sujet de la pénurie de l'offre obligataire, tout particulièrement parmi les emprunts d'État des pays du cœur, restera vraisemblablement présent à l'esprit des intervenants du marché.

“ La part de la dette de l'administration centrale allemande détenue par l'Eurosystème sera d'environ 20 % à la fin du PSPP ”

1 Implémentation de l'Asset Purchase Programme (APP) étendu, en Mds €

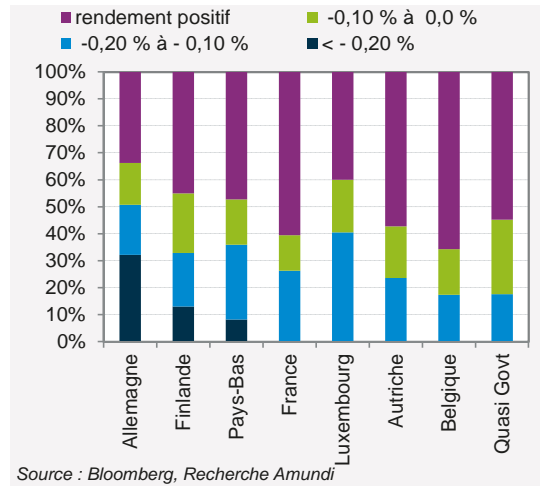


au sujet d'une possible « pénurie » de titres. Le graphique peut contribuer à répondre à leurs interrogations : une part importante des emprunts d'État de pays du cœur et des titres des agences et des organisations supranationales ciblés par le programme d'assouplissement quantitatif flirtaient avec le seuil de -20 pb. Pour être plus précis, 19 % des Bunds allemands, 27 % de la dette néerlandaise, 26 % des OAT françaises et 18 % des émissions d'agences et organisations supranationales éligibles au QE dégagent actuellement un rendement dans une marge de 10 pb par rapport au seuil fixé. La valeur globale de cette partie de la dette représentait quelque 21 % de l'ensemble des emprunts d'État de pays du cœur et des obligations quasi souveraines. Toutefois, au moment où nous écrivons ce texte, le 6 mai, les conditions de marché semblent différentes : le graphique n° 3 montre que la part des obligations ayant un rendement sous la zone de « non-éligibilité » a été réduite de moitié pour l'Allemagne (de 30 à 15 %) et a été réduite à zéro pour la Finlande et les Pays-Bas. Dans le même temps, la part des obligations proches du seuil de -0,20 % s'est fortement réduite, de 21 à 11 %. Avec le repricing récent, le problème de la pénurie des obligations s'est clairement apaisé. Mais si la compression des rendements se reprend, l'Allemagne, davantage que les autres pays, semble être aux premiers rangs de ceux qui se trouveront en situation de pénurie en fonction de la clé de répartition au capital de la BCE. En outre, le stock de dette allemande va continuer à décroître lentement. Gardons à l'esprit que début mai, seul 10 % de l'Asset Purchase Programme (APP) étendu avait été réalisé. Autrement dit, 90 % du QE de la BCE reste à faire !

**Que faut-il donc attendre ?**

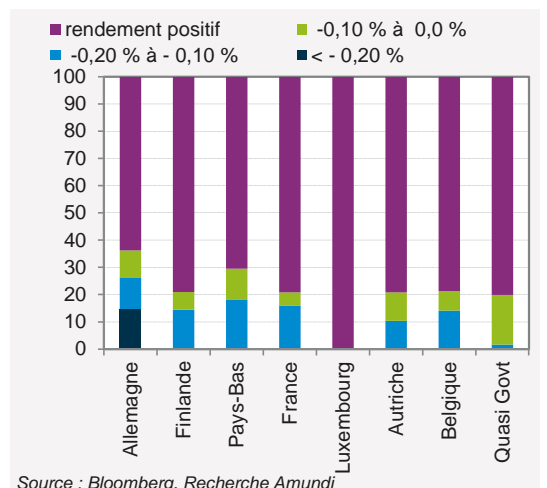
En comparant le QE de la BCE à un marathon qui venait juste de débuter, Mario Draghi a souligné l'engagement fort de la banque centrale à mettre en œuvre le programme dans sa totalité, éliminant du même coup les scénarios de *tapering*. Il a souligné avec justesse que les craintes relatives à la liquidité et à la pénurie étaient « prématurées » à ce stade, écartant du même coup l'idée que de telles questions se poseront dans un avenir proche. À ce sujet, notre vision est que le programme aura pour effet de comprimer les rendements davantage, et que certains aspects techniques de sa politique pourraient avoir à être prochainement revus. M. Draghi a souligné à cet égard que, si nécessaire, la conception du programme était suffisamment flexible pour être ajustée. Parmi les options possibles, une nouvelle baisse du taux de dépôt a été fermement écartée mais d'autres ajustements restent envisageables : certaines contraintes pourraient notamment être repensées, comme le plafond de 25 % par émission ou un élargissement de l'univers des émetteurs de qualité supérieure. Sur ce dernier point, la BCE a déjà en partie répondu à la question lors de sa dernière réunion en ajoutant une nouvelle liste d'agences à l'univers QE pour un montant total de dette de 100 Mds € environ. L'extension du QE aux obligations d'entreprise pourrait également être envisagée. En attendant, laissons l'assouplissement quantitatif agir et produire ses effets.

**2 Dette gouvernementale des pays du cœur : répartition par rendement (21/04/2015)**



“ 90 % du QE de la BCE reste à faire ! ”

**3 Dette gouvernementale des pays du cœur : répartition par rendement (05/05/2015)**



“ Mario Draghi a souligné l'engagement fort de la banque centrale à mettre en œuvre le programme dans sa totalité ”





## 5 Perspectives des taux de défaut des émetteurs High Yield européens

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique – Milan*

### Le régime de faibles taux de défaut persiste depuis longtemps et 2014 n'a pas fait exception.

Dans notre publication Cross Asset de septembre 2014, nous avons analysé les caractéristiques et les perspectives du cycle des taux de défaut des émetteurs High Yield. Nous avons mis en avant la divergence assez paradoxale entre les tendances macroéconomiques et financières du cycle de défaut actuel, qui n'a jamais été aussi favorable depuis trente ans, malgré la Grande crise financière. L'année 2014 n'a pas fait exception et le régime de faibles taux de défaut est toujours présent. Le graphique n° 1 montre que lors de 11 des 12 dernières années, les taux de défaut annuels des émetteurs B et BB ont non seulement été très inférieurs à leur moyenne mais aussi qu'ils se sont rapprochés des niveaux marginaux. Seule exception à cette tendance, l'année 2009 (année qui a suivi le défaut de Lehman Brothers), durant laquelle le taux de défaut avait fortement augmenté.

En délaissant les mesures de court terme (horizon mobile d'un an) pour privilégier les indicateurs de long terme des taux de défaut (cumulés sur 5 ans), la situation est encore plus encourageante. Dans sa dernière étude annuelle sur les taux de défaut, Moody's montre que les émetteurs (2010-2014) ayant accompli une période de 5 ans ont enregistré les plus faibles taux de défaut cumulés depuis bien longtemps pour des signatures BB et B. Les entreprises BB ont affiché un taux de défaut cumulé de seulement 2,1 % sur la période 2010-2014, le plus faible niveau depuis la période 1988-1992. Les obligations notées B, quant à elles, ont enregistré un taux cumulé de 7,5 %, leur point bas précédent datant de la période de 5 ans close en 2004. Remettons ces chiffres dans une perspective historique: les taux de défaut cumulés moyens à long terme, selon les périodes étudiées, s'établissent respectivement entre 9 % et 10 % pour les titres spéculatifs de qualité (BB) et entre 20 % et 23 % pour les émetteurs notés B. Chaque année, l'échantillon est composé d'émetteurs de la même catégorie de notation et sa composition est maintenue dans le temps à des fins de calculs, même si des changements de note interviennent ultérieurement au cours des cinq années: cette approche offre un indicateur plus global des taux de défaut car elle permet d'intégrer dans les calculs l'effet indirect des évolutions de notes.

