

Juin 2015



Allocation d'actifs

Zone euro

Immobilier résidentiel

BCE

États-Unis

**Économies
émergentes**

Dette émergente

Marché actions chinois

Crédit

Aéronautique civile

Sommaire

Repères

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

Page 4



La répression financière est une punition pour l'épargnant... mais une aubaine pour l'investisseur de long terme

Avec le retour des tensions sur les marchés obligataires et de la volatilité, les investisseurs s'interrogent de nouveau sur la possibilité d'un krach obligataire. Cependant la menace de « stagnation séculaire » - qui concerne en premier lieu la zone euro - obligera la BCE à intervenir si les taux d'intérêt remontent au point de remettre en question la reprise en cours. Il s'agit d'une politique de répression financière qui ne dit pas son nom. Cette politique, qui revient à taxer les épargnants, engendre un effet d'aubaine pour les investisseurs de long terme qui sauront rééquilibrer leurs portefeuilles vers des actifs risqués, au premier rang desquels on trouve les actions.

Facteurs de risque

Page 8

Contexte macroéconomique

Page 9

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 10

Zone euro

1 La zone euro tourne progressivement la page des bulles immobilières

Page 11

L'immobilier résidentiel a joué un rôle clef dans les crises des dernières années en zone euro, quoique de façon très variable suivant les pays. À présent, si la situation n'est pas encore partout pleinement assainie, les perspectives de ce secteur s'améliorent et devraient lui permettre d'apporter une contribution positive (ou moins négative) à la croissance économique, toujours avec de fortes différences de contextes entre États membres.

2 Qu'indiquerait une règle de Taylor pour la politique de la BCE ?

Page 17

Avec l'amélioration relative des perspectives économiques en zone euro, certains commentateurs ont évoqué un possible arrêt prématuré du QE de la BCE alors même que celui-ci ne fait que commencer. Ces interrogations semblent n'avoir aucun fondement sérieux. Les simulations que nous avons faites en ayant recours à une règle de Taylor classique montre que la BCE gardera une politique très accommodante pendant encore très longtemps.

États-Unis

3 La reprise perdue des États-Unis (2013-14) : une demande insuffisante pour trop de capital

Page 19

La question de l'année en 2015 reste le calendrier de relèvement des taux de la Réserve fédérale (2015 ou plus tard), ce qui revient à prévoir une véritable reprise économique (c'est-à-dire créatrice d'emplois) pour la première fois depuis la Grande récession. Si l'économie américaine semble a priori s'être normalisée, les obstacles structurels à une hausse durable des salaires réels continuent de saper tout espoir d'un vrai « retour à la normale ».

Marchés émergents



4 Dette émergente : faut-il craindre un autre « *tantrum* » ?

Page 21

La volatilité d'instruments tels que le Bund ou les obligations du Trésor américain est toujours problématique surtout si elle est la prémisse à une augmentation de leur corrélation vis-à-vis des actifs de crédit comme la dette des économies émergentes.

> **FOCUS** > Méthodologie du scoring fondamental des pays émergents

5 Chine : la prochaine correction boursière est préoccupante

Page 25

Nul n'ignore que la dynamique actuelle des marchés d'actions en Chine est insoutenable. Nul, sauf, on serait tenté de le croire, les ménages chinois. La situation actuelle s'apparente à celle de 2007 à la veille de la correction des marchés actions, avec, toutefois, une économie chinoise aux prises avec de plus importants déséquilibres

Crédit

6 Dynamique d'offre d'obligations d'entreprises et de dette souveraine en euro dans le contexte du QE

Page 28

Indirectement, le QE de la BCE a contribué à un volume d'offre record sur les obligations d'entreprises IG, en réponse à la forte demande de rendement : par conséquent, en avril 2015, les volumes nets d'émissions de dette corporate non financière atteignaient déjà les niveaux qu'ils avaient représentés pour l'ensemble de 2014. Ce sont les entreprises notées BBB qui ont le plus bénéficié de la quête de rendement des investisseurs.

7 Une bonne résistance du crédit malgré la hausse des taux

Page 31

Les marchés du crédit euro ont été marqués par une remontée non anticipée des taux allemands fin avril. Comment ont-ils réagi ?

Éclairage sectoriel

8 Aéronautique civile : risques de turbulences durant la phase de décollage

Page 33

Dans un contexte de marché toujours porteur, les acteurs de l'aéronautique civile auront à faire face à deux principaux défis industriels : la remotorisation des avions moyen-courriers et la montée en cadence de production de ces mêmes avions à des niveaux encore jamais atteints dans le passé.



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

La répression financière est une punition pour l'épargnant... mais une aubaine pour l'investisseur de long terme

DIDIER BOROWSKI, *Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*
ÉRIC MIJOT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Les tensions sur les marchés obligataires reviennent sur le devant de la scène. Après un premier « avertissement » il y a quelques semaines, les taux d'intérêt des pays du cœur de la zone euro reprennent de la hauteur entraînant dans leur sillage les taux d'intérêt des pays périphériques. Depuis son point bas du 20 avril (0,07 %), le taux 10 ans du Bund a ainsi regagné 90pb !

L'origine de ce mouvement est plurielle : remontée des prix du baril, rebond des anticipations d'inflation, amélioration de la conjoncture en zone euro. À cela s'ajoute le fait que la liquidité n'est plus assurée comme par le passé par les banques d'investissement. Dans un tel environnement, le débouclage de « paris monodirectionnels » - tous les opérateurs s'étaient simultanément positionnés à l'achat sur les obligations de la zone euro avec l'annonce du QE de la BCE – peut provoquer une correction marquée du type de celle observée au cours des dernières semaines.

Le regain de volatilité qui accompagne cette correction n'est pas pour déplaire à la BCE, pour qui la remontée des taux d'intérêt redonne de la liquidité au marché obligataire. Les évolutions sur les autres marchés (marchés du crédit et marchés d'actions) sont en grande partie induites par la correction des marchés obligataires, que l'on observe aussi aux États-Unis mais dans une moindre mesure.

Avant de revenir sur les conséquences pour notre allocation d'actifs des évolutions de marché récentes, il est utile de faire un détour par la menace de « stagnation séculaire », sans laquelle on ne peut pas réellement comprendre la politique économique actuelle. C'était l'un des thèmes abordés lors de notre Forum international qui s'est tenu à Paris les 4-5 juin derniers, réunissant des invités aussi prestigieux que Larry Summers (ancien secrétaire au Trésor américain), Jean Tirole (Prix Nobel d'Économie 2014), Robert Shiller (Prix Nobel d'Économie 2013), Otmar Issing (ancien chef Économiste de la BCE) et Lord Stern (ancien conseiller auprès du gouvernement du Royaume-Uni).

Stagnation séculaire ? La zone euro est la région la plus menacée

Dans sa version la plus élémentaire, on désigne par stagnation séculaire la période d'incapacité dans laquelle se trouvent les économies, dans certaines conditions, de retrouver « spontanément » (ou avec les politiques mises en place) leur niveau potentiel d'activité. Il n'existe pas de consensus sur la réalité de cette menace, ni sur les réformes et mesures à prendre pour retrouver une croissance soutenable.

En revanche, ce qui fait l'objet d'un quasi-consensus, c'est que les grandes économies avancées font toutes face à des défis de même nature : démographie défavorable (vieillesse de la population), inégalités croissantes dans le partage des richesses, accroissement des stocks de dettes, affaiblissement des gains de productivité (épuisement progressif des effets liés aux progrès technologiques passés). Sans compter les défis liés au changement climatique dont les conséquences économiques pourraient s'avérer désastreuses.

Parmi les grandes économies avancées, celles de la zone euro sont clairement celles qui sont aujourd'hui les plus menacées par une longue période de stagnation : on estime en effet que la croissance potentielle a beaucoup ralenti

L'essentiel

Avec le retour des tensions sur les marchés obligataires et de la volatilité, les investisseurs s'interrogent de nouveau sur la possibilité d'un krach obligataire.

Dans la plupart des pays avancés, la combinaison d'une dette accrue et d'un potentiel de croissance amoindri change la donne pour les politiques économiques et pour les marchés. Il faut, d'une part, prendre des mesures qui contribuent à augmenter le potentiel de croissance, ce qui exige des réformes structurelles et de l'investissement afin de stimuler l'innovation et la productivité. D'autre part, il faut impérativement contenir le coût de la dette pour éviter que les agents endettés (ménages, entreprises et États) ne soient étranglés par les charges d'intérêt.

La menace de « stagnation séculaire » concerne en premier lieu la zone euro. Cette menace obligera la BCE à intervenir si les taux d'intérêt remontent au point de remettre en question la reprise en cours. Il s'agit d'une politique de répression financière qui ne dit pas son nom. Cette politique, qui revient à taxer les épargnants, engendre un effet d'aubaine pour les investisseurs de long terme qui sauront rééquilibrer leurs portefeuilles vers des actifs risqués, au premier rang desquels on trouve les actions.

En dépit de la volatilité, l'environnement de croissance molle et de taux bas reste propice à la recherche de rendement et à une prise de risque modérée : (1) nous préférons les actions aux obligations, surtout dans la zone euro et au Japon. Nous sommes plus neutres aux États-Unis ; (2) Sur le crédit, nous conservons des positions diversifiées, sans préférence géographique ; (3) Sur le souverain, en Europe, nous privilégions la dette périphérique à celle des pays du cœur. Nous maintenons des positions sur la dette émergente en dollar. Enfin (4), nous restons positionnés sur le dollar, notamment face à l'euro.

avec la crise (à peine supérieure à 1 %) et que cela ne sera pas suffisant pour résoudre le problème de l'endettement public et privé. L'endettement total au sein de la zone euro (ménages, entreprises non financières et États) a presque autant augmenté entre 2008 et 2014, qu'entre 2000 et 2008! (avec respectivement 178 % du PIB en 2000, 201 % en 2008 et 220 % en 2014).

La zone euro doit compléter ses institutions (union bancaire, union du marché des capitaux) mais aussi accélérer le rythme de ses réformes structurelles ; en adoptant si besoin des politiques visant à faire redémarrer l'investissement.

Dans un environnement caractérisé par un excès d'épargne mondiale et des taux d'intérêt historiquement faibles, il y a en effet quelque chose de profondément anormal à ce que les entreprises ne mettent pas en place des projets d'investissement productif.

Faut-il craindre la poursuite de la remontée des taux dans la zone euro ?

Compte tenu de l'environnement économique décrit, les taux d'intérêt ne peuvent pas remonter *durablement*. La reprise en zone euro est une reprise cyclique tirée par des facteurs dont l'effet sera temporaire : la baisse de l'euro, celle des taux d'intérêt et du prix du pétrole. La poursuite de la remontée des taux d'intérêt étoufferait vite la reprise en cours, dont l'investissement privé reste encore le grand absent.

Le risque à moyen terme n'est pas celui de la déflation des prix mais celui d'un processus de déflation de bilan, qui voit la chute du prix des actifs désolvabiliser les agents endettés et aggraver la crise. La combinaison d'une dette accrue et d'un potentiel de croissance amoindri change la donne. Il faut, d'une part, mener une politique qui contribue à augmenter le potentiel de croissance, ce qui exige des réformes structurelles et de l'investissement afin de stimuler l'innovation et la productivité. D'autre part, il faut impérativement contenir le coût de la dette pour éviter que les agents endettés (ménages, entreprises et États) ne soient étranglés par les charges d'intérêt.

C'est la raison pour laquelle le programme de la BCE - qui n'en est qu'à ses débuts (moins de 20 % des achats de titres programmés ont été réalisés) - pourrait être augmenté si besoin. Les objectifs de la BCE ne concernent pas seulement la stabilité des prix. Sa politique vise à maintenir des taux d'intérêt réels durablement très faibles pour assurer les conditions d'un « *deleveraging* ordonné ». Charge aux gouvernements de mettre en place les réformes nécessaires pour augmenter le potentiel de croissance (marché du travail, retraites, politique de la concurrence etc.).

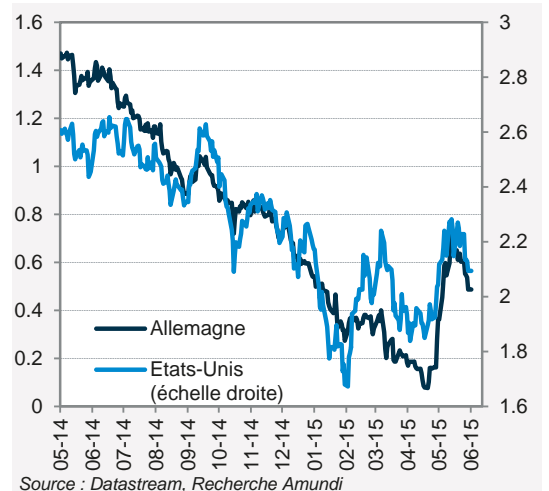
Dit autrement, la menace de stagnation, séculaire obligera la BCE à intervenir si les taux d'intérêt remontent au point de remettre en question la reprise en cours. Il s'agit d'une politique de répression financière qui ne dit pas son nom. Cette politique qui vient taxer les épargnants engendre un effet d'aubaine pour les investisseurs de long terme – ceux qui peuvent faire abstraction d'un regain de volatilité à court terme et qui ont su – ou qui sauront – rééquilibrer leurs portefeuilles vers des actifs risqués, au premier rang desquels on trouve les actions.

Quelles conséquences pour notre allocation d'actifs ?

Dans cet environnement de marché troublé par la remontée des taux d'intérêt et de la volatilité, la bonne nouvelle est à chercher du côté des spreads (crédit, périphériques européens, émergents) qui ne se sont pas trop élargis, des petites valeurs européennes qui ont surperformé les grandes capitalisations et des cycliques ont fait bonne figure face aux défensives au niveau global. Ces comportements nous confortent dans l'idée que cette consolidation ne serait que transitoire.

Le rôle clé joué par le change dans la performance des actifs exprime par ailleurs qu'on assiste davantage à une redistribution de la richesse mondiale (des États-Unis vers le reste du monde et des pays exportateurs de pétrole vers les pays consommateurs) plutôt qu'à une accélération de la

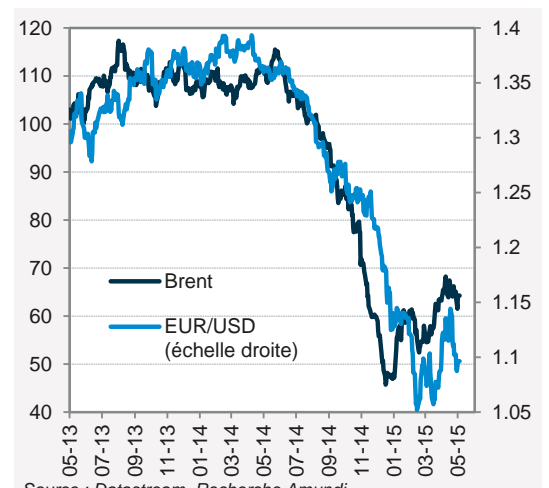
1 Rebond des taux obligataires



Source : Datastream, Recherche Amundi

“ La BCE ne restera pas inerte si les taux d'intérêt continuent de remonter ”

2 Retracement sur le Brent et l'euro/dollar



Source : Datastream, Recherche Amundi

croissance globale. Ce fort impact du change reflète aussi les différences de positionnement dans le cycle des différentes régions du monde, dont on se doit de tirer parti pour moduler nos portefeuilles.

Marché américain : une position assez équilibrée entre actions et taux

Alors que la taille du bilan de la Fed évolue maintenant sur un plateau, le marché des actions ne bat que timidement les obligations ; et ce, en dépit de la correction récente sur les Tbons et du fait que le S&P500 a établi de nouveaux plus hauts historiques. Les breakevens 10 ans se sont recalés sur les 2 % d'inflation ciblés par la Fed qui va de plus en plus focaliser l'attention. Typiquement, cette phase de maturité du cycle, qui a maintenant 6 ans, débouche soit sur une récession (ou un ralentissement marqué), soit sur une bulle (ou une surévaluation marquée des actifs).

Et la Fed se pose de plus en plus en arbitre de cette dualité. Si le trou d'air observé au 1^{er} trimestre plaide plutôt pour repousser le resserrement en 2016 (favorable aux actions), elle pourrait néanmoins agir avant pour « maintenir la stabilité financière à long terme », en espérant qu'elle ne provoque pas elle-même trop d'instabilité économique à court terme (favorable aux obligations). En effet, le niveau du taux neutre fait débat (voir article n° 2 du dernier cross asset : « États-Unis : le taux réel d'équilibre est plus bas qu'auparavant ! ») et il n'est pas impossible que la Fed le surestime.

Aussi semble-t-il opportun d'avoir pour l'instant une position assez équilibrée entre actions et taux sur les marchés américains, avec une préférence pour le crédit au sein de l'univers obligataire. Pour un porteur international, garder un positionnement en dollar US fait sens, plus pour servir d'assurance d'ailleurs, que pour espérer des gains importants. L'essentiel de sa hausse étant maintenant derrière nous. Nous tablons sur un euro dollar autour de 1,00 – 1,10 à horizon 12 mois.

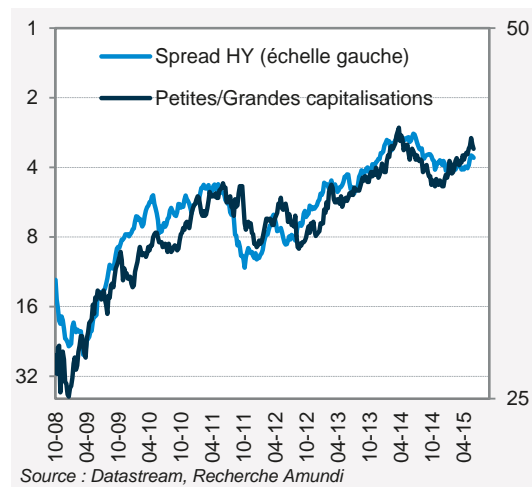
Allouer le risque plutôt sur les marchés européens et japonais

La zone euro est plus en retard dans le cycle. Elle profite maintenant à plein d'une BCE très volontariste qui ne laissera pas les facteurs (taux très bas et euro faible) qui ont permis un regain de confiance et de croissance au premier trimestre partir en fumée. Dans un certain sens, la réaction du marché obligataire exprime aussi une avancée dans le cycle d'investissement, un peu comme l'annonce du Tapering par Bernanke en mai 2013 avait servi de marqueur côté américain. Cette phase est portée par l'amélioration effective sur le plan économique et reste favorable aux actifs plus risqués.

Nous conservons donc notre préférence pour les souverains périphériques par rapport aux souverains des pays du cœur, ainsi que pour le crédit et les actions. Après la phase de *rerating* du marché d'actions qui l'a propulsé à la hausse en début d'année, la phase de hausse suivante reposera essentiellement sur une amélioration des profits qui commence enfin à se dessiner. Évidemment, la baisse de l'euro joue un rôle important sur la reprise des profits. On estime qu'un euro/dollar moyen à 1,05 sur l'année aurait un impact de 14 % sur les profits de l'eurostoxx 50 par exemple. S'il fluctue dans la fourchette de nos prévisions, les profits devraient continuer à surprendre positivement.

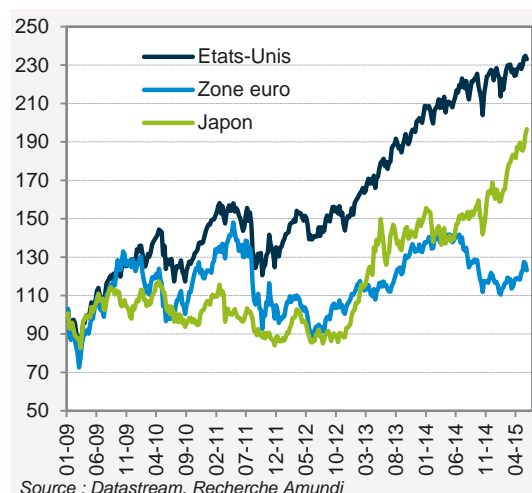
Quant aux actions japonaises, elles ont récemment dépassé leur plus haut du cycle précédent (2007). Elles surperforment aujourd'hui, même en devise commune (en dollar). Cette dynamique est due à l'action combinée de la banque centrale qui achète les obligations locales, permettant aux fonds de pension de se diversifier à l'international (ce qui fait baisser le yen et dope les profits des entreprises) et d'augmenter la part des actions dans leurs portefeuilles (ce qui soutient le marché). Cet élan est orchestré par un gouvernement déterminé qui œuvre en même temps à l'amélioration de la gouvernance des entreprises, les incite à viser une augmentation de leur rentabilité et un meilleur retour aux actionnaires. Nous conservons un biais favorable envers le marché japonais.

3 Zone euro : spread High Yield et Petites/Grandes capitalisations



“ Les marchés d'actions de la zone euro et du Japon conservent un bon potentiel ”

4 Indices actions/obligations



Actifs émergents : encore un peu tôt pour s'enthousiasmer

En dépit d'un effort de relance de l'économie par les autorités chinoises, la politique ne vise qu'à accompagner le ralentissement. À ce stade, le redémarrage de la masse monétaire n'apparaît pas suffisant pour influencer de manière significative une reprise des prix des matières premières industrielles ; ce qui handicape encore un pan entier du monde émergent.

Pour l'instant, on conserve des positions sur la dette émergente en dollar, mais on considère qu'il est encore tôt pour renforcer les actions émergentes.

Conclusion : nous tenons dans les grandes lignes nos pauses

En dépit du rebond brutal des taux obligataires au mois de mai/ juin, l'environnement global reste un environnement de croissance molle et de taux bas, propice à la recherche de rendement et à une prise de risque modérée :

- Nous préférons les actions aux obligations, surtout dans la zone euro et au Japon. Nous sommes plus neutres aux États-Unis
- Sur le crédit, nous conservons des positions diversifiées, sans préférence géographique
- Sur le souverain, en Europe, nous privilégions la dette périphérique à celle des pays du cœur. Nous maintenons des positions sur la dette émergente en dollar.

ALLOCATION D'ACTIFS PERSPECTIVES COURT TERME



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

TYPE DE PORTEFEUILLE

Portefeuilles d'actions

- Bêta du portefeuille légèrement supérieur à 1
- Préférer actions zone euro et Japon
- Neutre US
- Marchés émergents : choix pays clivant.
 Au sein des pays émergents :
 - surpondéré : Inde, Indonésie, Afrique du Sud, pays du Golfe, Russie, Thaïlande, Pérou et Mexique
 - neutre : Turquie Brésil, Chine
 - sous-pondéré : Malaisie, Grèce, Taïwan, Corée, Colombie et Chili
- Aucun biais devise à court terme

Portefeuilles obligataires

- Neutre duration avec un biais short
- Short duration sur cœur zone euro, mais long duration sur périphériques
- Préférence US par rapport au cœur de la zone euro
- Surpondération crédit
- Biais positif sur les obligations indexées sur l'inflation
- Dettes émergentes :
 - préférer la dette en devises dures (long USD)
 - ne préférer la dette locale que dans certains cas spécifiques
- Long USD et GBP, short JPY et EUR

Portefeuilles diversifiés

- Budget de risque stable
- Préférer les actions zone euro, puis Japon et USA
- Rester neutre sur les émergents
- Rester neutre en duration avec un biais short
- Rester long en spread de crédit. Se repositionner moins long sur la courbe
- Surpondérer les obligations périphériques euro par rapport au cœur (i.e. Allemagne)
- Maintenir les positions sur les obligations US (aplatissement de courbe)
- Positif sur dette émergente en devises dures
- Long USD vs EUR



Facteurs de risque

JUIN

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 remonter, ce qui ouvre la porte à une remontée des taux avant la fin de l'année, d'autant plus que les signes de rebond après le trou d'air du T1 se multiplient. La Fed continue de se préoccuper, 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. La Fed avancera à petits pas. La clarté de sa communication reste le principal défi. Le rythme dépendra au final (1) de la réaction des taux à long terme, (2) du dollar et (3) de la capacité de l'économie à supporter des conditions monétaires moins accommodantes.

RISQUE MODÉRÉ



ZONE EURO : ABANDON PRÉCOCE DU QE

La BCE s'est engagée à poursuivre son QE jusqu'en septembre 2016, même si la conjoncture s'améliore nettement. L'inflation ne menacera pas de repartir tant que les taux de chômage resteront élevés. Il faudra maintenir durablement des taux réels faibles pour faciliter le désendettement. 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. La BCE n'a donc d'autre choix que d'intervenir si besoin pour ancrer les anticipations de reprise.

RISQUE FAIBLE



ZONE EURO : UNE SURESTIMATION DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE (EFFETS QE)

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 changera pas la donne si elle s'arrête rapidement. D'un point de vue de marché, le risque est désormais d'être un peu 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 (GREXIT)

Les relations entre la Grèce et ses créanciers resteront probablement tendues jusqu'au tout dernier moment. 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) est élevé. Toutefois, le risque de sortie de l'UEM nous semble toujours faible : les sondages montrent que 70 % de la population veut conserver l'euro comme monnaie.

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. Il est beaucoup 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 la dette privée et les créances douteuses, de renouer avec des gains productivité plus solides. 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

Les anticipations de remontée des taux directeurs américains plus tard (fin 2015) semblent bien ancrées. En revanche, les fondamentaux de certains pays inquiètent : récession en Russie et 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 nominaux à long terme se sont nettement tendus au cours des dernières semaines, notamment dans la zone euro. Le mouvement correspond pour partie à une remontée des anticipations d'inflation (i.e. la hausse des taux réels est beaucoup moins marquée que celle des taux nominaux). D'un point de vue fondamental, il n'y a pas de raison de voir les taux réels remonter (croissance potentielle affaiblie, chômage élevé). 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 continuer de remonter... ainsi qu'aux États-Unis.

RISQUE FAIBLE



Contexte macroéconomique

JUIN		
AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
ÉTATS-UNIS	<p>Rebond graduel après la baisse de régime observée au T1.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Le PIB a reculé de -0.7 % (rythme annualisé) au T1, pénalisé par un repli de l'investissement dans le secteur de l'énergie et, surtout, par un mauvais comportement du commerce extérieur. Les chiffres déjà disponibles portant sur le début du T2 montrent une amélioration, mais sans forte accélération. > Les ménages, qui ont réduit considérablement leur endettement au cours des dernières années, vont continuer de bénéficier de l'amélioration du marché de l'emploi et de la baisse du prix du carburant. Les salaires donnent quelques signes d'accélération. La consommation et l'immobilier devraient en profiter. > La reprise va se poursuivre en 2015, mais sa vigueur restera limitée par la faiblesse persistante de l'investissement et l'effet de la hausse du dollar > La Fed ne normalisera sa politique que lentement une première hausse de taux interviendra probablement cette année, mais le cycle de resserrement sera très graduel. 	<ul style="list-style-type: none"> > Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire ») > Contagion des difficultés économiques et/ou financières du monde émergent > Hausse excessive du dollar
BRÉSIL	<ul style="list-style-type: none"> > Comme prévu par les marchés, la BCB a augmenté son taux Selic de 50 pb à 13,75 %. Il s'agit là de la cinquième hausse consécutive de 50 pb depuis fin octobre. Le communiqué est resté inchangé depuis celui d'avril de sorte que la BCB se laisse toute liberté d'agir ou pas d'ici le prochain comité fin juillet. En poursuivant son resserrement, la BCB tente d'asseoir sa crédibilité. Toutefois, dans la mesure où elle ne cesse de communiquer sur sa volonté de faire converger l'inflation vers sa cible (6 %) d'ici la fin de 2016, si les prochaines prévisions venaient à diverger de cette cible, elle serait contrainte de relever à nouveau ses taux en juillet. 	<ul style="list-style-type: none"> > Une politique monétaire trop restrictive accompagnée d'une consolidation budgétaire trop forte pénaliserait la croissance
EUROPE		
ZONE EURO	<p>Poursuite de la reprise, soutenue par l'évolution du policy mix monétaire et budgétaire.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Le PIB a progressé de +0,4 % au T1. La dynamique allemande a déçu, mais l'Espagne, l'Italie et la France ont surpris à la hausse. La consommation, en particulier, a bien réagi à la baisse du prix du pétrole tandis que le crédit bancaire donne des signaux encourageants. > Une légère baisse de <i>momentum</i> est probable au T2, notamment en raison du rebond du pétrole et des taux d'intérêt. Mais 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 baisse de l'euro. > 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. > Un risque politique modéré subsiste (Grèce, voire Espagne en fin d'année, en plus des tensions géopolitiques toujours présentes en Ukraine). 	<ul style="list-style-type: none"> > Contagion des difficultés économiques et/ou financières du monde émergent > Intensification des pressions déflationnistes > Risque politique (montée des partis anti-institutions lors des élections prévues en 2015)
ROYAUME-UNI	<p>Poursuite de la reprise malgré la déception du T1 (croissance du PIB de +0,3 % seulement).</p> <ul style="list-style-type: none"> > La reprise en cours devrait se poursuivre en 2015. L'amélioration de la situation économique de la zone euro sera bénéfique pour les exportations britanniques. > Suite à la victoire des Conservateurs lors des élections de mai, le référendum sur le Brexit aura probablement lieu. Néanmoins sa perspective est encore trop lointaine pour perturber la reprise. > Le marché de l'emploi s'améliore et les salaires réels progressent enfin. La baisse de l'inflation réduit l'urgence d'une hausse des taux directeurs. 	<ul style="list-style-type: none"> > Formation d'une nouvelle bulle immobilière > Référendum prévu en 2016 (ou 2017) sur la sortie de l'UE
ASIE		
CHINE	<ul style="list-style-type: none"> > En Chine, les divers indicateurs d'activité témoignent d'une stabilisation de l'économie. Toutefois, les sources de stress demeurent élevées. L'endettement des <i>corporate</i> et des collectivités locales sans parler d'une probable bulle sur les actions sont des questions qui n'ont pas encore trouvé de réponse. > Pour éviter un ralentissement trop marqué, les autorités continuent les mesures de soutien à l'économie nouvelle baisse des taux d'emprunts et de dépôts à un an, à 5,1 % et 2,25 % respectivement. La PBoC a par ailleurs augmenté le plafond des taux de dépôts, ce qui rend cette baisse de taux asymétrique 	<ul style="list-style-type: none"> > Détérioration plus rapide qu'anticipé de la qualité de crédit > Baisse de la demande externe > Hausse des pressions déflationnistes
INDE	<ul style="list-style-type: none"> > Alors que l'inflation a fortement diminué, se situant aux environs de 5 %, et est déjà en dessous de la cible fixée pour la fin 2016 (6 %), la RBI avec une baisse de 25 pb se montre très prudente. Elle a d'ailleurs relevé ses prévisions d'inflation pour 2016 et explique ainsi, en l'absence de nouveaux chiffres, sa réticence à poursuivre ce cycle d'assouplissement monétaire. 	<ul style="list-style-type: none"> > Remontée des prix des matières premières > Une perte de crédibilité du policy mix
JAPON	<p>Poursuite de la reprise, mais pas de forte accélération en vue</p> <ul style="list-style-type: none"> > Après un T4 déjà positif, la croissance économique a accéléré au T1 (PIB en hausse de +1 %) en raison, notamment, d'une progression de l'investissement des entreprises. > Quelques signes d'amélioration apparaissent en ce qui concerne les salaires. 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. > 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. 	<ul style="list-style-type: none"> > Exposition au ralentissement chinois > Reflux de l'inflation avec la baisse du prix du pétrole