### Depuis la faillite de Lehman, ce sont les taux de défaut des émetteurs notés CCC qui ont le plus augmenté.

Le graphique suivant montre qu'au cours de l'année qui a suivi la crise de Lehman Brothers, l'augmentation des taux de défaut a surtout concerné les émetteurs de faible qualité (notés CCC) sur le segment de la dette spéculative.

Les spreads des titres BB continuent notamment à sur-rémunérer les taux de défaut réels et restent attractifs malgré des niveaux absolus faibles, du fait de l'absence d'un nouveau risque de pic du cycle de défaut.

### Facteurs top-down déterminant les taux de défaut des émetteurs HY européens

Dans notre article du mois de septembre 2014, nous avons tiré des conclusions qui ont semble-t-il été confirmées par l'évolution des deux derniers trimestres: d'une part, le lien entre les taux de défaut HY et la croissance macroéconomique et les politiques monétaires et, d'autre part, le rôle des conditions financières et des facteurs bottom-up dans la persistance d'un environnement de faibles taux de défaut.

#### a. Conditions financières

Ces deux derniers trimestres, dans les pays développés, c'est dans la zone euro que les changements ont été les plus importants, tant au niveau des

### L'essentiel

**Dans les pays développés, le « régime » de faibles taux de défaut des émetteurs HY est toujours d'actualité et devrait continuer à dominer pendant le reste de l'année 2015. Toutefois, au cours des deux derniers trimestres, c'est dans la zone euro que la situation a le plus évolué.**

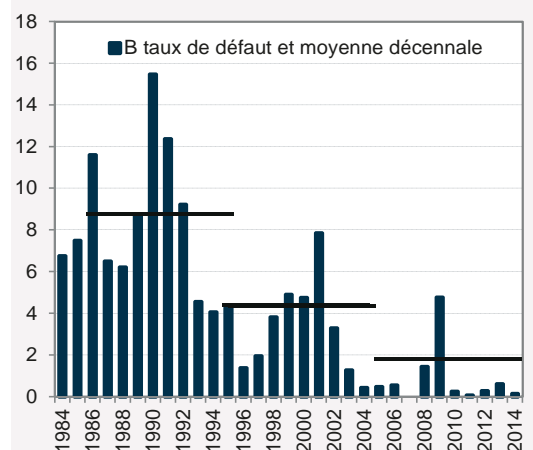
D'une part, les conditions financières se sont nettement améliorées grâce au QE de la BCE et à la baisse de l'euro. D'autre part, la dynamique macroéconomique est également plus soutenue qu'au 4<sup>e</sup> trimestre 2014, période à laquelle les craintes déflationnistes et de troisième épisode récessionniste avaient probablement atteint leur pic. Nous avons donc décidé de porter notre attention sur les émetteurs HY européens pour identifier les facteurs *top down* permettant de déterminer les taux de défaut des obligations spéculatives sur un horizon d'un an. Cette approche *top down* n'étant qu'un aspect de notre cadre d'analyse, nous avons également passé en revue les principaux changements dans la composition du marché HY européen, au travers d'une approche *bottom up*...



Les spreads des titres BB restent attractifs malgré des niveaux absolus faibles



1 Taux de défaut annuel pour les émetteurs notés B et moyenne décennale (en %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

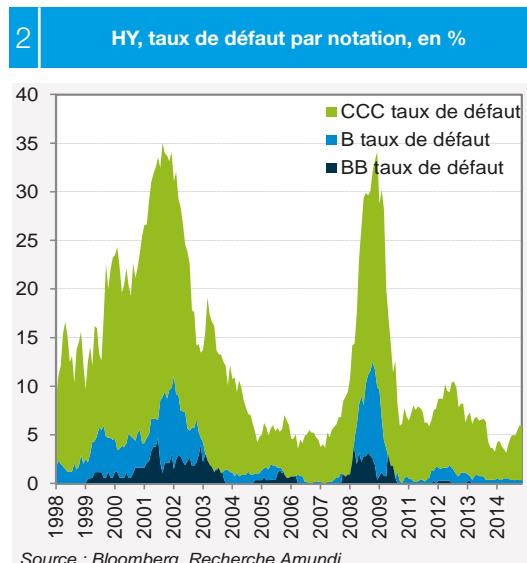
conditions financières qu'économiques. C'est notamment le cas des **conditions financières**, la BCE ayant communiqué dès la fin du 4<sup>e</sup> trimestre 2014 sur le QE, avant de l'annoncer officiellement et de le déployer au 1<sup>er</sup> trimestre 2015. Par conséquent, la **dépréciation marquée de la monnaie unique européenne**, a constitué en elle-même et constitue toujours une amélioration significative des conditions financières globales. Qui plus est, selon les enquêtes de la BCE auprès des banques sur les conditions de crédit, les chiffres des deux derniers trimestres témoignent d'une amélioration sensible dans tous les grands pays de la zone euro, à la fois au niveau des **conditions de crédit bancaire et des taux appliqués**, mais aussi au niveau de la demande de prêts, qui se redresse. Bien que globalement les conditions de crédit soient toujours relativement tendues par rapport aux niveaux historiques, le pourcentage net des banques déclarant avoir durci leurs conditions de crédit aux entreprises s'est réduit. Le succès de la troisième opération de refinancement à long terme (TLTRO), qui a entraîné l'injection d'un volume de liquidités deux fois supérieur aux prévisions du consensus, semble coïncider avec ces tendances puisque les banques de la périphérie ont davantage participé à ce TLTRO qu'à celui du mois de décembre, qui s'était révélé décevant. Par exemple, un tiers des nouvelles liquidités a été sollicité par des banques italiennes. Enfin, sur le front des conditions financières, le **ratio des émetteurs en difficulté (distress ratio)**, c'est-à-dire le degré d'ouverture/de tension sur les marchés des obligations d'entreprise HY, a semble-il évolué en fonction de l'impact négatif des émetteurs du secteur américain de l'énergie, qui ont sensiblement souffert fin 2014 de l'effondrement des prix du pétrole. Le *distress ratio* représente la part des obligations s'échangeant à des nouveaux très bas (*distress*), à savoir avec un spread minimum de 1 000 pb par rapport aux emprunts d'État. Sur le marché HY américain, le *distress ratio* est passé de 4 %/5 % à 13 % en raison de son exposition aux prix du pétrole et des produits énergétiques et de l'impact négatif de l'appréciation du dollar sur les entreprises exportatrices. En revanche, sur le marché européen, ce ratio est resté plus stable, passant de 1 %/2 % à seulement 4 %. Enfin, l'annonce du QE par la BCE a entraîné un retour en puissance des flux d'investissement dans les fonds et les ETF dédiés aux obligations spéculatives en euro. Ces flux contribuent au maintien de conditions de financement favorables et réduisent le risque d'augmentation des tensions sur les marchés.

**b. Tendances macroéconomiques**

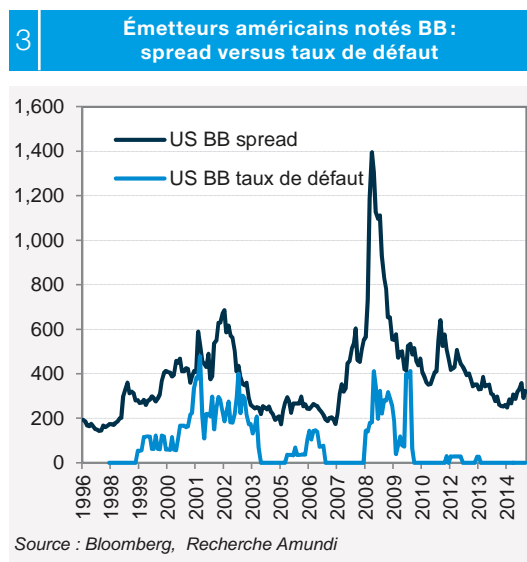
La dynamique des surprises macroéconomiques a nettement accéléré en zone euro par rapport au mois de septembre 2014, le 4<sup>e</sup> trimestre 2014 ayant probablement été marqué par des craintes déflationnistes et le risque d'une troisième récession. Mais les indicateurs de surprises économiques se sont nettement améliorés au premier trimestre 2015 et les indicateurs avancés ont repris leur marche en avant. Facteur avancé des défauts, l'indice PMI composite est l'un des principaux facteurs de notre modèle de régression, même si son importance statistique est plus limitée que celle des conditions financières, à la fois pour les crédits bancaires et des émissions obligataires.

**Notre modèle de régression des défauts des émetteurs HY européens**

Compte tenu de ces éléments, nous avons de nouveau appliqué notre modèle de régression, censé prévoir les taux de défaut sur un horizon de quatre trimestres. Le graphique n° 4 montre que la stabilité des taux de défaut en Europe est probablement due à l'évolution des facteurs étudiés, à savoir le PMI composite, le pourcentage des banques durcissant leurs conditions de crédit et le *distress ratio*. Selon les données de Moody's, au 1<sup>er</sup> trimestre, les taux de défaut européens se sont établis à 2,2 %, un niveau légèrement plus élevé qu'à la fin du 4<sup>e</sup> trimestre 2014 (1,8 %). Moody's table sur un taux proche de 2,4 % pour l'année 2015. Selon notre modèle de régression, d'ici quatre trimestres, il pourrait même être encore plus bas qu'aujourd'hui, entre 1,6 % et 1,8 %. Comme nous l'avons déjà précisé dans nos précédents articles sur le sujet, les émetteurs HY européens ont relativement bien résisté aux conséquences macroéconomiques et financières négatives générées par la crise souveraine, en particulier à cause de la composition défensive de l'univers du HY (par



“ La dynamique positive des données macroéconomiques et l'amélioration des conditions financières réduisent les risques de défaut ”



exemple : taille, *business models*, notations, pays représentés). Ces facteurs expliquent l'écart entre les taux de défaut modélisés et réels apparus après la crise de la dette souveraine (cf. graphique n° 4).

En conclusion, nous souhaitons souligner que la dynamique de croissance macroéconomique et les conditions financières restent favorables aux obligations HY européennes. Seul un choc négatif dû à une récession soudaine et/ou à un durcissement brutal et rapide des conditions financières pourrait entraîner une augmentation marquée des défauts. Toutefois, compte tenu des derniers signaux macroéconomiques et de la poursuite du QE de la BCE, il est peu probable que ces scénarios se concrétisent.

### > Évolution du marché du high yield européen

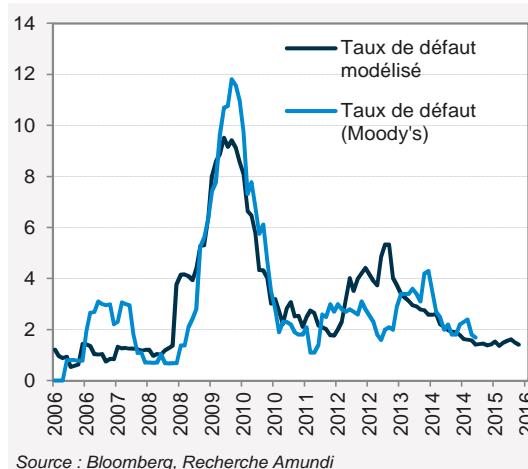
VALENTINE AINOUIZ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

**Les encours du HY ont presque triplé au cours de ces cinq dernières années. Deux facteurs clé expliquent ce développement : la dégradation d'émetteurs « Investment Grade » et plus récemment une recrudescence des primo-émetteurs. Cette croissance a donné lieu à des changements profonds dans la composition, la qualité et le profil de risque des obligations d'entreprises HY. Le marché du HY européen gagne en maturité.**

- Longtemps concentré, l'univers High Yield Euro compte désormais plus de 200 émetteurs issus de 32 pays. Les cinq premiers émetteurs ne représentent plus que 12 % de l'indice contre une moyenne de 20 % en 2010.
- Le secteur financier représente aujourd'hui pour un quart de l'indice. Avant 2005, seuls des émetteurs non-financiers étaient présents sur le marché HY. Une proportion remarquable du marché HY européen est désormais constituée de « *fallen angels* » : de nombreux émetteurs financiers ont été dégradés en HY comme par exemple Banca Monte dei Paschi, la troisième banque italienne en décembre 2012. Ce segment compte également de nombreux titres de dettes subordonnées (Tier 1 et lower Tier 2).
- Une notation moyenne plus élevée. La catégorie des titres notés BB a augmenté essentiellement du fait des « *fallen angels* ». Ils représentent aujourd'hui plus de 67 % de l'indice contre 61 % seulement en 2010.
- Une moindre exposition aux secteurs cycliques. En 2015, moins de la moitié des émetteurs non-financiers appartiennent à des secteurs cycliques contre plus des deux tiers en 2006.

Il convient de rester sélectif tout particulièrement avec les émetteurs qui se financent pour la première fois sur le marché du haut rendement. Ils offrent un profil financier souvent moins solide que celui des émetteurs traditionnels du High Yield.

### 4 Notre régression montre une stabilité pour les taux de défaut des émetteurs européens



## 6 Flux financiers et marchés d'actions européens

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Depuis le début de l'année, les actions de la zone euro se sont très bien comportées, surperformant notamment celles des autres régions ainsi que les autres classes d'actifs. Leurs résultats passés demeurant pourtant médiocres et leur valorisation s'étant tendue, comment expliquer une telle situation ? **Alors que dans le Cross Asset du mois précédent, nous indiquions être à la veille d'un rebond important des résultats<sup>1</sup>, cette fois-ci nous nous penchons du côté des flux financiers, pour distinguer leur rôle dans l'appréciation des marchés.**

**Avant d'approfondir ces notions de flux, revenons brièvement sur le débat précédant concernant les résultats. La conviction que les profits de la zone euro devraient puissamment rebondir dès 2015 semble désormais de plus en plus partagée.** Ainsi, selon le Consensus Ibes, le ratio de *net-up* des analystes *Sell-Side* – ratio qui mesure le solde net de révisions haussières des bénéfices futurs – est non seulement revenu en territoire positif pour la première fois depuis 37 mois et au plus haut depuis 60 mois, mais également passé en tête devant l'ensemble des autres régions.

**Concernant les flux, on évoquera tout d'abord les évolutions en Europe entre grandes classes d'actifs (actions et obligations) depuis début 2013, puis on se concentrera sur les seules actions, selon un prisme régional de plus en plus détaillé.**

À propos donc des grandes classes d'actifs, le graphique n° 1 montre qu'en cumul sur l'ensemble de la période, **actions et obligations ont chacune bénéficié de flux positifs**, pour un total respectif de 116 Mds de \$ pour les premières et 85 Mds pour les secondes, soit **un solde net de plus de 30 Mds en faveur des actions**. Mais au-delà du solde global qui confère un avantage aux actions, il convient surtout de se pencher sur les différentes séquences dans le temps.

On distingue ainsi très bien que **le grand signal de départ pour la collecte sur actions européennes a été donné par la Fed (!)**, lorsque Ben Bernanke, en mai 2013 a commencé à évoquer un prochain ralentissement des rachats d'actifs (*pré-Tapering*). En suggérant que la croissance américaine devenait suffisamment solide pour envisager un resserrement progressif, l'ancien président de la Fed a non seulement donné un coup de pouce aux actions américaines, en laissant entendre que les risques de taux devenaient asymétriques, mais également un coup de fouet aux actions de la zone euro, compte tenu de la différence d'agenda entre les deux banques centrales<sup>2</sup> et de la sous-valorisation alors massive des marchés en zone euro. Le même graphique sur les actifs américains, que nous tenons disponible pour nos lecteurs, aurait montré quant à lui que l'impulsion initiale pour les actions américaines s'était doublée d'une décollecte parallèle sur les obligations alors qu'un tel phénomène ne s'est pas produit en Europe; les obligations y demeurant raisonnablement attractives compte tenu des taux qui n'ont cessé de baisser.