Prévisions macroéconomiques et financières

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- **États-Unis**: le cycle d'expansion est inachevé. Après le fort rebond des T2 et T3, l'activité a décéléré au T4 et a reculé au T1. L'environnement reste favorable à une poursuite de la hausse de la consommation 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 et au T1. 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**: avec un taux de chômage en hausse et un pouvoir d'achat limité, la consommation des ménages devrait être affaiblie et ne favorisera pas une reprise de l'investissement qui fait en outre face à des conditions de financement très difficiles.
- **Russie**: les résultats au 1^{er} trimestre sont meilleurs qu'attendu, ce qui a conduit le consensus à revoir ses prévisions de croissance 2015 de -4 % à -3 %. Il existe certes des facteurs haussiers comme une remontée des prix du pétrole ou une stabilisation du rouble, mais ces deux marchés demeurent très volatils. De plus, la demande domestique ne devrait pas venir soutenir l'activité car elle demeure très contrainte. En outre, la poursuite du stimulus budgétaire ne paraît pas réaliste eu égard à la détérioration des finances publiques.

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

Source: Recherche Amundi

PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- **Fed**: la 1^{re} hausse de taux directeurs devrait se produire au T4 2015. Quoiqu'il en soit, le cycle de resserrement monétaire sera lent et son amplitude limitée.
- **BCE**: la banque centrale achètera pour 60 Mds € d'actifs par mois jusqu'à septembre 2016, voire plus longtemps si les perspectives d'inflation ne s'améliorent pas. Elle gardera des taux zéro pendant plusieurs années.
- **BoJ**: la politique d'assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE) continuera pendant une période prolongée.
- **BoE**: la 1^{re} hausse de taux directeurs arrivera après celle de la Fed.

	10/06/2015	Amundi + 6m.	Consensus T4 2015	Amundi + 12m.	Consensus T2 2016
États-Unis	0,25	0,50	0,70	1,00	1,25
Zone euro	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,60	0,75	0,95

PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- **États-Unis**: la hausse des taux longs américains sera très lente et très faible. Les taux courts monteront dans les mois à venir.
- **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					
	10/06/2015	Amundi + 6m.	Consensus T4 2015	Amundi + 12m.	Consensus T2 2016
États-Unis	0,73	1,00/1,20	1,20	1,40/1,60	1,72
Allemagne	-0,16	-0,20/0,00	-0,01	-0,20/0,00	0,14
Japon	0,01	0,00/0,20	0,04	0,00/0,20	0,09
Royaume-Uni	0,57	0,60/0,80	1,02	1,00/1,20	1,63

Taux 10 ans					
	10/06/2015	Amundi + 6m.	Consensus T4 2015	Amundi + 12m.	Consensus T2 2016
États-Unis	2,46	2,40/2,60	2,46	2,40/2,60	2,79
Allemagne	0,97	0,60/0,80	0,66	0,60/0,80	0,88
Japon	0,51	0,40/0,60	0,48	0,40/0,60	0,62
Royaume-Uni	2,13	2,00/2,20	2,15	2,20/2,40	2,40

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).
- **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.

	10/06/2015	Amundi + 6m.	Consensus T4 2015	Amundi + 12m.	Consensus T2 2016
EUR/USD	1,13	1,05	1,05	1,05	1,04
USD/JPY	123	125	125	130	128
GBP/USD	1,55	1,50	1,50	1,50	1,48
USD/CHF	0,93	0,95	1,00	0,95	1,03
USD/NOK	7,72	7,81	7,95	7,71	8,23
USD/SEK	8,25	8,86	8,80	8,86	8,95
USD/CAD	1,23	1,25	1,27	1,30	1,26
AUD/USD	0,78	0,75	0,74	0,75	0,72
NZD/USD	0,72	0,70	0,70	0,70	0,70

1 La zone euro tourne progressivement la page des bulles immobilières

TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

L'immobilier résidentiel a joué un rôle essentiel dans les crises des dernières années dans plusieurs pays de la zone euro, d'abord en alimentant des dynamiques de croissance insoutenables puis en déclenchant ou aggravant les récessions qui ont suivi. Ce rôle s'est toutefois exercé avec une intensité et via des canaux très variables d'un État membre à l'autre. À présent, après plusieurs années de consolidation, l'immobilier tourne graduellement la page de la crise et voit ses perspectives s'améliorer, là aussi, à des degrés divers selon les pays. De plus, tirant les enseignements de la crise, la zone euro renforce progressivement ses mesures visant à prévenir de nouveaux chocs systémiques en provenance de ce secteur.

Des cycles de prix immobiliers très marqués au cours des dernières années (sauf en Allemagne), mais des conséquences économiques très différentes d'un pays à l'autre

Dans le tableau ci-dessous figurent quelques chiffres clefs concernant les mouvements des prix des logements et la variation de leurs valorisations (par rapport aux revenus et aux loyers) pendant les années ayant précédé la crise, puis depuis (chiffres portant sur les 5 plus grandes économies de la zone euro, auxquelles a été ajoutée l'Irlande, compte tenu du rôle prépondérant joué par l'immobilier dans les difficultés qu'a connues ce pays).

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Pays-Bas	Irlande
Variation des prix nominaux						
T1 1997 - T4 2014	27,1 %	145,8 %	71,9 %	108,3 %	93,6 %	141,9 %
T1 1997 - T1 2008	-4,3 %	155,6 %	107,4 %	203,5 %	135,2 %	285,1 %
T1 2008 - T1 2014	32,8 %	-3,8 %	-17,1 %	-31,3 %	-17,7 %	-37,2 %
Valorisation prix/revenus (moyenne long terme = 100)						
T1 2008	76,8	134,3	117,0	166,0	144,8	147,5
T4 2014	89	122,7	104,1	111,6	116,7	101,9
Valorisation prix/loyer (moyenne long terme = 100)						
T1 2008	74,6	148,2	129,1	182,9	150,7	154,6
T4 2014	91,1	129,0	95,6	117,9	102,7	127,4

Source : OCDE

Les chiffres du second tableau illustrent, pour leur part, comment le degré d'exposition de l'ensemble de l'économie à l'état du marché immobilier résidentiel varie d'un pays à l'autre et comment, au sein de chacun d'entre eux, il a varié au cours du temps.

Emploi dans la construction, poids de la dette des ménages (susceptible de mettre ménages et banques sous tension en cas d'évolution négative des prix), importance de l'immobilier pour les finances publiques et part des ménages propriétaires (susceptible d'amplifier le lien entre prix des logements et consommation, via les « effets richesses » agissant sur la confiance) figurent en effet parmi les principaux canaux de diffusion de la dynamique du marché immobilier à la croissance économique en général.

L'essentiel

L'immobilier résidentiel a joué un rôle essentiel dans les crises des dernières années dans plusieurs pays de la zone euro, d'abord en alimentant des dynamiques de croissance insoutenables puis en déclenchant ou aggravant les récessions qui ont suivi. Ce rôle s'est toutefois exercé avec une intensité et via des canaux très variables d'un État membre à l'autre.

Après plusieurs années de correction, les fondamentaux de ces marchés sont redevenus, ou vont redevenir plus sains, quoique, là encore, avec de fortes différences entre pays, et bien que tous les dégâts causés par les excès de la décennie précédente n'aient pas encore été réparés. Ce secteur devrait donc pouvoir, à partir de cette année redevenir un contributeur positif (bien que modeste, dans un premier temps) à la croissance économique de la zone euro.

De façon plus durable, la crise a suscité une prise de conscience accrue du risque systémique induit par la volatilité immobilière pour l'économie en général. Des outils ont été développés ou renforcés afin de prévenir les chocs venus de ce secteur. Une première catégorie d'efforts porte sur les normes macroprudentielles visant à protéger les systèmes bancaires et les ménages des conséquences d'un endettement immobilier excessif. Les avancées réalisées dans ce domaine sont déjà substantielles. Cependant, tout aussi critiques, pour la stabilité et la croissance économique, sont les efforts visant à améliorer les processus de décision en matière d'urbanisme et de construction, afin que l'offre puisse répondre de façon plus fluide et adaptée à la demande. À cet égard, ce sont les réformes de l'administration territoriale menées dans plusieurs pays de la zone euro qui, si elles sont poursuivies et correctement menées, peuvent être les sources d'amélioration les plus importantes.



Allemagne France Italie Espagne Pays-Bas Irlande

Construction résidentielle/PIB — Source : OCDE

T1 2006	5,3 %	6,7 %	6,0 %	10,9 %	6,2 %	9,0 %
T4 2014	5,7 %	5,7 %	4,5 %	5,1 %	4,3 %	2,4 %

Emploi dans la construction/emploi total* — Source : OCDE

T1 2006	6,7 %	6,2 %	8,4 %	12,4 %	5,7 %	12,7 %
T4 2014	6,9 %	6,6 %	6,9 %	5,9 %	4,8 %	6,1 %

Dettes des ménages/PIB — Source : BRI

T4 2009	60,9 %	52,2 %	42,2 %	84,3 %	118,2 %	123,6 %
T3 2014	54,3 %	55,5 %	42,9 %	71,8 %	114,0 %	85,8 %

Fiscalité immobilière/fiscalité totale — Source : Commission européenne

2006	2,3 %	6,9 %	4,9 %	9,0 %	4,6 %	8,4 %
2012	2,3 %	8,0 %	5,9 %	6,7 %	3,1 %	4,8 %

Biens immobiliers détenus par leurs occupants — Source : Eurostat

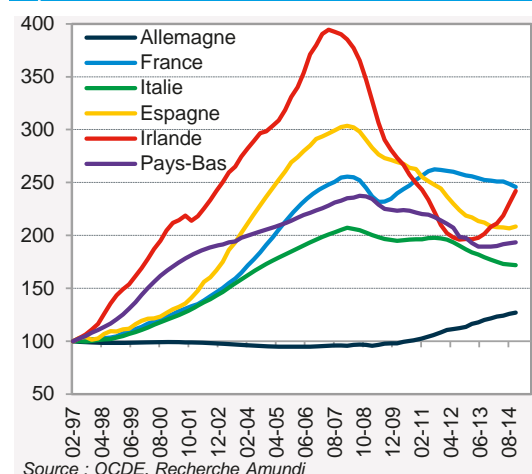
2013	52,6 %	64,3 %	73,0 %	77,7 %	67,1 %	69,9 %
------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

* Y compris construction non résidentielle

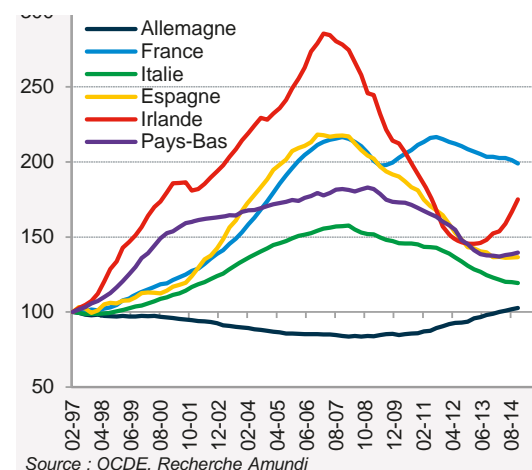
Ces chiffres permettent, notamment, d'illustrer les éléments suivants :

- En **Espagne** et en **Irlande**, pays où s'étaient formées, depuis la fin des années 1990, des bulles immobilières caractéristiques reposant sur un fort développement de la construction et un endettement excessif des ménages, la rupture de ces dynamiques insoutenables a été le déclencheur principal de la crise financière, le coup d'arrêt à la construction ayant également eu un effet très marqué sur l'emploi et les finances publiques.
- Aux **Pays-Bas**, où les prix des logements avaient également connu une forte hausse tirée par l'endettement des ménages (renforcé par des incitations fiscales), la baisse qui a suivi n'a pas, en revanche, causé d'effondrement du système bancaire, relativement bien protégé contre ce risque. De plus, la hausse des prix ne s'étant pas accompagnée d'un développement de la construction aussi important qu'en Espagne et en Irlande, leur reflux a eu moins d'effet sur l'emploi. En revanche, la baisse a pesé sur la croissance via d'autres facteurs, notamment la consommation, en raison d'un comportement plus prudent des ménages fortement endettés.
- En **France** et en **Italie**, la hausse des prix, pourtant importante au début de la décennie 2000, ne s'est pas accompagnée d'un endettement excessif des ménages. Aussi, les dégâts causés aux systèmes bancaires par ce biais ont été limités. Cependant, la crise a entraîné une chute de la construction qui a pesé lourdement sur le PIB et le marché de l'emploi (quoique moins qu'en Espagne ou en Irlande, l'expansion de ce secteur avant la crise ayant été nettement moindre que dans ces deux pays).
- Enfin, en **Allemagne**, pays qui avait fait exception par l'absence de hausse importante du prix des logements au cours des années d'avant-crise, l'immobilier résidentiel ne figure ni parmi les déclencheurs ni parmi les principaux facteurs aggravants de la crise, les prix et la construction ayant, au contraire, progressé modérément depuis 2008-2009.

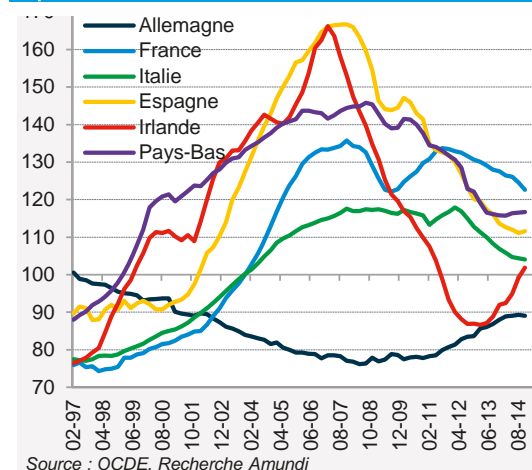
1 Prix nominaux des logements, base 100 au T1 1997



2 Prix réels des logements, base 100 au T1 1997 (déflaté par les prix à la consommation)



3 Valorisation : ratio prix/revenus (100 = moyenne de long terme)



En 2015, des perspectives plus favorables (ou moins défavorables)

À présent, après plusieurs années d'ajustements dans les pays ayant connu les plus fortes hausses, les perspectives de contribution de l'immobilier résidentiel à la croissance (directement par la construction ou, indirectement, par un rebond des prix soutenant le moral des ménages) tout en restant très différentes d'un pays à l'autre, deviennent dans l'ensemble plus positives (ou moins négatives) qu'au cours des années précédentes. D'une façon générale, cette éclaircie a pour origine des facteurs communs à l'ensemble de la région :

- L'amélioration de la solvabilité des acheteurs par les **baisses de prix** des années passées (sauf dans le cas allemand), sachant que la récente **baisse de l'euro** améliore également l'attractivité des marchés de la région pour les investisseurs internationaux.
- **La reprise économique en cours** depuis mi-2013 et qui donne des signes d'accélération depuis fin 2014.
- **La politique monétaire très active de la Banque centrale européenne** qui permet des taux d'emprunts particulièrement bas tout en améliorant la soutenabilité des stocks de dette des ménages hérités de la décennie précédente (du moins, dans les pays où cet endettement s'est fait essentiellement à taux variable).

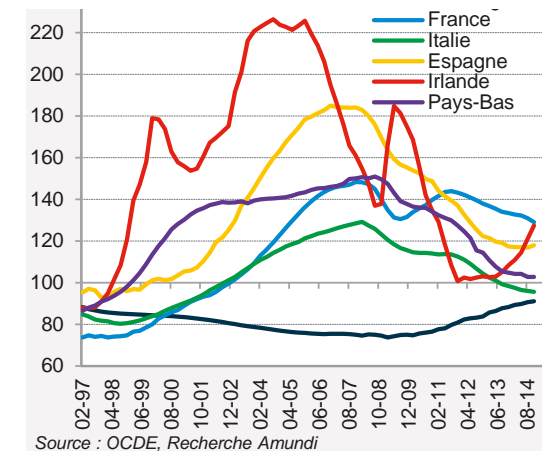
Cependant, le degré d'amélioration varie fortement d'un pays à l'autre

En **Allemagne**, malgré une tendance déjà positive, le rythme de la hausse des prix (+4,6 % à fin 2014 par rapport à fin 2013) et de la construction (+1,7 % en termes réels, sur la même période) a déçu l'année dernière, en conjonction avec une décélération plus générale de l'économie en milieu d'année. Cependant, une accélération est probable en 2015. Le taux de chômage particulièrement faible (4,8 %), les hausses de salaires (+1,8 % fin 2014 par rapport à fin 2013), la forte immigration, la faible proportion de ménages propriétaires de leur résidence principale et des prix toujours abordables (sauf dans certaines villes particulièrement attractives, où des risques de bulles localisées sont régulièrement soulignés par la Bundesbank) devraient jouer favorablement. De plus, le marché immobilier allemand joue un rôle de valeur refuge pour certains investisseurs internationaux. Le renforcement possible, par le gouvernement, des limites aux hausses de loyers applicables par les propriétaires, pourrait légèrement freiner l'investissement, sans pour autant suffire à enrayer la dynamique positive. Alors que Standard & Poor's (S&P) prévoit une hausse des prix de +5 % en 2015 et +3,5 % en 2016, l'apport de la construction au PIB et à l'emploi devrait s'amplifier.

Aux **Pays-Bas**, les prix et la construction, encore en baisse en 2013, ont nettement rebondi dès 2014 (de respectivement +5,9 % et +10,7 % sur 4 trimestres) malgré un traitement fiscal des emprunts immobiliers devenu moins avantageux (limitation de la déductibilité des intérêts d'emprunts aux prêts amortissables), un taux d'endettement des ménages restant le plus élevé de la zone euro (114 % du PIB) et une forte proportion de ménages (de l'ordre du tiers) conservant une dette supérieure à la valeur de leurs logements. L'amélioration du marché du travail et la reprise économique relativement soutenue devraient permettre à ce rebond de continuer en 2015, conforté également par l'assouplissement, par le gouvernement, de la réglementation des loyers dans le très vaste secteur administré. Notons cependant que le rebond devrait tout de même être freiné par la poursuite du durcissement des règles applicable aux emprunts immobiliers (en particulier le rapport entre le montant des prêts et la valeur des biens). Cependant, ces dispositions n'en paraissent pas moins utiles pour assurer un rebond soutenable du secteur et prévenir la formation de futures bulles. S & P prévoit une hausse de +1,5 % en 2015 et +2,5 % en 2016, tandis que la contribution de la construction au PIB devrait de nouveau être positive en 2015.

En **France**, les prix et la construction ont reculé en 2014 (de, respectivement, -2,1 % et -3,9 % sur 4 trimestres). Cependant, le mouvement de correction des prix, qui n'a commencé que très tardivement (le pic a été atteint au 1^{er} trimestre 2011), reste pour l'heure beaucoup plus modéré que dans les autres pays ayant

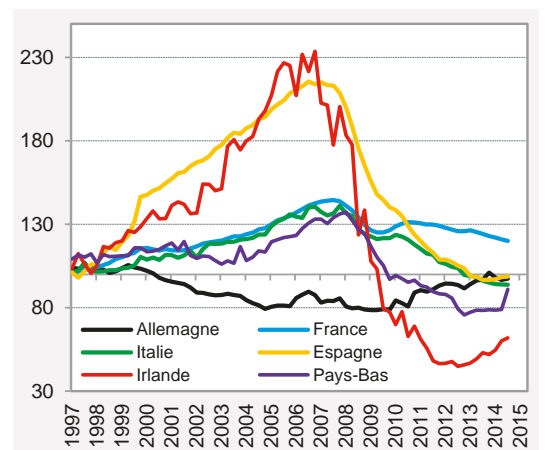
4 Valorisation: ratio prix/loyers (100 = moyenne de long terme)



Source : OCDE, Recherche Amundi

Reprise économique, politique monétaire accommodante et resolvableisation des acheteurs génèrent un environnement plus porteur

5 Construction résidentielle, volume Base 100 au T1 1997



Source : OCDE, Recherche Amundi

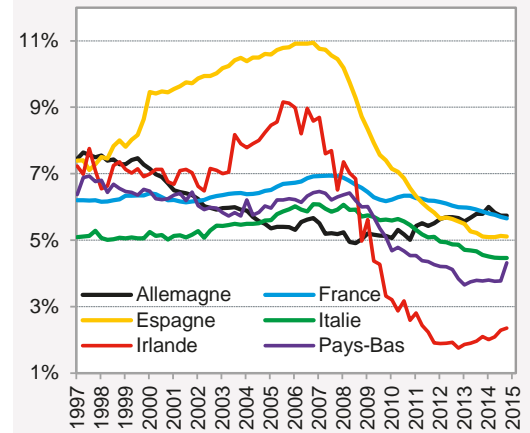
connu la forte hausse de la décennie 2000. De ce fait, les ratios prix/loyers et prix/logements sont encore très au-dessus de leur moyenne de long terme. Cette situation s'explique notamment par d'importants freins réglementaires à la construction dans les régions où la demande est forte, ayant pour effet de soutenir les prix et d'accroître l'endettement des ménages. Celui-ci, bien qu'encore raisonnable, a continué de progresser durant la crise (il est passé de 46 % à 55 % du PIB entre le T1 2008 et le T3 2014) alors même que la construction reculait (la contribution de l'immobilier résidentiel au PIB a été de -0,2pp en 2014). Alors qu'une correction supplémentaire des prix apparaît comme nécessaire pour assainir le secteur (d'autant plus que le marché de l'emploi ne connaît toujours pas d'amélioration), le gouvernement a annoncé, en 2014, quelques mesures fiscales et réglementaires visant à stimuler la construction (les ventes de nouveaux logements ont d'ailleurs surpris positivement au T1 2015). Ces efforts, conjugués à l'amélioration économique, pourraient permettre à la contribution de l'immobilier au PIB et au marché de l'emploi d'être moins négative en 2015 qu'en 2014, à défaut de redevenir positive, et ce malgré la poursuite de la baisse des prix (pour lesquels S & P annonce -3 % en 2015 et 0 % en 2016).

En **Italie**, les prix (en recul de -2,6 % sur les 3 premiers trimestres de 2014) et la construction (en recul de -2,5 % sur les 4 trimestres de la même année) restent sur une tendance baissière. L'économie encore très convalescente (4 trimestres de croissance négative ou nulle en 2014 avant un timide rebond au T1 2015) et l'absence d'amélioration du marché de l'emploi n'ont pas encore permis d'amélioration. Cependant, compte tenu d'une baisse des prix plus importante qu'en France au cours des dernières années, les ratios prix/revenus et prix/loyers sont, à présent, revenus aux alentours de leurs moyennes de long terme. L'essentiel de la consolidation a probablement eu lieu et l'endettement des ménages reste très modéré (le plus faible des grands pays de la zone euro, à 42,9 %). Alors que l'amélioration économique devrait rester lente en 2015, les prix pourraient encore légèrement baisser (prévision de S & P : -2 % en 2015 puis +1 % en 2016) tandis que la construction devrait se stabiliser.

En **Espagne**, la construction, encore en très fort repli en 2013 (-8,2 % sur 4 trimestres) a entamé un modeste rebond en 2014 (+2,1 %), tandis que les prix se sont pratiquement stabilisés (-0,2 % seulement). Après la très forte consolidation des dernières années, les ratios prix/revenus et prix/loyers se sont nettement rapprochés de leurs moyennes de long terme tandis que le poids de la construction résidentielle dans le PIB est désormais inférieur à celui observé en Allemagne et en France. La dette résiduelle des ménages, tout en restant élevée, s'est tout de même significativement allégée (elle est passée d'un pic de 84,5 % du PIB à 71,8 % au T3 2014) et est devenue nettement plus soutenable compte tenu de sa structure à taux variables. La baisse du chômage (qui reste cependant très élevé), la poursuite de la reprise économique à un rythme plus rapide que celui du reste de la région et l'intérêt des investisseurs internationaux pour ce marché devenu beaucoup plus abordable sont autant de facteurs qui devraient permettre au rebond de la construction de s'amplifier et de contribuer plus significativement au PIB en 2015, les prix amorçant, pour leur part, un redressement (prévision S & P concernant les prix : 0 % en 2015 et +2 % en 2016).

En **Irlande**, prix et construction ont, déjà, très fortement rebondi depuis leurs points bas (+ 38 % pour la construction depuis le T4 2012 et +23,4 % pour les prix depuis le T1 2013, avec, sur les seuls 4 trimestres de 2014, des hausses respectives de +16,8 % et +16,2 %). Même si les niveaux restent bien loin de leurs pics d'avant la crise, compte tenu de l'ampleur de l'effondrement des années 2008-2012, cette situation fait déjà craindre la formation d'une nouvelle bulle, notamment à Dublin, sachant en plus que l'endettement des ménages, malgré une réduction substantielle, reste élevé (passé de 123,6 % à 85,8 % entre le T4 2009 et le T3 2014). La banque centrale d'Irlande a ainsi, renforcé ses mesures visant à limiter les risques sur les nouveaux crédits en 2014 et, de façon notable, les institutions européennes ont invité le pays à accroître l'offre de nouveaux logements dans la capitale afin d'y détendre les prix. Le rebond des prix pourrait en être quelque peu freiné en 2015 (prévision de S & P : +9 % en 2015 et +5 % en 2016) tandis que celui de la construction, porté par la très nette embellie économique irlandaise devrait, pour sa part, se poursuivre vigoureusement.

6 Construction résidentielle, % du PIB



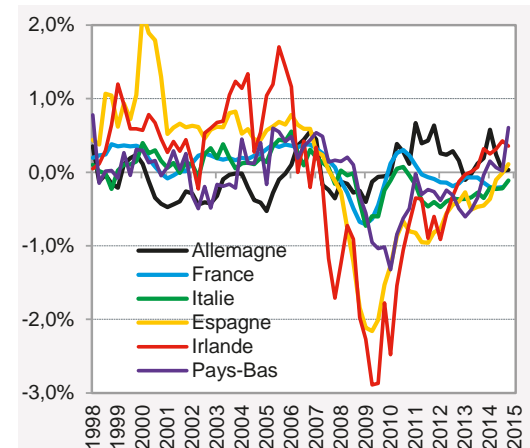
Source : OCDE, Recherche Amundi



À court terme, le risque de formation de nouvelles « bulles » paraît faible



7 Contribution de la construction résidentielle au PIB sur 12 mois



Source : OECD, Recherche Amundi

Dans tous les pays considérés, la dynamique de l'immobilier résidentiel devrait donc apporter soit une contribution positive (dans le cas de l'Allemagne, des Pays-Bas, de l'Espagne et de l'Irlande) soit, au moins, une contribution moins négative ou quasi-nulle (dans le cas de la France et de l'Italie) à la croissance à partir de cette année, et donc participer, bien que modestement dans un premier temps, à l'amélioration de la situation économique générale. Prix et construction devraient généralement évoluer dans le même sens, même si dans certains pays, sujets à de fortes contraintes réglementaires dans les zones où la demande est particulièrement forte (France, voire Irlande), des mesures visant à accroître l'offre pourraient avoir pour effet d'accentuer la baisse des prix ou de limiter leur hausse. Au total, nous estimons que la contribution de la construction résidentielle dans ces 6 pays au PIB de la zone euro devrait être comprise entre 0,1 et 0,2 pp en 2015 et un peu plus en 2016 (après une contribution quasi-nulle en 2014 et encore négative en 2013).

La zone euro a renforcé sa capacité à maîtriser le risque systémique lié à l'immobilier

Cette amélioration des perspectives de l'immobilier résidentiel pose la question du risque de formation de nouvelles bulles, risque déjà actuel pour l'Irlande (comme pour certains voisins proches de la zone euro comme le Royaume-Uni et les pays nordiques). Un tel scénario paraît plus lointain pour les autres États membres mais doit tout de même être envisagé alors que les années de crise n'ont pas permis d'assainir, partout, les fondamentaux du marché (comme en témoignent la consolidation encore insuffisante des prix en France et la réduction insuffisante de l'endettement des ménages en Espagne, en Irlande et aux Pays-Bas).