**Le graphique n° 1 montre également que l'engouement pour les actions européennes a perduré jusqu'à l'été 2014, avant de se retourner brutalement, puis de repartir finalement de l'avant à partir de mi-janvier 2015.**

Ce tempo caractéristique correspond tout d'abord à **l'accumulation des inquiétudes** entre le ralentissement inopiné du **cœur de la zone euro**, l'aggravation des **tensions géopolitiques** et les interrogations liées à l'**après**

<sup>1</sup> Article 8 du Cross Asset d'avril 2015: Résultats des entreprises cotées et taux de change: les parités monétaires pèseront de façon décisive en 2015.

<sup>2</sup> Le Président Mario Draghi de la BCE ayant décrété de son côté en juillet 2012 que tout serait entrepris pour sauver l'euro.

### L'essentiel

**En Europe, le véritable point de départ de la collecte en actions a été donné non pas par Draghi en juillet 2012, mais par Bernanke en mai 2013, quand celui-ci a commencé à évoquer un prochain ralentissement des rachats d'actifs (*pré-tapering*).**

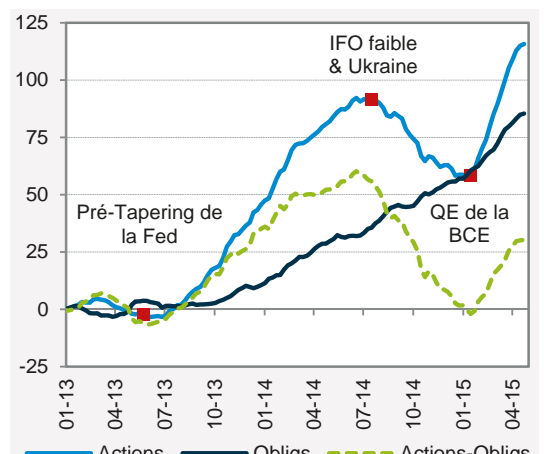
Cet engouement pour les actions européennes s'est prolongé jusqu'à l'été 2014, avant de se retourner brutalement, sous l'accumulation des inquiétudes tant sur le front économique, géopolitique que monétaire. Après un second semestre 2014 délicat, à la mi-janvier 2015, cette fois-ci c'est bien la BCE qui a libéré les marchés d'actions européens en annonçant un programme de rachats d'actifs massifs.



En mai 2013, la Fed a donné le signal de départ de la collecte sur actions



1 Flux Europe par type d'actif en cumul du 01-01-2013 au 22-04-2015 (Mds \$)





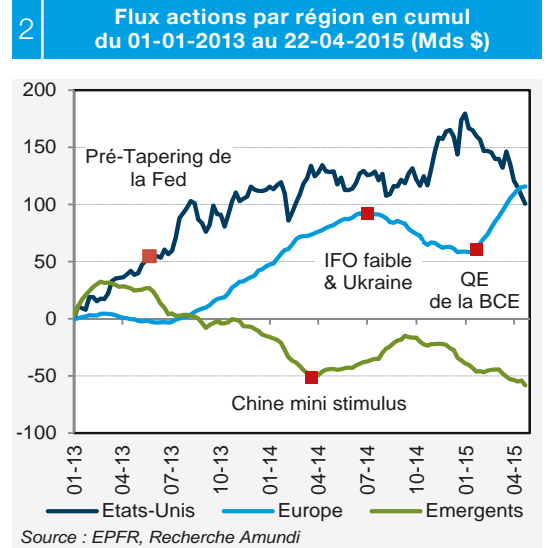
**tapering** de l'automne 2014. Ainsi le décrochage de l'indice IFO et de la production industrielle en Allemagne a soulevé à son tour de nombreuses interrogations depuis l'impact retardé du ralentissement du T1 2014 aux États-Unis en passant par les ratés de l'économie chinoise. Par ailleurs, le fait que les interrogations portaient directement sur l'Allemagne, et non plus sur la seule périphérie, a donné encore plus d'échos aux événements en Ukraine (annexion de la Crimée, soulèvement du Donbass, destruction de l'avion de la Malaysia Airlines à proximité de la Russie...); Kiev étant à peine à une heure de vol de Berlin.

Après un second semestre 2014 délicat où le débat sur l'échec de la reprise et le retour en déflation menaçait, **la BCE a finalement libéré les marchés en recourant à la mi-janvier 2015 à un programme de rachats d'actifs à la fois massif et potentiellement sans limite dans le temps.** Réagissant instantanément, de la mi-janvier au 22 avril 2015, les investisseurs ont consacré 57 Mds de \$ de flux supplémentaires aux actions européennes, soit plus du double que pour les obligations (25 Mds), alors que ces dernières avaient largement distancé les actions au second semestre 2014.

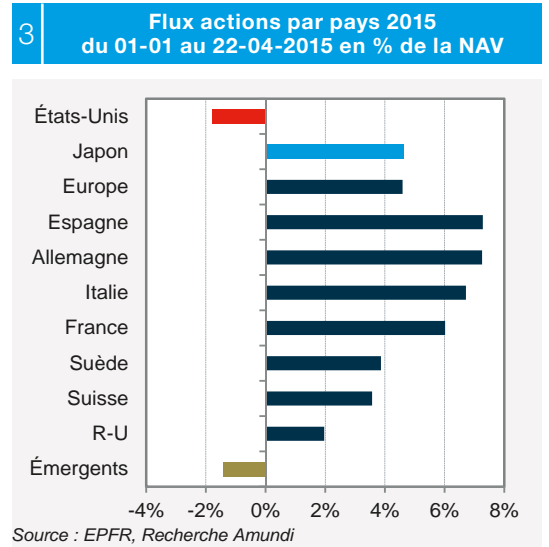
Concernant les aspects géographiques, le graphique 2 montre que les actions européennes ont évolué depuis l'été dernier à contre-tendance des actions américaines. Ainsi, au second semestre 2014, quand ces dernières continuaient sur leur lancée positive, engrangeant une cinquantaine de milliards et +4 % de hausse supplémentaire pour le MSCI États-Unis, la collecte européenne s'est tassée de plus de 30 Mds de \$ et le MSCI Europe a baissé de 2 %. En revanche, à partir de la mi-janvier, les actions européennes ont redécollé avec +57 milliards de collecte contre -64 milliards pour les américaines et +15 % de hausse contre +5 %.

Ce regain d'attractivité des actions européennes mis en évidence, il convient de se demander **qui en a le plus bénéficié.** Le graphique 3 montre clairement que **si le Japon et l'Europe ont fait jeu égal en matière de collecte**, quand les États-Unis et les Émergents subissaient des sorties, **pour autant, la situation en Europe n'est pas homogène.** Par exemple, au sein de l'Europe, on peut distinguer les pays en fonction de la politique de leur banque centrale et du taux de change. Ainsi, **la zone euro et la Suède, où les banques centrales ont été plus accommodantes, ont engrangé plus de flux que la Grande-Bretagne et la Suisse**, où la monnaie s'est appréciée. Enfin au sein de la zone euro, **la notion de cœur-périphérie semble s'effacer**; l'Allemagne, la France, l'Espagne et l'Italie affichant toutes des flux entrants élevés, avec d'ailleurs un léger avantage à l'Espagne.

Après un tel rebond des volumes sur les actions européennes, **celui-ci peut-il aller plus loin ou doit-on considérer que le mouvement touche à sa fin?** Si à court terme, entre les menaces de Brexit, de Grexit, la déception temporaire sur la croissance américaine et, partant, le rebond de l'euro, il convient certainement de faire preuve de plus de prudence, à l'horizon douze mois, la collecte sur actions européennes devrait demeurer soutenue. Au plan technique, après des années de reflux, l'ampleur des volumes qui se sont portés sur les actions demeure finalement limitée. Sur le front monétaire, si important pour l'orientation des flux, même si la Fed, confrontée à une croissance américaine décevante au premier trimestre, ne doit pas se hâter pour durcir sa politique, la BCE présente une visibilité encore plus forte avec un calendrier de rachats portant à minima jusqu'en septembre 2016. Avec des taux voués à demeurer bas longtemps et un euro qui restera compétitif, les actions européennes qui présentent un dividende de l'ordre de 3 % ainsi que de bonnes perspectives de résultats, devraient continuer de séduire.