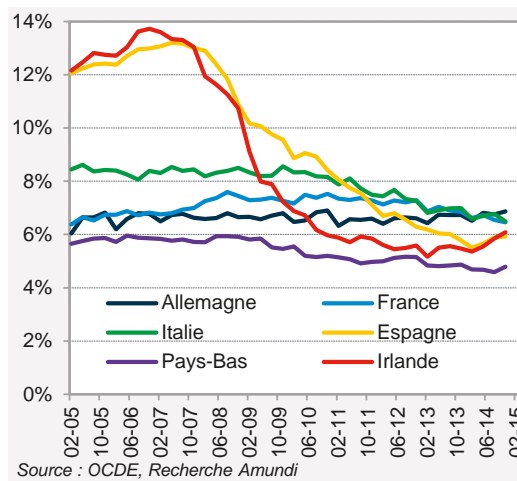
L'immobilier résidentiel reste par essence, un facteur de risque systémique, en raison des facteurs déjà évoqués que sont les taux élevés d'endettement qu'impliquent acquisition et construction pour les ménages comme pour de nombreux acteurs institutionnels, la concentration fréquente du risque patrimonial des ménages sur un seul actif, le poids de ce secteur sur le marché de l'emploi et sur les ressources fiscales de certaines administrations (en plus de sa forte charge émotionnelle qui rend souvent politiquement difficile la prise de décisions politiques visant à limiter les hausses excessives). Cependant, fortes de l'expérience de la crise, les autorités politiques et monétaires ont tout de même renforcé leurs outils visant à maîtriser ces risques.

Une première réponse se situe au niveau de la réglementation et de la supervision financière. Les avertissements de la Bundesbank et, surtout, le durcissement de la réglementation concernant les prêts aux Pays-Bas et en Irlande témoignent ainsi d'une réactivité et d'une vigilance bien supérieure à celles de la décennie précédente. Si les prix et l'endettement devaient s'accroître à nouveau fortement dans d'autres pays, il est très probable que les mesures de ce type seraient renforcées, alors que tenter de limiter les excès de l'immobilier via la seule politique monétaire pourrait avoir des effets néfastes sur le reste de l'économie.

Ces mesures dites « macroprudentielles » sont de deux types. 1/ Les limites imposées à l'exposition du système bancaire à la dette immobilière, via les divers ratios qui peuvent leur être imposés, que ce soit par leurs autorités nationales ou, désormais, par la BCE dans sa nouvelle mission de superviseur commun dans le cadre de l'Union bancaire européenne. 2/ Les limites fixées à l'endettement des ménages, qui restent pour l'heure du ressort des autorités nationales (sachant que des voix s'élèvent pour mieux coordonner les politiques nationales dans ce domaine cf. un Working Paper de la BCE intitulé *Real estate markets and macroprudential policy in Europe* - mai 2015).

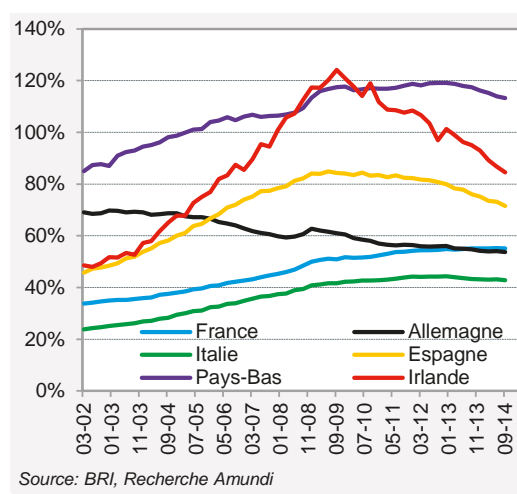
L'immobilier résidentiel est également à présent davantage surveillé au titre de la stabilité macroéconomique générale. Rappelons que les prix des logements sont désormais l'un des onze indicateurs (parmi lesquels figurent également l'évolution du stock et des flux de dette privée) suivis au titre de la procédure MIP (*Macroeconomic Imbalance Procedure*) mise en place, à partir de décembre 2011, par la Commission Européenne, une variation de plus de 6 % (à la hausse ou à la baisse), en termes réels, étant considérée comme un déséquilibre à corriger.

8 Part de la construction dans l'emploi total



“ L'immobilier résidentiel reste par essence, un facteur de risque systémique ”

9 Dette des ménages, % du PIB



Cependant, si les excès d'endettement passés sont en partie le résultat d'une surveillance financière et macroéconomique inadéquate, ils sont également, et surtout, le produit d'anomalies de fonctionnement des marchés immobiliers eux-mêmes (dont les excès des prix des logements et de l'endettement des ménages sont en partie, eux-mêmes, les conséquences), souvent en raison de déficiences politiques ou administratives. Aussi, parmi tous les enseignements tirés (ou à tirer) de la crise, ce sont probablement les réformes de l'administration qui offrent le plus de potentiel pour, à l'avenir, obtenir une contribution plus stable de l'immobilier résidentiel à la croissance économique.

À long terme, les réponses les plus décisives à la volatilité immobilière viendront surtout des réformes administratives : assurer une réponse plus fluide de l'offre immobilière à la demande

Aux sources de la volatilité immobilière se trouvent, avant tout, des ajustements brutaux liés à l'incapacité de l'offre à répondre de façon fluide à une croissance comme à une réduction de la demande, que ce soit en raison des fortes restrictions pesant sur la construction dans les zones les plus tendues ou, au contraire, à un développement excessif et prolongé de la construction dans des régions pauvres en acheteurs et en locataires.

Cette réponse problématique de l'offre à la demande s'explique elle-même, largement, par le fait que la matière première essentielle du marché, le terrain constructible, loin d'être issu des seules forces du marché, est avant tout le produit de décisions administratives d'urbanisme, décisions souvent complexes dans lesquelles interviennent couramment plusieurs catégories d'acteurs aux intérêts fréquemment contradictoires, où les conflits d'intérêts sont nombreux et où les problèmes de transparence ne sont pas exceptionnels. Les administrations locales ont ainsi assurément joué un rôle important dans les comportements erratiques des dernières années, notamment parce qu'elles tiraient elles-mêmes une grande partie de leurs revenus d'opérations de promotion immobilière (ou de la fiscalité immobilière, notamment de transaction, particulièrement volatile) et parce qu'elles répondaient à des électeurs ou à des intérêts locaux davantage qu'aux problématiques générales du logement se posant à l'échelle des pays.

Améliorer ces processus est un exercice politique difficile. Rappelons tout de même que dans plusieurs pays de la zone euro (notamment en Espagne, en Italie et en France) la crise a donné lieu à des réformes, toujours en cours, portant sur l'équilibre des pouvoirs entre le gouvernement central et les différents échelons de l'administration locale. Ces réformes se heurtent assurément à d'importantes résistances, qui semblent d'ailleurs particulièrement fortes lorsqu'elles ont pour ambition de rogner les prérogatives des acteurs locaux en matière d'urbanisme et de construction (comme c'est le cas, par exemple, en France, où dans le cadre des chantiers de l'intercommunalité ou du grand Paris, des tentatives, peu suivies d'effet à ce jour, ont été faites pour réduire les pouvoirs des communes dans ce domaine). Cependant, ces efforts se poursuivent et ce sont bien eux qui, en offrant la perspective de réponses plus rapides et plus adaptées de l'offre immobilière à la demande, présentent probablement le plus de potentiel pour réduire le caractère économiquement, financièrement (et socialement) perturbant des fluctuations de l'immobilier. Si les obstacles politiques sont importants, le retour d'expérience des années de crise et la prise de conscience des dangers générés par la volatilité immobilière devraient tout de même, progressivement, faire bouger les lignes dans ce domaine.



Les réformes administratives encore plus décisives que les mesures macroprudentielles



2 Qu'indiquerait une règle de Taylor pour la politique de la BCE ?

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Lors du conseil des gouverneurs de la BCE du 15 avril, des journalistes avaient demandé à Mario Draghi s'il était possible que la BCE interrompe son QE (*Expanded Asset Purchase Programme* de son vrai nom) si les perspectives d'inflation s'amélioraient plus rapidement que prévu. Mario Draghi avait alors lu une deuxième fois sa déclaration introductive expliquant que la BCE avait l'intention de procéder à la totalité des achats annoncés jusqu'à septembre 2016. Depuis, plusieurs membres du conseil des gouverneurs ont, eux aussi, déclaré que 1) la BCE réaliserait la totalité du programme annoncé et 2) la BCE prolongerait sa politique de QE si les perspectives d'inflation ne s'étaient pas suffisamment améliorées. Les questionnements au sujet d'un arrêt prématuré du QE de la BCE sont donc totalement infondés. Rappelons brièvement pourquoi la politique de la BCE restera très accommodante pendant encore de nombreuses années.

Le mois dernier, nous expliquions que la Fed semblait revenir vers des règles de Taylor du type :

$$\text{Taux directeurs} = \text{RR} + \text{INF} + 0,5 * (\text{INF} - 2) + (\text{U}^* - \text{U})$$

où RR représente le taux d'intérêt réel d'équilibre, INF l'inflation, U le taux de chômage et U* le taux de chômage d'équilibre. Les paramètres RR et U* sont inobservables mais la Fed estime qu'ils se situent respectivement à 0 % et 5 % pour les États-Unis. La BCE n'utilise pas explicitement cette règle de politique monétaire mais essayons de savoir ce qu'elle indiquerait pour la zone euro.

En zone euro, le NAIRU (« Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment »), c'est-à-dire le taux de chômage en deçà duquel des pressions inflationnistes se matérialisent, se situe aux alentours de 9,5 %, contre 11,3 % actuellement. Selon le FMI, le taux de chômage de la zone euro n'atteindrait ce niveau qu'en 2019... Par ailleurs, le FMI prévoit que l'inflation ne se redressera que graduellement sur les années à venir et n'atteindra que 1,7 % en 2020.

En ce qui concerne le taux d'intérêt réel d'équilibre, que Janet Yellen estime à 0 % pour les États-Unis, il est vraisemblablement largement en territoire négatif en zone euro. Rappelons que les banquiers centraux s'accordent sur le fait que le taux d'intérêt réel d'équilibre, inobservable, fluctue en fonction des fondamentaux de l'économie. Peter Praet est récemment revenu sur ce sujet ("*Lifting potential growth in the euro area*", avril 2015) en suggérant que le taux d'intérêt réel d'équilibre était désormais négatif. En juillet 2014, le bulletin mensuel de la BCE insistait sur le fait que l'écart grandissant entre le taux d'épargne et le taux d'investissement exerçait une forte pression à la baisse sur le taux d'intérêt réel d'équilibre (« *Real Interest Rates in the Euro Area: a longer-term perspective* »). Or les projections du FMI suggèrent que cet écart demeurerait très important jusqu'au moins 2020 (comme on peut le voir sur le graphique ci-contre). Le taux d'intérêt réel d'équilibre pour la zone euro se trouve vraisemblablement aux alentours de -2 %.

Maintenant que nous avons évoqué les différents paramètres utilisés dans une règle de Taylor classique pour la zone euro, voyons ce qu'indiquerait son application pour les années à venir. Pour les valeurs futures de l'inflation et du taux de chômage, nous avons retenu les prévisions du FMI jusqu'en 2020. Toutefois, puisque le taux d'intérêt réel d'équilibre est inobservable, qu'il varie avec le temps, et que son estimation est sujette à controverse, nous représentons dans le graphique ci-contre un ensemble de règles de Taylor ayant recours à différentes valeurs du taux d'intérêt réel d'équilibre : 0 % ; - 1 % ; - 2 % et - 3 %. Notons toutefois qu'avec la reprise économique qui s'amorce, ce taux d'équilibre sera vraisemblablement moins négatif lors des années à venir.

Le moins que l'on puisse dire est que ces simulations indiquent que la BCE devrait garder des taux proches de zéro pendant plusieurs années. Même

L'essentiel

Avec l'amélioration relative des perspectives économiques en zone euro, certains commentateurs ont évoqué un possible arrêt prématuré du QE de la BCE alors même que celui-ci ne fait que commencer. Ces interrogations semblent n'avoir aucun fondement sérieux.

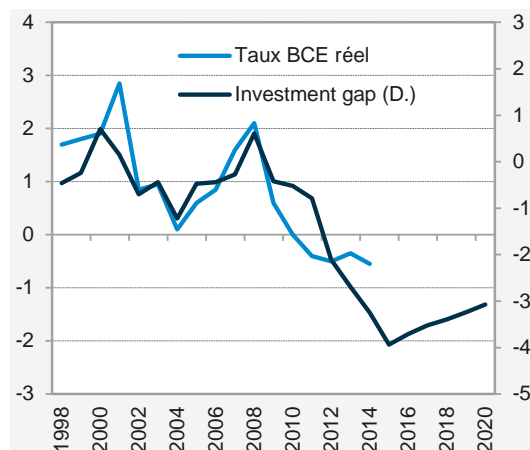
Nous avons effectué des simulations du taux de refinancement de la BCE jusqu'à fin 2010 en utilisant une règle de Taylor classique. Même si ces estimations sont nécessairement imprécises, étant donné la difficulté à estimer le taux réel d'équilibre, il ressort de ces simulations que la BCE gardera une politique très accommodante pendant encore très longtemps.



Le FMI prévoit que l'inflation ne se redressera que graduellement sur les années à venir et n'atteindra que 1,7 % en 2020.



1 Taux BCE réel et investissement gap en % du PIB (différence entre investissement et épargne privée)

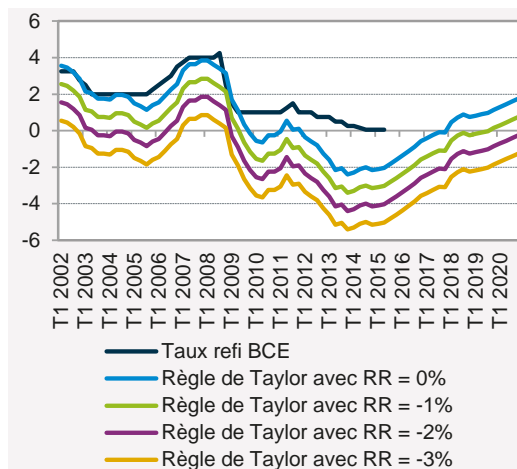


Source : Datastream, Recherche Amundi

si le taux d'intérêt réel d'équilibre revenait à 0 %, la règle de Taylor que nous avons considérée n'indiquerait une remontée du taux refi de la BCE qu'en 2018. Dans le cas d'un taux d'intérêt réel d'équilibre à -1 %, les simulations indiqueraient une première remontée de taux en 2020 seulement. Et dans l'hypothèse où le taux réel d'équilibre serait inférieur ou égal à -2 %, il serait vain d'attendre une remontée de taux BCE sur les cinq prochaines années. Après tout, cela fait presque sept ans que la Fed a adopté une politique de taux zéro alors que la BCE n'a un taux refi inférieur ou égal à 0,25 % que depuis novembre 2013... Quelle que soit l'hypothèse retenue pour le taux réel d'équilibre, la règle de Taylor indique un taux refi négatif à la fin du T3 2016, date de la fin du QE de la BCE. Il serait même très négatif et proche de -2 %, en retenant un taux réel d'équilibre à -1 % ! Autrement dit, il faudrait vraiment que la reprise économique soit très forte pour que la BCE arrête net son QE en septembre 2016 : ce n'est pas le plus probable.