“ Après six mois indécis, la BCE a à son tour libéré les marchés d’actions à la mi-janvier 2015 ”



## 7 Dette souveraine des pays émergents : relativiser la théorie du « serial default » et identifier les pays les plus exposés

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

Il est désormais assez consensuel de considérer que les pays émergents sont globalement parvenus — sur longue période — à se protéger peu à peu contre le risque de défaut souverain. Néanmoins, les nombreux défauts de ces pays lors des dernières décennies ont longtemps alimenté la pensée selon laquelle les pays émergents seraient voués à faire défaut de manière récurrente dans le futur. Toutefois, puisque les pays émergents constituent un groupe hétérogène présentant divers degrés et types de fragilités, variant d'un pays à l'autre, ces résultats sont à nuancer afin de prendre en compte à la fois l'horizon de temps et le profil spécifique de chaque pays. En distinguant différents régimes de vulnérabilité au risque souverain, la méthodologie présentée ici permet d'identifier les pays étant davantage exposés à un défaut souverain, en fonction de leur profil économique.

### Les spécificités des pays émergents impliquent-elles un profil de défaut « standard » ?

Du fait des spécificités économiques des pays émergents, leurs épisodes de défaut sont plus difficiles à expliquer que ceux des pays développés, et méritent donc d'être étudiés attentivement. Tout d'abord, la volatilité plus élevée de leurs variables économiques et le caractère imparfait des informations les concernant rendent l'évolution de leurs économies moins prévisible. Des comportements mimétiques sur les marchés de la dette souveraine, qui ne reflètent d'ailleurs pas nécessairement les fondamentaux économiques, peuvent ainsi plus facilement émerger et alimenter des crises auto réalisatrices, qui peuvent au final entraîner ces pays vers des situations de défaut. Ensuite, les politiques économiques des pays émergents sont généralement moins crédibles, avec des engagements de politique monétaire moins ancrés et des politiques budgétaires plus pro cycliques (du fait de stabilisateurs automatiques moins efficaces notamment). Enfin, ils souffrent également de ce que l'on appelle le « péché originel », à savoir leur besoin de recourir à des émissions de dette à court terme libellée en devise forte. Du fait de cette dernière spécificité, ces pays sont plus sensibles à la dépréciation de leur monnaie locale, scénario qui augmente le poids de leur dette en devise étrangère. Leur exposition au risque de change dépend donc de leur dépendance aux financements étrangers et de leur régime de change. Si la stabilité du change doit être assurée, les opportunités de création monétaire s'en trouvent limitées, sauf s'il existe des réserves de change suffisantes pour satisfaire à ces deux besoins. Les pays émergents souhaitant monétiser leur dette sont donc confrontés à des obstacles : ils sont contraints par un régime de change à taux fixe ou par le *currency mismatch* amplifié par la dépréciation concomitante de leur monnaie (dans le cas d'un régime de change plus flexible).

Ainsi, la théorie du « *serial default* »<sup>1</sup> élaborée par Reinhart et Rogoff (selon laquelle l'historique d'inflation et de défaut constitue un bon indicateur d'un défaut potentiel futur<sup>2</sup>) doit probablement être nuancée. En fait, après les défauts massifs des années 1980 et 1990 (notamment en Amérique latine et dans les pays émergents d'Europe et en Afrique), certains pays émergents ont commencé à émettre davantage de dette domestique – dans un contexte inflationniste moins marqué –, à instaurer des politiques économiques plus contracycliques et/ou à gérer leur dette de manière plus rigoureuse. Toutefois, tous les pays émergents n'ont pas été capables d'introduire ce type de changements au même rythme. Nous avons donc essayé d'identifier les

### L'essentiel

**Les pays émergents, en raison de leurs caractéristiques économiques, sont davantage exposés au risque souverain que les pays développés. Y contribuent notamment l'évolution moins prévisible de leurs économies liée à la forte volatilité de ces dernières, des politiques économiques globalement moins crédibles et le dit « péché originel ».**

Il ne faut néanmoins pas pour autant considérer qu'ils constituent un groupe homogène de pays présentant un profil de défaut « standard ». Leur perspective de défaillance dépend en effet essentiellement de leurs caractéristiques économiques. Ainsi, les pays émergents ne sont pas tous concernés par ces fragilités dans les mêmes proportions. Le modèle que nous présentons permet d'identifier, à travers le temps et par pays, ceux dont la situation très détériorée est susceptible de conduire à un défaut souverain, en fonction de leur environnement économique. Si l'on se fie aux données de 2013, les pays ressortant comme les plus vulnérables semblent être l'Argentine, le Venezuela et, dans une moindre mesure, la Russie (à noter que la vulnérabilité de ces trois pays augmente sur la base des données de 2014).



Certains pays semblent être en mesure d'apprendre de leurs erreurs



<sup>1</sup> Cf. C. M. Reinhart & K. S. Rogoff. *Serial Default and the « Paradox » of Rich-to-Poor Capital Flows*. *American Economic Review*, 94 (2), 53-58, 2004.

<sup>2</sup> Cf. C. M. Reinhart, K. S. Rogoff & M. A. Savastano. *Debt Intolerance*. *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1 (2003), pp. 1-62, Vol. 2003.

pays s'étant « assurés » contre les fragilités susmentionnées et ayant réussi à sortir du « piège de la dette »<sup>3</sup>, défini par Sachs comme un état « absorbant » duquel il devient difficile de s'échapper. L'idée sous-jacente est la suivante : un pays peut être plus ou moins exposé au défaut souverain (dont les sources peuvent être diverses) au travers de canaux spécifiques qui dépendent de ses caractéristiques économiques.

### Les sources de défaut souverain varient selon le profil économique des pays

L'idée principale est de mettre en valeur les axes capables de discriminer les observations pays\*années en différents régimes de vulnérabilité qui diffèrent en ce que les facteurs explicatifs du défaut souverain y sont différents. Sans surprise, les axes les plus pertinents sont liés aux spécificités des pays émergents décrites ci-dessus : la dette extérieure en part du total des exportations, le ratio de l'épargne domestique, les paiements d'intérêts par rapport aux recettes publiques et, enfin, les réserves de change en part de la dette extérieure à court terme. Les quatre modèles correspondants décrits dans l'encadré présentent les avantages suivants :

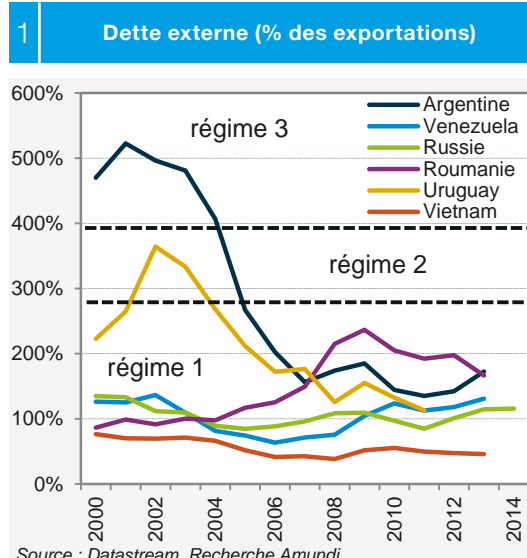
1. mettre en évidence les axes capables de discriminer les observations pays\*années en différents régimes de vulnérabilité ;
2. déterminer les valeurs seuils définissant les frontières de chaque régime de vulnérabilité, selon les axes retenus ;
3. analyser en profondeur les caractéristiques qui vont généralement de pair avec des défauts souverains plus sévères : ces caractéristiques diffèrent selon le régime auquel le pays appartient.