Quoi qu'il en soit, et même si la BCE n'a pas explicitement recours à une règle de Taylor, la BCE gardera encore des taux zéro au moins jusqu'en 2018 et la partie courte de la courbe des taux allemande restera donc plate. De plus, le « taux terminal » d'un hypothétique futur cycle de resserrement monétaire (un cycle qui se terminerait dans fort longtemps) serait lui-même très bas et la partie longue de la courbe des taux allemande est donc vouée à rester elle-même très basse pour une période prolongée.

2 Règle de Taylor classique pour la BCE



Source : Datastream, Recherche Amundi

3 La reprise perdue des États-Unis (2013-14) : une demande insuffisante pour trop de capital

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

I. Raccourcissement et aplatissement du cycle économique américain : le sous-emploi continue de freiner une reprise soutenue de la demande

1. La reprise de l'emploi initiée début 2013 a atteint son pic fin 2014 et commence à faiblir

Début 2013, l'augmentation rapide des créations d'emplois (et la stabilité du taux de participation au marché du travail) avaient commencé à stimuler le taux d'emploi de la population en âge de travailler, laissant augurer une reprise imminente. Si la baisse du chômage en 2011 et 2012 (après le QE2) était essentiellement due à une diminution historique du taux de participation, la nouvelle accélération enregistrée à partir du début de l'année 2013 s'expliquait par une remontée simultanée des créations d'emplois et de l'inflation des salaires, comme lors d'une reprise typique de la Grande Modération. Cependant, l'inflation des salaires a renoué avec son niveau d'avant 2013 (en dessous de 2 %), tandis que l'emploi ralentit également.

Alors que le consensus de marché - toujours convaincu d'un relèvement des taux en 2015 - renforce l'impact de l'abandon effectif du QE-3, l'appréciation du dollar a mis un terme à la reprise naissante. Malgré sa hausse de près d'un point de pourcentage entre octobre 2012 et septembre 2014, le taux d'emploi de la population en âge de travailler n'augmente plus et s'est depuis stabilisé à 59 %. Compte tenu de la stabilité du taux de participation, le taux de chômage devrait se stabiliser entre 5 % et 5½ % : par conséquent, et en l'absence de choc exogène, il ne faut pas s'attendre à un rebond de l'inflation salariale ; en revanche, une nouvelle baisse n'est pas à exclure.

2. La brièveté de la reprise met en exergue les obstacles structurels obérant une reprise soutenue des salaires réels

L'inflation salariale (nominale et réelle), qui n'a pas réussi à faire remonter l'inflation des prix en 2013 et 2014, a repris sa tendance baissière simultanément avec le chômage, contredisant la corrélation négative de la Grande modération. Il est intéressant de noter que cette inversion de tendance s'est produite juste au moment où les prix du pétrole (et d'autres matières premières) ont commencé à diminuer dans le sillage de la parité euro-dollar mi-2014. À ce moment-là, la Chine a enregistré ses premières tentatives de sorties massives de capitaux en raison de l'éclatement de ses propres bulles financières. Autrement dit, un choc négatif prenant la forme d'un tournant déflationniste en Chine a très probablement fait dérailler le retour à la normale de l'économie américaine.

Ces freins structurels sur le marché du travail trouvent leur source originelle dans la plus faible « composante emploi » des investissements : pour un taux d'investissement donné, l'emploi a baissé de 2 % par rapport aux niveaux d'avant 2010. En effet, par rapport à 2002-2003, le ratio investissement/PIB est aujourd'hui supérieur de 2 % pour un taux de chômage inchangé à 5½ %. D'ailleurs, depuis les QE 2 et 3, l'emploi (et le chômage) réagissent de moins en moins à l'évolution de l'investissement. Comparé aux niveaux d'avant 2010, l'équivalent de 2 % de PIB supplémentaire doit être investi pour obtenir le même taux d'emploi... alors que l'investissement semble aussi atteindre un pic.

II. La « nouvelle normalité » des États-Unis : une véritable reprise nécessite un ajustement de la part des profits et des salaires

1. Même après l'épisode du *Taper Tantrum* suscité par la réduction des achats d'actifs de la Fed, la rentabilité reste trop élevée par rapport à la productivité du capital

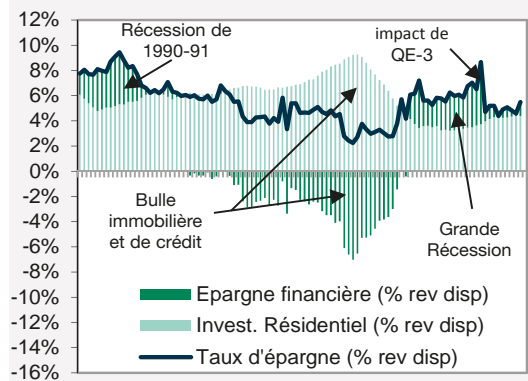
Depuis 2010, générer un taux de croissance identique exige un stock de capital toujours plus important, qui ne cesse de peser sur les salaires pour préserver sa rentabilité historique, alors que sa productivité est désormais

L'essentiel

La question de l'année en 2015 reste le calendrier de relèvement des taux de la Réserve fédérale (2015 ou plus tard), ce qui revient à prévoir une véritable reprise économique (c'est-à-dire créatrice d'emplois) pour la première fois depuis la Grande récession. Même si le FOMC semble faire quelque peu faire marche arrière depuis quelques mois, il semble aller complètement à l'encontre du sentiment de marché, qui peine à suivre la banque centrale américaine sur son sentier restrictif. Les incertitudes entourant la feuille de route envisagée par le FOMC demeurent donc très importantes, alors même que certaines statistiques en baisse et déclarations moins optimistes laissent augurer un éventuel ralentissement économique.

Si l'économie américaine semble a priori s'être normalisée, les obstacles structurels à une hausse durable des salaires réels continuent de saper tout espoir d'un vrai « retour à la normale ». L'inflation salariale (nominale et réelle), qui n'a pas réussi à faire repartir l'inflation des prix en 2013 et 2014, a repris sa tendance baissière simultanément avec le chômage, contredisant la corrélation négative de la Grande modération. Ces freins structurels sur le marché du travail trouvent leur source originelle dans la « composante emploi » plus faible de l'investissement : pour un taux d'investissement donné, l'emploi a baissé de 2 % par rapport aux niveaux d'avant 2010.

1 Décomposition du taux d'épargne des ménages



Source : BEA, Recherche Amundi

plus faible. En effet, la rémunération effective du capital (c'est-à-dire la part de la production conservée par les entreprises pour accroître le stock de capital et les bénéfices) a été supérieure à sa productivité effective de 4 % du PIB (5 % en 2013-14). Dans une économie fonctionnelle (Pareto optimal), les bénéfices devraient être alignés sur la productivité, ce qui ramènerait leur part à 40 % du PIB, et non 44 % comme c'est le cas depuis la mi-2014 (45 % en 2013-14).

L'inflation tendancielle des prix étant historiquement faible, maintenir un taux de croissance décent tout en espérant une rentabilité en hausse nécessite une augmentation de l'intensité capitalistique au-delà du niveau déjà élevé d'aujourd'hui. À environ -2 %, le taux directeur réel d'équilibre est aujourd'hui nettement inférieur à sa tendance à long terme de +2 % issue de la période faste de la Grande modération (1985-2000) : l'écart cyclique de 4 points de pourcentage qui en résulte est donc présent depuis huit longues années (depuis le début de la récession en 2007), alors qu'il avait atteint 1 % pendant un an seulement (en 2002) pour revenir progressivement à la normale.

2. Une véritable reprise de l'emploi nécessite une inflation soutenue des salaires réels pour attirer de nouveau les travailleurs découragés

Dans la mesure où les deux chiffres totalisent 100 %, la rémunération excessive du capital se traduit par une sous-rémunération du travail; ce dernier devrait recevoir une part de la production supérieure de 4 % pour que la théorie de l'optimum de Pareto s'applique. Plus simplement, la main-d'œuvre contribue à 60 % de la production mais n'en reçoit que 56 %, ce qui constitue un effort de productivité formidable mais non récompensé. Par conséquent, la baisse régulière du taux de participation au marché du travail depuis la Grande récession doit être considérée comme la conséquence de cette dissuasion financière à accepter des emplois, ce qui pousse les travailleurs à sortir du travail en l'absence d'une rémunération équitable.

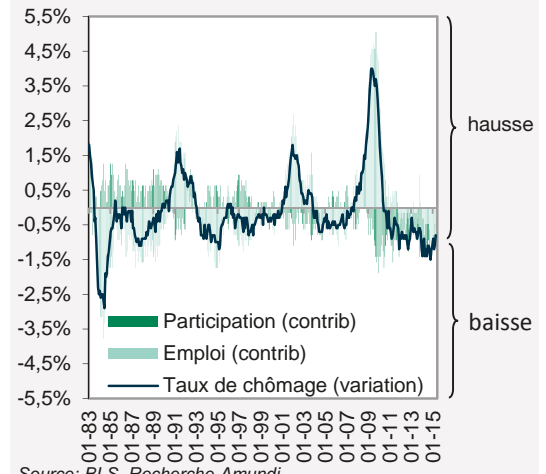
Puisque l'inflation salariale fait à nouveau baisser l'inflation des prix alors que les dépenses des ménages ne sont quasiment pas soutenues par de nouveaux crédits bancaires (à long terme), l'insuffisance de la demande qui en résulte ne peut que devenir chronique. Tant que la part des bénéfices ne diminue pas au profit d'une remontée adéquate des salaires, les ménages resteront frileux et préféreront économiser le moindre gain financier plutôt que le dépenser, comme cela a été le cas avec la baisse récente des prix du pétrole. Autrement dit, l'inflation des salaires devra augmenter de manière régulière et dépasser durablement l'inflation des prix pour assurer une reprise soutenue de la croissance, c'est-à-dire retourner à un potentiel proche de 3 %.

Conclusion

Pour des raisons structurelles (la sur-rémunération du capital par rapport à sa productivité), la politique monétaire ne semble malheureusement pas capable à elle seule d'infléchir le régime de faible croissance nominale des États-Unis. Cause ultime de l'équilibre faible inflation/faible croissance, la politique économique conduite tend à le pérenniser, dans la mesure où l'histoire met en évidence les chaînons manquants du *policy mix* actuel : (i) un frein à l'inflation excessive des prix d'actifs (alimentée par une politique monétaire accommodante) due à une réglementation financière insuffisante, et (ii) une relance de la consommation privée encore insuffisante (relativement à en même temps qu'en raison des capacités excédentaires) avec des transferts et des investissements publics ciblés.

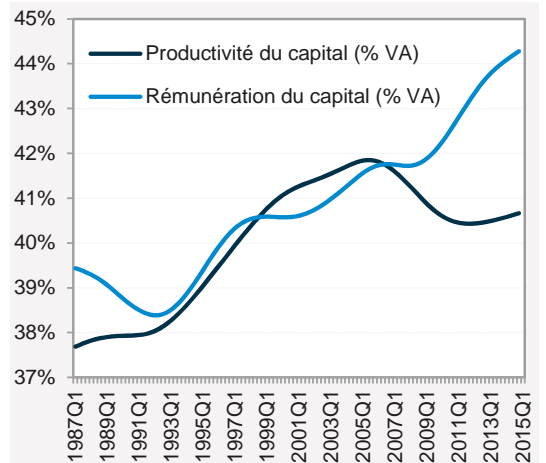
Les précédents établis par Franklin Roosevelt dans les années 1930 et par Lyndon Johnson dans les années 1960 montrent que la politique monétaire peut faire baisser les taux d'intérêt réels et remonter les salaires réels si elle est complétée par une réglementation financière (et du marché du travail) et des dépenses budgétaires ciblées (soutien à l'investissement et aux revenus) de façon à renforcer le caractère accommodant de la politique monétaire. Dans l'idéal, le financement monétaire des dépenses budgétaires renforcerait l'augmentation nécessaire (i) de l'inflation des prix pour qu'elle devienne supérieure aux taux d'intérêt nominaux (pour soutenir les marges bénéficiaires), et (ii) de l'inflation des salaires pour qu'elle soit supérieure à l'inflation des prix (pour rééquilibrer la part des salaires).

2 Sources de variation du chômage



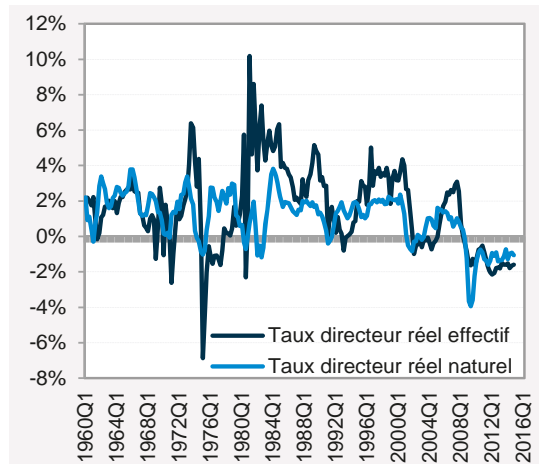
Source: BLS, Recherche Amundi

3 Productivité & rémunération du capital



Source: OCDE (données), Recherche Amundi

4 Taux directeur effectif vs naturel



Source: BEA, Recherche Amundi

4 Dette émergente : faut-il craindre un autre « *tantrum* » ?

MARC-ALI BEN ABDALLAH, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
JULIEN MOUSSAVI, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Les pays émergents ont été et demeurent largement affectés par les politiques monétaires des principales banques centrales des pays développés pour ne citer que très récemment les *taper* et *dollar tantrum*. Toutefois, force est de constater que les investisseurs étrangers ont réagi différemment au cours de ces deux épisodes. En effet, alors qu'au cours du *taper tantrum*, il ne semble pas y avoir eu de discrimination entre les pays émergents, il apparaît que pendant le *dollar tantrum*, seuls certains pays ont enregistré de moindres entrées voire des sorties de capitaux.

Le risque d'un nouvel épisode de stress subsiste. La divergence de trajectoire entre la BCE et la Fed est potentiellement déstabilisante pour les marchés de la dette souveraine émergente. Le QE de la BCE représente une nouvelle source de risque alors que les conséquences d'une hausse des taux de la Fed sont encore très incertaines. Afin d'identifier les éventuels impacts sur les flux de capitaux émergents de cette configuration très atypique, nous proposons dans un premier temps, une lecture rétrospective des *taper et dollar tantrum* à partir d'une méthodologie permettant de classer les différents pays émergents en fonction de leurs caractéristiques fondamentales.

Dans un deuxième temps, nous mettons en exergue les spécificités de la situation européenne qui alimentent la volatilité obligataire actuelle.

Les économies émergentes peuvent être réparties en quatre groupes

Nous avons mis en place un *scoring* fondamental dont la méthodologie est détaillée dans l'encadré ci-dessous.

> Méthodologie du *scoring* fondamental des pays émergents

Afin de proposer une typologie des pays émergents sur des critères fondamentaux, nous avons élaboré un *scoring* relatif sur un panel de 20 pays considérés comme émergents¹ dans les principaux indices d'actions (MSCI) et de dette (EMBI). Nous avons ajouté 11 pays développés à des fins de comparaison. Nous procédons en deux étapes.

La première étape consiste en l'attribution de score pour 14 variables macroéconomiques trimestrielles que nous avons regroupées en quatre catégories distinctes :

1. **Perspectives macroéconomiques** : croissance du PIB réel et inflation (glissement annuel) ;
2. **Dette** : dette gouvernementale, déficit gouvernemental, dette externe brute (% du PIB) et dette externe brute à court terme (% de la dette externe brute) ;
3. **Investissement et épargne** : balance courante, variation de la balance courante, épargne domestique brute et variation de l'épargne domestique brute (% du PIB) ;
4. **Vulnérabilité** : réserves de change (mois d'importations), solde de base², variation tendancielle du crédit domestique (% du PIB) et masse monétaire M2 (% des réserves de change).

Dans un premier temps, à chaque date, pour chaque pays et pour chaque variable, nous retranchons la moyenne du panel des 31 pays considérés. Dans un second temps, nous accordons un score représenté par un entier relatif compris entre -2 et 2 en fonction de chaque quintile de la distribution. Par exemple, la croissance du PIB réel de la Chine au T1 2015 est de 7 % en glissement annuel et tombe donc dans le dernier quintile de la distribution ; nous lui accordons le score de 2.

L'essentiel

Le dernier acte de la « grande divergence » entre la Fed et la BCE se soldera-t-il par un « *liquidity tantrum* » ? L'environnement obligataire actuel est très atypique. Ce n'est pas la remontée des taux qui le caractérise, ni la volatilité obligataire qui est intrinsèque à un environnement de taux bas.

La spécificité du QE européen tient en deux points : des taux sans risque négatifs sur une large partie de la courbe, une liquidité sérieusement réduite par un programme d'achat qui devrait absorber 40 à 50 % des émissions de Bund. Cette configuration est une source de risque pour les marchés de la dette émergente principalement parce que les pays émergents ont été et demeurent largement affectés par les politiques monétaires des principales banques centrales. La bonne tenue des *spreads* de la dette en dollar semble effectivement indiquer que l'inconfort actuel des investisseurs se cristallise sur les devises. Toutefois, pour que les *spreads* demeurent inertes face à la remontée de la volatilité obligataire européenne, il ne faudrait pas qu'un choc induise une demande excédentaire d'obligations du Trésor américain.

“ La divergence de trajectoire entre la BCE et la Fed est potentiellement déstabilisante pour les marchés de la dette souveraine émergente ”



La seconde étape consiste à regrouper les pays selon les scores obtenus. Pour ce faire, nous utilisons une méthode de classification ascendante hiérarchique (CAH). La CAH suppose que l'on dispose d'une mesure de dissimilarité entre les individus (ici, les scores) que l'on cherche à rassembler de manière itérative afin d'obtenir différentes classes homogènes. Ce processus peut être représenté graphiquement à l'aide d'un dendrogramme.

¹ Asie émergente: Chine, Corée du Sud, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Taïwan et Thaïlande; Amérique Latine: Brésil, Colombie, Chili, Mexique et Pérou; Europe émergente et Afrique: Afrique du Sud, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie et Turquie.

² Le solde de base ou basic balance en anglais représente une approche alternative aidant à déterminer la tendance de long terme de la balance des paiements. Il est constitué du compte courant, des investissements directs étrangers (IDE) nets et des investissements de portefeuille.

Une fois passés au crible d'une classification ascendante hiérarchique, **les 20 pays émergents de notre échantillon se répartissent en quatre groupes**: 1) la Chine et ses partenaires asiatiques, 2) les économies qui ont un besoin de diversification de leur offre, 3) certains pays d'Europe centrale et 4) les économies les plus fragiles.

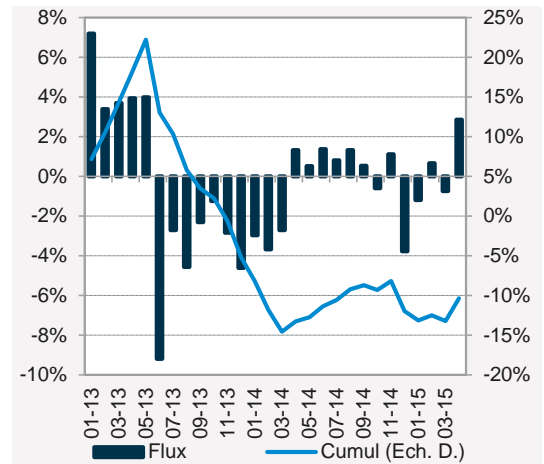
Le premier groupe est composé du géant chinois et des principaux pays d'Asie émergente qui gravitent autour de lui (Chine, Corée du Sud, Malaisie, Philippines, Taïwan et Thaïlande). Ce groupe est constitué par des économies excédentaires. Le solde courant pour ces économies s'élève en moyenne autour de 6 % du PIB et ce dernier s'est renforcé en grande partie en raison de la baisse des importations. En tant qu'économies excédentaires, ces pays ont eu, par le passé, de faibles besoins de financement, en conséquence de quoi leur stock de dette publique est relativement faible. Il atteint les 37 % du PIB contre 62 % en moyenne sur l'échantillon. En revanche, l'endettement des acteurs privés est assez élevé puisque le stock de crédit privé (ménages + entreprises) s'élève à 142 % du PIB contre un ratio moyen de 126 % sur l'échantillon. La dette externe, *i.e.*, la dette publique ou privée libellée en devises non domestiques, reste à des niveaux faibles, autour de 35 % du PIB contre une moyenne globale de 103 %. Elle est cependant constituée de manière prépondérante par de la dette de court terme (proportion de 46 % contre environ un tiers en moyenne sur l'ensemble des pays de notre échantillon).

Le deuxième groupe est constitué de pays qui ont besoin de diversifier leur offre (Chili, Colombie, Inde, Indonésie, Pérou, République tchèque et Russie). On y distingue les économies exportatrices de matières premières qui regroupent les économies d'Amérique Latine, d'une part, telles que le Chili, la Colombie, le Pérou, puis la Russie et l'Indonésie d'autre part. De plus, on trouve dans ce deuxième groupe les économies telles que l'Inde ou la République tchèque qui, elle, est très dépendante de son secteur automobile. Ces économies ne sont pas toutes déficitaires. La Colombie et le Pérou ont les déficits courants les plus élevés (supérieurs à 4 % du PIB), l'Inde et l'Indonésie ont, quant à eux, un déficit courant entre 1 et 2 % du PIB. Leur niveau d'épargne brute est plutôt faible et en baisse. Il est en moyenne proche des 20 % du PIB à l'exception de l'Indonésie et de la République tchèque dont les taux d'épargne brute se situent autour de 30 % du PIB.

Le troisième groupe est composé de trois pays d'Europe émergente (Hongrie, Pologne et Roumanie). Ce groupe est plus homogène, en particulier que le précédent, puisque ces économies ont une épargne faible, un compte courant à l'équilibre (très excédentaire en Hongrie), un niveau de dette externe rapporté au PIB en moyenne autour de 88 %, ce qui représente le double de la moyenne des économies émergentes de notre échantillon.

Enfin, **le quatrième et dernier groupe est constitué des économies dites vulnérables** (Afrique du Sud, Brésil, Mexique et Turquie). C'est un groupe bien identifié. Ces économies présentent les équilibres épargne/investissement les plus dégradés (creusement des comptes courants, solde public déficitaire et

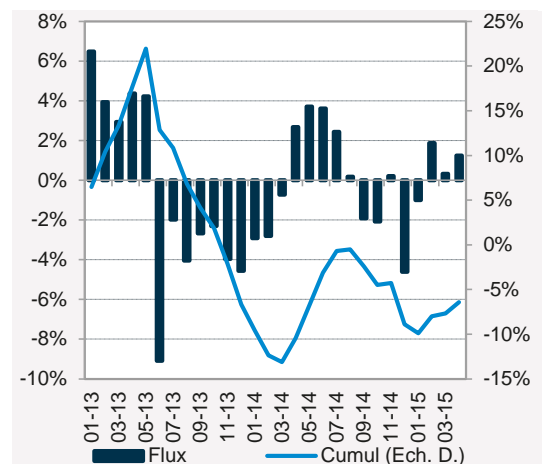
1 Flux obligataires du bloc chinois (% du stock pre-tapering)



Source : EPFR, Recherche Amundi

“ Les 20 pays émergents de notre échantillon se répartissent en quatre groupes ”

2 Flux obligataires du groupe Europe émergente (% du stock pre-tapering)



Source : EPFR, Recherche Amundi

baisse de l'épargne brute). Ces économies peuvent être caractérisées aussi par un besoin de réorienter leur modèle de croissance, basé sur la demande domestique, vers un modèle davantage tiré par l'investissement.

Le « taper tantrum » se sera traduit par une sortie massive de capitaux

Comme nous l'avons souligné, sur les deux dernières années, deux événements marquants ont agité les marchés obligataires des pays émergents. Ces derniers ont laissé leurs empreintes dans la dynamique des flux de portefeuilles obligataires. Dans un premier temps, le 22 mai 2013, le discours de Ben Bernanke, l'ancien président de la Fed, annonçant la fin progressive du dernier QE de la Fed, est venu semer le trouble sur les places financières du monde entier. Le *Fed tapering* a notamment eu pour conséquence un fort retrait de capitaux étrangers des marchés obligataires émergents.

Ces retraits ont été opérés sans discernement ni sélectivité au sein des quatre groupes de pays définis ci-dessus. Cette phase de sortie de capitaux des marchés émergents a débuté très brutalement dès le mois de mai 2013 et s'est terminée au mois de mars 2014. Le bilan de ce *sudden stop* a été sans commune mesure. Le bilan du *taper tantrum* parle de lui-même puisqu'en moyenne, environ 35 % du stock d'investissements obligataires de portefeuille acquis en période de *pre-tapering*¹ a été désinvesti.

Le « dollar tantrum », par opposition, aura été plus discriminant

Dans un second temps, le dollar a connu une phase d'appréciation très rapide, contre quasiment toutes les devises, en conséquence de la divergence historique de politique monétaire entre la Fed et la BCE. La première annonçait, alors, son intention de revenir graduellement à une politique conventionnelle, tandis que la seconde renforçait son dispositif non conventionnel via la mise en place d'un QE. Cette période appelée *dollar tantrum*, pendant laquelle le dollar s'apprécie d'environ 13 % en taux de change effectif réel et de près de 30 % contre l'euro, s'étale de juillet 2014 au premier trimestre 2015.

Du point de vue des flux obligataires de portefeuille, nos quatre groupes de référence ont été impactés assez différemment. En effet, rapporté au stock d'investissements obligataires de portefeuille acquis en période de *pre-tapering* – donc avant le premier épisode de stress – la baisse du stock n'a été que de 2,7 % pour le bloc chinois, là où la chute a été de 7 % pour le groupe d'Europe émergente et de 10 % pour le groupe de pays émergents les plus vulnérables. Le seul groupe ayant vu son stock d'investissements obligataires de portefeuille se reconstituer, avec une hausse de près de 5 % sur cette période, est celui des économies qui ont besoin de diversifier leur offre. Ceci étant, dans le détail, il faut néanmoins souligner que cette hausse est principalement due aux fortes entrées de capitaux sur le marché obligataire indien. Cet engouement pour l'Inde est à mettre en relation avec l'arrivée au pouvoir de Narendra Modi qui était alors crédité d'une véritable capacité de réforme.

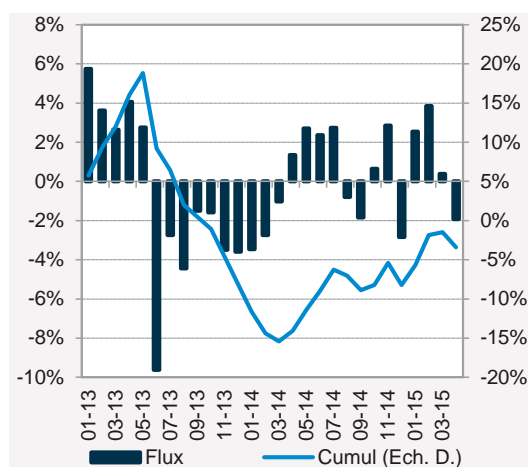
Le risque d'un autre épisode de stress pour la dette émergente est à prendre en considération

Le dernier acte de la divergence entre la Fed et la BCE se soldera-t-il par un « *liquidity tantrum* » au cours duquel les marchés obligataires pourraient être déstabilisés par l'assèchement de la liquidité des marchés obligataires systémiques? Une opération de QE vise fondamentalement à transformer de la liquidité de marché en liquidité monétaire pour soutenir la demande domestique. Ce faisant, la demande excédentaire liée au QE peut impacter significativement la liquidité de certains segments obligataires.

Les instruments tels que le Bund ou les obligations du Trésor sont centraux à la construction de portefeuille puisqu'ils ont pour vocation de présenter une corrélation négative vis-à-vis des actifs de crédit (dette souveraine émergente

¹ La période de *pre-tapering* est définie comme la période allant de janvier 2004 à mai 2013.

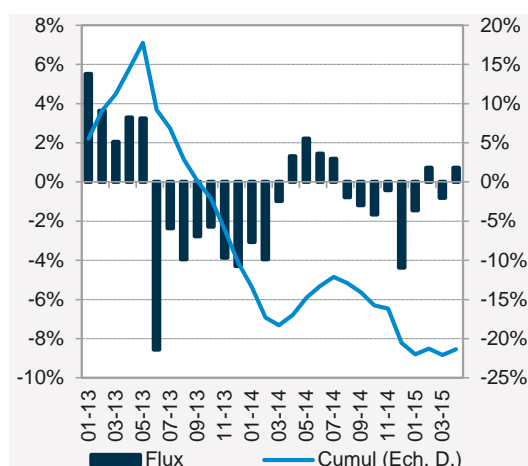
3 Flux obligataires du groupe diversification de l'offre (% du stock pre-tapering)



Source : EPFR, Recherche Amundi

“ La situation obligataire actuelle est très atypique. Ce n'est pas la remontée des taux qui la caractérise, ni la volatilité obligataire qui est intrinsèque à un environnement de taux bas ”

4 Flux obligataires du groupe vulnérable (% du stock pre-tapering)



Source : EPFR, Recherche Amundi

ou dette des entreprises privées). Si des primes de risque liées à la volatilité obligataire devaient se former dans les taux européens et américains, il y aurait une remontée mécanique de la corrélation entre les taux et les actifs de crédit. *In fine*, l'appétit pour les actifs de crédit les plus risqués, comme la dette émergente, pourrait diminuer substantiellement.