Si l'on se focalise par exemple sur le premier modèle, basé sur le ratio dette extérieure/exportations (comme variable de seuil permettant de discriminer les observations en différents régimes, cf. encadré), nous pouvons distinguer trois profils de défaut souverain. La plupart des pays se trouvent dans le premier régime, caractérisé par une dette extérieure inférieure à 258 % des exportations. Ces pays sont davantage susceptibles de faire défaut de manière significative s'ils sont confrontés à des pressions inflationnistes, si leur dette publique est élevée et/ou s'ils n'ont pas déjà fait défaut récemment. Les pays dont le ratio de dette extérieure est dans une fourchette intermédiaire (entre 258 % et 385 %) s'inscrivent dans une situation différente car ils bénéficient encore davantage de l'« effet d'apprentissage ». Ceci va à l'encontre de la théorie du « *serial default* » puisque certains pays (dont le ratio de dette extérieure ne dépasse pas le seuil de 385 % des exportations, estimé par le modèle) semblent être en mesure d'apprendre de leurs erreurs et seraient donc confrontés à des défauts moins sévères à l'avenir s'ils ont déjà fait défaut récemment, bénéficiant ainsi de leur expérience passée. Enfin, le défaut potentiel des pays dont le ratio dette extérieure/exportations dépasse le seuil de 385 % est lié à d'autres caractéristiques économiques que pour les autres régimes. Ce régime correspond à des situations extrêmes en matière de dette extérieure<sup>4</sup>. Ils peuvent être considérés comme des récidivistes du défaut de paiement s'ils ont déjà connu un défaut récemment, car les défauts récents jouent dans la direction opposée pour ces pays. Ils sont également susceptibles de connaître un défaut souverain plus sévère s'ils doivent composer avec des pressions inflationnistes, une dépréciation de leur devise, s'ils affichent une dette publique élevée et/ou voient leur note dégradée par S & P.

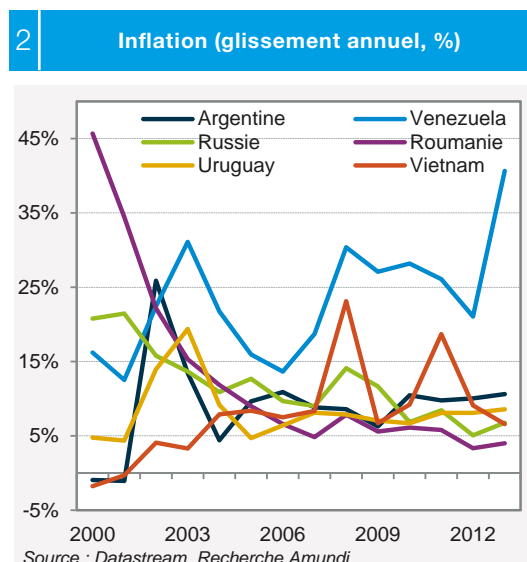
Ce modèle montre que sur un plan historique les caractéristiques associées à un défaut souverain important n'ont pas toujours été les mêmes, variant en fonction de la dette extérieure (par comparaison au total des exportations). En outre, il montre que les pays affichant le ratio de dette extérieure le plus élevé ne sont pas nécessairement ceux pour lesquels les défauts attendus sont les plus importants.

<sup>3</sup> Cf. J. D. Sachs. *Resolving the Debt Crisis of Low-Income Countries*. *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1 (2002), pp. 257-286, Vol. 2002.

<sup>4</sup> Comme l'Argentine dans les années 1980 et 2000, par exemple.



“ Les pays affichant le ratio de dette extérieure le plus élevé ne sont pas nécessairement ceux pour lesquels les défauts attendus sont les plus importants ”



De la même manière, les autres modèles (basés sur les trois autres axes susmentionnés) permettent également de ventiler l'échantillon en différents régimes de vulnérabilité (différant dans le comportement en termes de défaut souverain). Par conséquent, selon sa position sur ces axes, un pays peut être plus ou moins enclin à un défaut souverain, en fonction de son profil économique.

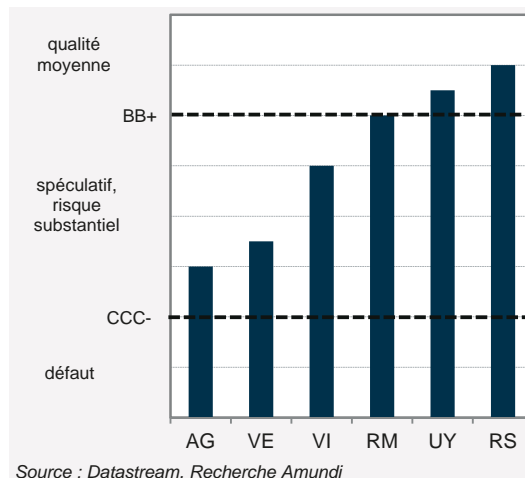
### Une mosaïque d'États plus ou moins vulnérables au cours du temps : certains pays toujours dans le viseur

Ces cadres d'analyse permettent de classer les pays dans les différents régimes en fonction de leur position respective sur ces axes et d'identifier les passages d'un régime à l'autre au cours du temps. Certains pays ont effectivement évolué à ce titre au fil du temps, vers des régimes *a priori* moins vulnérables. C'est notamment le cas du Pérou, du Chili et de la Bulgarie, qui ont tous connu des défauts sévères autour de 1990 et dont plus aucun défaut souverain n'est attendu au regard des données de 2013, quel que soit le modèle utilisé sur les quatre présentés.

En revanche, toujours dans le même cadre d'analyse, certains pays restent enclins à des défauts relativement sévères. Parmi les 44 pays inclus dans le modèle considéré le plus fiable (celui axé sur la dette extérieure en part des exportations), trois présentent un montant prévu de dette en défaut supérieur à 2 % du PIB. Sur la base des données de 2013, il s'agit de l'Argentine, du Venezuela (les deux pays les plus vulnérables) et de la Russie. Si l'on utilise les données de 2014, l'Ukraine ressort également comme pays particulièrement vulnérable. Si l'on retient le modèle axé sur l'épargne domestique, l'Uruguay, le Vietnam et la Roumanie présentent également un niveau anticipé de défaut légèrement supérieur à 2 % du PIB (avec les données 2013). Fait intéressant ici, ces pays ne sont pas nécessairement dans le régime *a priori* le plus vulnérable s'agissant de l'axe mis en avant (i.e. caractérisés par un ratio dette extérieure/exportations particulièrement élevé ou une épargne domestique très faible) ; néanmoins, ils présentent des caractéristiques dégradées sur les variables économiques auxquelles ils semblent être les plus sensibles (en fonction du régime de vulnérabilité spécifique auquel ils appartiennent).

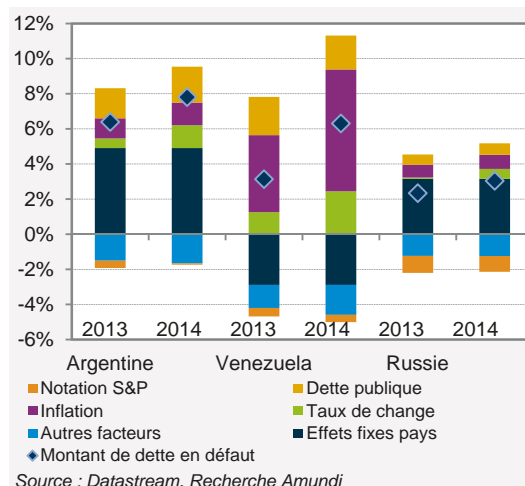
S'agissant des caractéristiques des trois pays les plus vulnérables au regard du modèle basé sur la dette extérieure (en part des exportations), voici ce que l'on peut dire sur la base des données de 2013 (cf. la décomposition du montant anticipé de dette en défaut, graphique 4) :

### 3 Rating S & P (dette de LT en devises) — 2013



“ L'Argentine, le Venezuela et la Russie ressortent comme étant les plus vulnérables en 2013 ”

### 4 Montant prévu de dette en défaut (% du PIB)



<sup>5</sup> Pour l'Argentine, cette conclusion se vérifie également pour les trois autres modèles.

<sup>6</sup> Effets fixes pays, qui ne sont pas déjà pris en compte dans les autres variables utilisées.



dépréciation plus marquée de la devise et, dans une moindre mesure, d'une augmentation de la dette publique.

- Le Venezuela se trouve apparemment dans la même situation. Malgré un ratio de dette extérieure qui peut paraître soutenable (proche de 130 % des exportations), le pays serait susceptible de faire face à un défaut significatif selon le modèle (à hauteur de 3 % du PIB). Bien que le Venezuela présente des caractéristiques individuelles robustes (qui pourraient être dues à la proximité des États-Unis et au débouché que cela crée pour le pétrole exporté par exemple), le pays souffre bien plus des pressions inflationnistes (+41 % en glissement annuel) que l'Argentine, du niveau élevé de sa dette publique (55 % du PIB) et de la dépréciation de sa devise (46 % par rapport au dollar américain sur l'année), en 2013. Si l'on regarde les données de 2014, la situation semble se détériorer encore davantage, essentiellement en raison d'une inflation plus élevée et de la dépréciation accrue de sa devise. Il s'agit ici de l'illustration de la situation extrême que connaît actuellement le Venezuela, dont la devise s'est récemment dépréciée de manière très importante, en raison notamment de l'effondrement des prix du pétrole (qui représente près de 90 % de ses exportations).
- Enfin, le modèle basé sur la dette extérieure nous conduit à souligner également la fragilité de la Russie. En effet, il s'agit du seul autre pays à afficher un montant anticipé de dette en défaut supérieur à 2 % du PIB en 2013. En détail, la Russie souffre également de son propre « effet pays », le deuxième plus élevé de tous les pays de l'échantillon après l'Argentine. Cela pourrait être dû par exemple à la faible diversification de son économie et à sa dépendance importante aux ressources naturelles pour assurer le service de sa dette. L'inflation et la dette publique (respectivement 7 % en glissement annuel et 14 % du PIB en 2013) sont également à l'origine d'un montant de la dette en défaut plus élevé selon le modèle. En revanche, la note accordée par S & P à la Russie, qui était relativement élevée en 2013 (BBB) et contient des informations sur les anticipations des marchés, a un impact favorable, réduisant ainsi le montant anticipé de dette en défaut.

Même si aucun des trois pays susmentionnés n'a connu de défaut en 2013, l'intérêt du modèle présenté ici réside dans le fait qu'il permette d'identifier (via une description des facteurs explicatifs de la dette souveraine en défaut), les situations économiques dégradées susceptibles de donner lieu à un défaut souverain, même si ce dernier ne se produit pas immédiatement. Le modèle présenté permet ainsi de mettre en avant l'exposition accrue au risque souverain de l'Argentine, du Venezuela et, dans une moindre mesure, de la Russie<sup>7</sup> sur 2013 (renforcé par les données de 2014). Il pourrait ainsi constituer un outil utile pour assurer un suivi systématique du risque souverain des pays émergents.



En 2014, l'Ukraine est également identifiée comme particulièrement fragile



<sup>7</sup> Sur la base des données de 2014, l'Ukraine apparaît aussi comme vulnérable en termes de défaut souverain potentiel



## > Modélisation : régression de panel à transition progressive

Le modèle utilisé est une régression de panel à transition progressive<sup>1</sup> développée par Gonzalez, Teräsvirta et v. Dijk (2005)<sup>2</sup>. La variable dépendante  $y_t$  correspond au montant de dette souveraine en défaut (en pourcentage du PIB) et le cadre d'analyse est le suivant :

$$y_t = \mu_i + \beta_0' x_{it} + \sum_{j=1}^r \beta_j' x_{it} g_j(q_{it}, \gamma_j, c_j) + u_{it}$$

$\mu_i$  correspondant aux effets fixes pays,  $r$  au nombre de fonctions de transition  $g_j$  d'un régime à l'autre,  $x_{it}$  au vecteur des variables explicatives (variable indicatrice d'un défaut récent ; variation annuelle du taux de change, inflation en glissement annuel, ratio de dette publique, dette extérieure sur exportations et notations S&P) et  $u_{it}$  au terme d'erreur. La fonction de transition  $g_j$  dépend de la variable de seuil  $q_{it}$ . Les quatre modèles ressortant comme pertinents prennent respectivement pour variable de seuil la dette extérieure en pourcentage du total des exportations, le ratio d'épargne domestique, les paiements d'intérêts par rapport aux recettes publiques et les réserves de change en proportion de la dette extérieure à court terme. Il s'agit d'une fonction continue, bornée entre 0 et 1 et liée aux paramètres comme suit :

$$g_j(q_{it}, \gamma_j, c_j) = \frac{1}{1 + \exp[-\gamma_j (q_{it} - c_j)]}$$

$c_j$  étant les seuils délimitant les différents régimes et  $\gamma_j$  le paramètre caractérisant la progressivité de la transition (très progressive si  $\gamma_j \rightarrow 0$  et abrupte si  $\gamma_j \rightarrow +\infty$ ). Dans ce cas particulier, cela s'apparente à une fonction logistique, qui tend vers 0 si  $q_{it}$  tend vers 0 et vers 1 si  $q_{it}$  est très élevé. Cette fonction de transition permet aux coefficients  $\beta$  liés aux variables explicatives de différer, en fonction de la valeur de la variable de seuil  $q_{it}$ . Si la transition est plutôt soudaine, le coefficient caractérisant les observations du premier régime (pour lequel  $q_{it}$  est inférieur au seuil  $c_j$ ) est  $\beta_0$ , alors que les observations du second régime (pour lequel  $q_{it}$  est supérieur à  $c_j$ ) sont caractérisées par  $\beta_0 + \beta_j$ . Voici par exemple les résultats du modèle prenant le rapport entre la dette extérieure et les exportations comme variable de seuil :

Variable dépendante : montant de dette en défaut (% du PIB)

Variable de seuil  $q$  : dette extérieure (% des exportations)

	Régime 1	Régime 2	Régime 3
<b>Seuils <math>c</math></b>	$q < 258$	$258 < q < 385$	$385 < q$
<b>Part de l'échantillon</b>	91%	6%	3%
	$\beta_0$	$\beta_0 + \beta_1$	$\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$
<b>Défaut récent</b>	-0,695*	-7,186**	13,106***
<b>Taux de change</b>	0,027	-0,315**	0,052**
<b>Inflation</b>	0,108**	0,369*	0,465***
<b>Dette publique</b>	0,042***	0,267***	0,276***
<b>Dette ext./Exp.</b>	-0,005	-0,006	0,010
<b>Notation S&amp;P</b>	-0,069	-0,655*	-2,583***

Note : La majorité des observations, pour lesquelles la dette extérieure est inférieure à 258 % des exportations, se caractérise globalement par la pente  $\beta_0$ . Les observations pour lesquelles la dette extérieure s'établit entre 258 % et 385% des exportations se caractérisent globalement par la pente  $\beta_0 + \beta_1$ . Les observations extrêmes, pour lesquelles la dette extérieure est supérieure à 385 % des exportations, se caractérisent globalement par la pente  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ . En fait, chaque observation est caractérisée par une pente spécifique, qui varie plus ou moins progressivement entre les pentes caractérisant les régimes extrêmes. L'interprétation de ces résultats est présentée plus en détails dans le corps du texte.

<sup>1</sup> "Panel Smooth Transition Regression".

<sup>2</sup> Cf. A. Gonzalez, T. Teräsvirta & D.v. Dijk. Panel Smooth Transition Regression Models. *Quantitative Finance Research Centre*, article de recherche 165, août 2005.

## 8 Taux d'intérêt faibles et Solvency 2 : cocktail toxique pour les assureurs

ESTHER DIJKMAN DULKES, *Analyse Actions - Paris*

Après trois années de surperformance (2012-2014), le secteur de l'assurance sous-performe légèrement le marché depuis le début de l'année (+11 % vs. +14 %). La performance du secteur depuis le début de l'année a été en partie soutenue par des publications de résultats annuels meilleures que prévu sur le front du retour de capital (dividendes ordinaires et extraordinaires, rachats d'actions). De fait, tous les assureurs que nous suivons ont atteint ou dépassé les anticipations en matière de dividende/retour du capital, à l'exception d'Allianz (qui avait déjà fait une annonce positive à ce sujet en novembre 2014), et de CNP Assurances. Maintenant que la saison des résultats 2014 est passée et que les dividendes ont été versés, le marché commence désormais à s'intéresser à l'impact potentiellement négatif de la faiblesse des taux d'intérêt.

### Les fondamentaux des assureurs sont affectés par la faiblesse des taux d'intérêt

La faiblesse des taux d'intérêt affecte le secteur de deux manières :

- En entraînant un **ralentissement de la croissance des bénéfices**. L'impact exact sur les comptes de résultats est difficile à estimer, mais AXA l'a chiffré à -4 % par an (avec un effet cumulé si les taux d'intérêt ne remontent pas).
- En **pesant sur les ratios de solvabilité économique**. Ces derniers ont en effet chuté jusqu'à 35 pb en 2014. Ce repli s'explique à la fois par la faiblesse et par la volatilité des taux d'intérêt, chacun de ces facteurs provoquant 1/ un accroissement des exigences de fonds propres et 2/un déclin du capital disponible (via la réduction de la valeur actualisée des profits futurs). Les pressions sur les ratios de solvabilité économique sont plus importantes pour les compagnies offrant des assurances vie traditionnelles avec garanties (CNP Assurances), en particulier des polices d'assurance-vie traditionnelles allemandes de longue durée (Generali, Allianz et Munich Re), et pour les compagnies possédant des passifs à long terme via des contrats à rentes (L & G, Prudential).

### D'où un besoin urgent d'améliorer le mix produits en assurance-vie

Maintenant que les rendements des Bunds allemands sont inférieurs à 20 pb (!) et que Solvency 2 sera en place à partir de janvier 2016, il est urgent que les assureurs équilibrent leur mix produits en allégeant les activités de spread à forte intensité capitalistique au profit d'activités de commission (contrats en unités de compte, gestion d'actifs) ou d'assurances prévoyance et santé. À cet égard, AXA peut être considéré comme un pionnier, alors qu'Allianz et Generali, par exemple, mettent plus de temps à s'adapter.

### Les ratios de solvabilité économiques restent confortables

Malgré leur diminution en 2014, les ratios de solvabilité économique sont encore solides, largement supérieurs à 150 %.

Toutefois ces ratios publiés ne seront pas forcément identiques sous Solvency 2 car ils demeurent sujets à de nombreuses incertitudes, notamment :

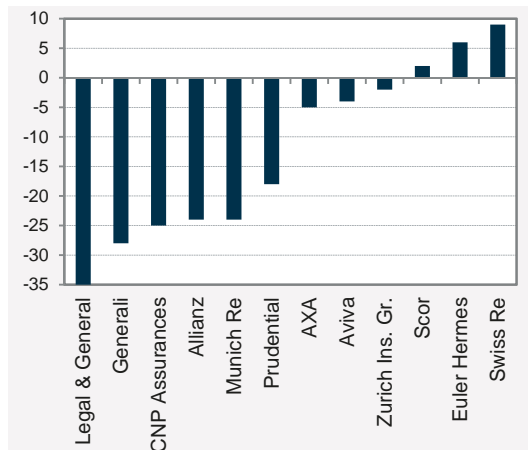
- le taux d'actualisation (volatility adjustment, matching adjustment),
- le traitement de l'équivalence (son approbation et la définition des règles de conversion),
- les bénéfices de diversification (les Modèles internes des sociétés ne semblent pas être homogènes en ce qui concerne l'application du bénéfice de diversification),
- la prise en compte du risque souverain, et
- la marge de liberté chez les sociétés en termes d'« ingénierie financière » pour « gérer » le ratio de Solvency 2.

## L'essentiel

**En raison de la baisse des taux d'intérêt, les ratios de solvabilité économique ont chuté jusqu'à 35 pb en 2014. Ils restent néanmoins à un niveau confortable dans la plupart des cas.**

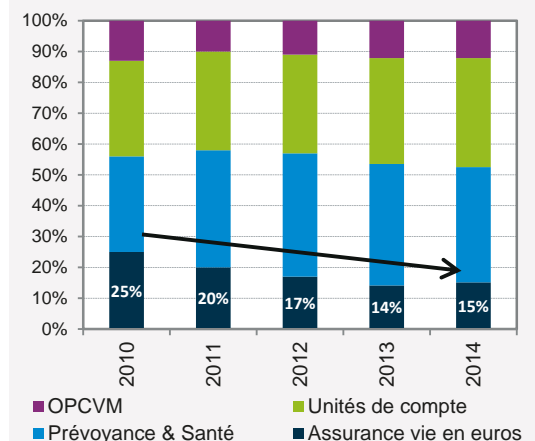
Ainsi, la pérennité des dividendes ne nous paraît pas menacée puisqu'ils proviennent de toute façon de la génération de *free cash flow*. Néanmoins, notre niveau de confort en matière de viabilité des dividendes a diminué et la marge de manœuvre des assureurs en matière de retour du capital aux actionnaires a dans certains cas été réduite.

### 1 Variation organique du ratio de solvabilité économique entre 2013 et 2014 (en pp)



Source : Sociétés, Recherche Amundi

### 2 Evolution des primes (APE) de nouveaux contrats d'assurance vie d'AXA depuis 2010



Source : AXA, Recherche Amundi

Nous devrions avoir plus de visibilité sur les véritables positions en capital sous Solvency 2 d'ici la fin de l'année. À ce stade, les ratios de solvabilité économiques publiés constituent le meilleur indicateur des positions en capital des assureurs sous Solvency 2. Globalement, nous pensons que les ratios Solvency 2 ne devraient pas trop s'éloigner des chiffres publiés actuellement.

Il semble que le niveau minimum acceptable va se stabiliser aux alentours de 140 % pour la Formule standard et de 160 % pour le Modèle interne. Les ratios de solvabilité publiés (très souvent largement supérieurs à 150 %) confirment donc la solidité des bilans des compagnies d'assurances.

### La viabilité des dividendes n'est pas menacée

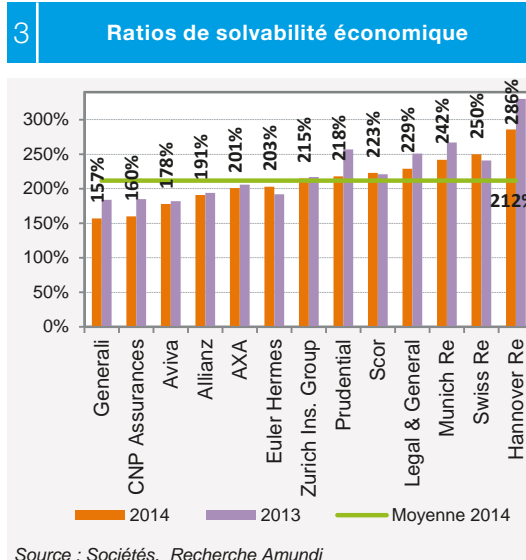
En conclusion, la viabilité de la croissance des dividendes ne nous paraît pas menacée dans la plupart des cas (dividendes qui sont payés de toute façon par la génération de *free cash flow*). Toutefois, notre niveau de confort par rapport à ces prévisions a diminué ces derniers mois, en raison de la publication de ratios de solvabilité économique plus faibles. D'ailleurs, il nous semble que dans certains cas, cet affaiblissement réduit la marge de manœuvre des assureurs en matière de retour des capitaux excédentaires aux actionnaires (Allianz notamment).

### Quels assureurs pourraient surperformer dans cet environnement ?

Les assureurs qui se comporteront le mieux dans l'environnement actuel sont ceux qui affichent :

- une position en capital solide ;
- une génération de cash flow qui est forte et soutenable ;
- peu d'exposition aux garanties à long terme.

Les investisseurs vont probablement s'écarter des pure players de l'assurance-vie, dont les estimations de bénéfices sont affectées par la baisse des taux d'intérêt. Ils devraient alors se tourner vers les assureurs non-vie et aux activités diversifiées, qui sont moins exposés au risque de taux d'intérêt et bénéficient d'importants bénéfices de diversification sous Solvency 2 (pour les assureurs diversifiés) ou d'une réévaluation des bénéfices techniques (pour les assureurs non-vie), le marché semblant vouloir accorder un multiple plus élevé pour des bénéfices techniques récurrents.



Un besoin urgent d'améliorer le mix produits en assurance-vie







## 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 — Stratégie et Recherche Économique – Paris

### Discussion Papers Series

- **Les cycles longs et les marchés d'actifs**  
ÉRIC MIJOT — Stratégie et Recherche Économique – Paris
- **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 – Paris
- **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