La situation obligataire actuelle est très atypique. La spécificité du QE européen tient non seulement en une liquidité sérieusement réduite par un programme d'achat qui devrait absorber 40 à 50 % des émissions de Bund, mais aussi par des taux négatifs sur une grande partie de la courbe des taux.

Il est important de rappeler que la remontée des taux sans risque est un mouvement que l'on a observé à chaque lancement des opérations d'achat mis en place par la Réserve Fédérale au cours de ces cinq dernières années. Dans les trois cas, la remontée des anticipations d'inflation explique pour l'essentiel ces mouvements de taux. La hausse des taux confirme l'efficacité de cette stratégie puisque celle-ci vise à la fois à une remontée des anticipations d'inflation et une réallocation des portefeuilles des investisseurs vers des actifs plus risqués. C'est probablement à ce mouvement que Mario Draghi faisait référence lors de son point mensuel de juin lorsqu'il indiquait, notamment, que les investisseurs devaient s'habituer à un environnement plus volatil.

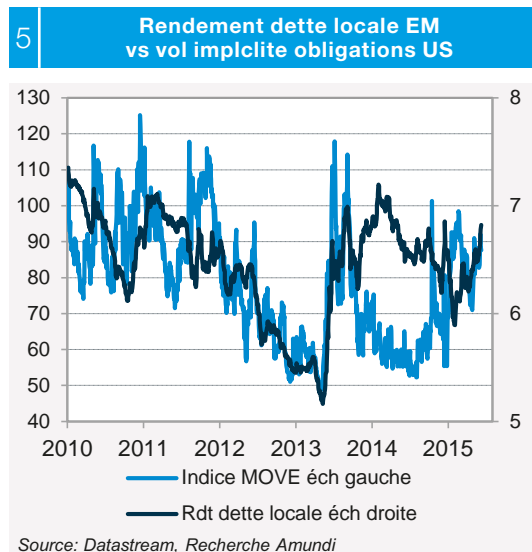
La volatilité des obligations du Trésor américain va induire une remontée de la volatilité des devises

Dans le contexte du QE européen, la remontée actuelle des taux européens est probablement plus alimentée par la formation d'une prime de liquidité que par une hausse des anticipations d'inflation. Ceci est notamment confirmé par le fait que le rebond des points morts d'inflation de moyen terme donne déjà les premiers signes de tassement.

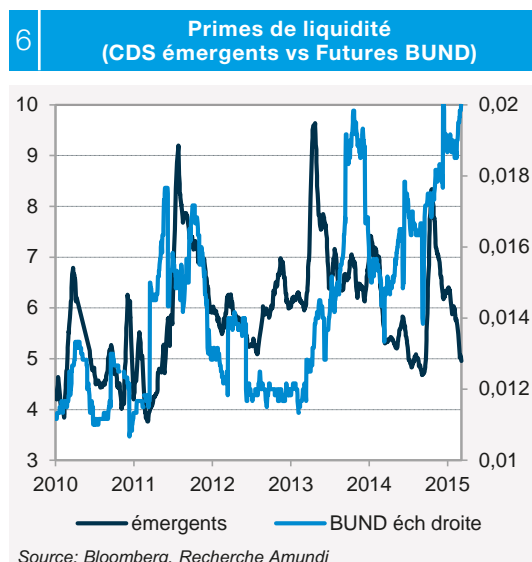
Ce contexte est devenu un peu moins favorable aux taux émergents. En premier lieu, les taux locaux sont pénalisés par les craintes des investisseurs d'un retour de la volatilité des devises émergentes. En effet, la remontée de la volatilité obligataire, notamment celle des obligations du Trésor américain, devrait induire une hausse de la volatilité des devises des économies avancées comme émergentes. Il est clair, par conséquent, que la stratégie de la Fed sera essentielle pour circonvier un retour en force de la volatilité des devises émergentes. Nous maintenons notre scénario d'une approche très graduelle dans le cas de la Fed. En conséquence de quoi, nous anticipons que la volatilité émergente devrait rester contenue.

La bonne tenue des *spreads* de la dette en dollar semble effectivement indiquer que l'inconfort actuel des investisseurs se cristallise sur les devises. Toutefois, pour que les *spreads* demeurent inertes face à la remontée de la volatilité obligataire européenne, il ne faudrait pas qu'un choc induise une demande excédentaire d'obligations du Trésor américain. Sur ce point, l'environnement actuel reste délicat : la conjoncture américaine se tasse, la stabilité financière en Chine se détériore avec l'envolée des marchés d'actions locaux (cf. texte n° 5 dans le Cross asset de juin 2015).

En cas de nouvel épisode de stress, c'est très probablement le groupe des économies qui ont le plus besoin de diversifier leur offre qui devrait être impacté ainsi celui des trois économies d'Europe émergente qui ont toutes un très large stock de dette externe.



“ La remontée actuelle des taux européens est probablement plus alimentée par la formation d'une prime de liquidité que par une hausse des anticipations d'inflation ”



5 Chine : la prochaine correction boursière est préoccupante

MARC-ALI BEN ABDALLAH, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
DELPHINE GEORGES, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
ESSAM N'ZOULOU, *Recherche Quantitative – Paris*

Les médias chinois ont rapporté que les autorités de régulation avaient demandé ce mois-ci aux banques de reporter leur investissement en actions, ainsi que dans les fonds de gestion de fortune. Cette demande reflète l'inquiétude du gouvernement sur la soutenabilité du rallye actions en cours. Cela peut se comprendre. L'indice composite Shanghai a progressé de 136 % au cours de l'année écoulée, et l'indice Shenzhen, plus domestique, de 166 %. Les indicateurs de *momentum* tel que le ratio des prix à leurs moyennes glissantes 200 jours apparaissent, maintenant, extrêmement tendus. Ils sont supérieurs à 1,5, un seuil à partir duquel la correction de 2007 a débuté. Nous avons utilisé nos propres oscillateurs qui pointent vers un pic de marché possiblement atteint d'ici la fin d'année. La situation actuelle est insoutenable parce qu'elle se trouve en totale contradiction avec les fondamentaux de l'économie chinoise. Elle est, de surcroît, préoccupante parce qu'elle révèle des vulnérabilités du secteur des ménages et du secteur bancaire.

Les primes de risques exigées par le marché sont tombées au plus bas depuis 2009

Une telle accélération des prix est nécessairement associée à une très forte baisse des primes de risque exigées¹ par les investisseurs. Cet abaissement est visible dans la compression des multiples de valorisation. Dans le cas de l'indice Shenzhen le multiple des prix aux bénéfices réalisés atteint les 68 x, l'indice des valeurs technologiques les 117 x pour des multiples prix – fonds propres de 6 x et 13,5 x.

En l'occurrence le *yield gap*² atteint pour l'indice Shenzhen les 100 pb ce qui représente son plus bas niveau depuis 2009. Ce mouvement s'est réalisé dans un contexte d'une banque centrale chinoise ayant assoupli son biais de politique monétaire. Par conséquent, la compression des multiples a été accompagnée par une baisse des taux longs. D'ailleurs, si les taux étaient restés inchangés depuis l'été dernier, le *yield gap* serait aujourd'hui tout simplement nul !

L'incontournable triptyque : *momentum* de prix, valorisation et qualité des fondamentaux

Un tel niveau de valorisation pose problème. Pour être soutenable, il faudrait qu'il soit le reflet d'un abaissement du risque structurel des marchés actions chinois ou bien qu'il annonce un redressement très significatif des trajectoires des profits des entreprises chinoises.

En effet, l'arithmétique est très simple : la variation du prix d'un indice $\frac{\partial P}{P}$ pour un horizon donné, le *momentum* de prix est égale à la variation du multiple (par exemple prix-bénéfices) $\partial \ln\left(\frac{P}{E}\right)$ résultante d'un changement de perception du risque du marché considéré augmenté de l'anticipation de variation des bénéfices sur la période : $\frac{\partial E}{E}$

$$\frac{\partial P}{P} = \partial \ln\left(\frac{P}{E}\right) + \frac{\partial E}{E}$$

Aucun élément structurel ne justifie un appétit aussi démesuré...

Sur l'aspect structurel, nous avons déjà eu l'occasion d'expliquer, dans cette publication, la phase de transition économique dans laquelle se trouve

¹ Les primes de risques exigées sont calculées ici comme l'écart entre *earning yield* – inverse du multiple prix-bénéfices – et les taux longs réels (calculés comme la différence entre taux nominaux et taux d'inflation moyen sur les cinq dernières années). Cette métrique s'appelle aussi un *yield gap*.

² Voir note 1.

L'essentiel

La trajectoire actuelle des marchés actions chinois n'est pas soutenable. Une correction devrait survenir avant la fin de l'année.

La configuration actuelle ressemble à celle d'avant la correction survenue à partir de mai 2007 : des performances de plus de 100 %, des mesures de valorisation tendues mais il existe aussi des différences fondamentales qui sont liées au fait que l'économie chinoise a connu un boom de crédit. Le plus préoccupant demeure l'appréhension de la situation exacte de ménages et des banques. Les premiers semblent tentés par une reconstitution rapide d'un stock d'épargne via des investissements spéculatifs de court terme. Les autres sont à la recherche de revenus dans un contexte de détérioration de leurs marges. Ce faisant, ils contribuent à fragiliser le seul segment de financement des entreprises qui reste peu développé : les marchés actions. Le risque qu'une nouvelle correction conduise à un recul des transactions sur les marchés chinois est élevé. Ceci tombe au plus mal alors que le gouvernement envisage de restructurer et privatiser en partie le secteur des entreprises publiques.



Les indicateurs de *momentum* tel que le ratio des prix à leurs moyennes glissantes 200 jours [...] sont supérieurs au seuil à partir duquel la correction de 2007 a débuté



L'Empire du Milieu (Cross Asset janvier 2015 — texte N° 4 « *La Chine au XXI^e siècle : manipuler avec précaution* »). Nous reviendrons encore sur ce sujet. Notre principale conclusion, est, néanmoins, que même s'il y a une probabilité élevée que cette transition se déroule sans accident majeur, il n'en demeure pas moins vrai que beaucoup d'incertitudes subsistent au niveau domestique. En conséquence de quoi, les investisseurs rationnels ne peuvent considérer à ce jour que les actions chinoises seraient devenues *ex-nihilo* moins risquées que par le passé.

... ni même d'éléments conjoncturels

Sur l'aspect conjoncturel, deux indicateurs sont aujourd'hui particulièrement pertinents: l'offre de monnaie comme indicateur des conditions de crédit domestique et le dollar comme indicateur de compétitivité chinoise³. On observe que la prime de risque exigée s'est abaissée malgré une forte hausse du dollar et malgré le ralentissement de l'offre de monnaie.

On pourrait arguer que le marché des actions chinois notamment domestique anticipe une nouvelle expansion d'ampleur de l'offre de monnaie. Ce serait tout bonnement faire abstraction de ce que la banque centrale tente depuis longtemps de ralentir une bulle de crédit qui a déjà amené à la création de surcapacités dans un certain nombre de secteurs, en particulier le secteur immobilier.

La fièvre actuelle n'est pas rassurante sur la situation des banques chinoises

Il faut dire que nul n'ignore que la dynamique actuelle des marchés d'actions en Chine est insoutenable. Nul, sauf, on serait tenté de le croire, les ménages chinois. D'ailleurs, le paradoxe de la situation réside dans le fait que quasiment tous les prix sont à la baisse en Chine. L'Empire du Milieu connaît une déflation au sens large. Les prix industriels du secteur manufacturier sont à la baisse depuis 2012, le déflateur du PIB — mesure de prix de biens et de services la plus large de l'économie — baisse pour la première fois depuis six ans au premier trimestre, et enfin les prix immobilier corrigent depuis plusieurs mois. Tous les prix baissent... sauf les prix des actions.

La seule corrélation qui semble justifier la trajectoire parabolique actuelle est celle du nombre de comptes auprès de courtiers effectuant des transactions en yuan⁴ (cf. graphique). Cet engouement pour les actions se réalise alors que l'immobilier résidentiel poursuit sa correction. Il est donc rationnel de considérer qu'à l'origine de ce rallye se trouverait une volonté de réallocation d'épargne de la part des particuliers.

Si tel est le cas pourquoi le mouvement ne s'est-il pas tari de lui-même ? Très probablement parce que les banques elles-mêmes n'ont rien fait pour ; il faut dire que, de leur point de vue, la manne dérivée des transactions sur le marché domestique ne peut être négligée alors que le nombre de prêts de mauvaise qualité ne cesse de croître, que le régulateur envisage une libéralisation totale des taux de dépôts qui, à terme, entraînera une compression des marges bancaires et que le hors-bilan, formé de produits structurés, souffre de la correction immobilière. Depuis le début de l'année, pas moins de 31 millions de comptes ont été ouverts.

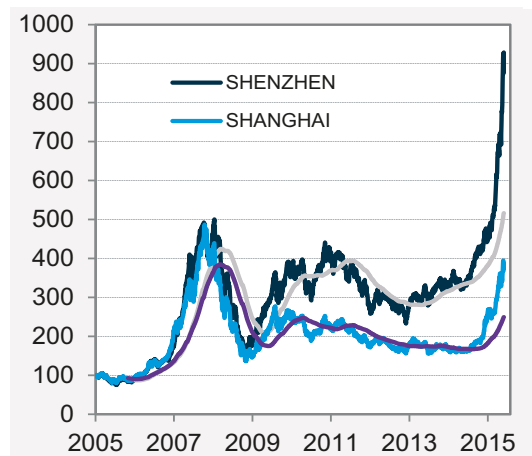
La correction est inéluctable

Au final, la trajectoire parabolique des marchés actions devrait corriger avant la fin de l'année. Cette perspective ne paraît pas effrayer les acteurs financiers chinois. Ils ont déjà connu un tel épisode en 2007-2008. Comme à l'époque, plusieurs tentatives avaient été faites pour refroidir le marché. Récemment, les courtiers ont réduit les montants prêtés sous l'impulsion d'un retrait de liquidité de la banque centrale. En 2007, le gouvernement avait alors augmenté la taxe

³ Le yuan est une devise encore très ancrée au dollar.

⁴ Le marché des actions dispose d'un segment où les prix des actions sont libellés en yuan (segment A) et un segment où les actions sont libellées en devises étrangères (segment B).

1 Frénésie de marché : prix et moyenne mobile 200 j

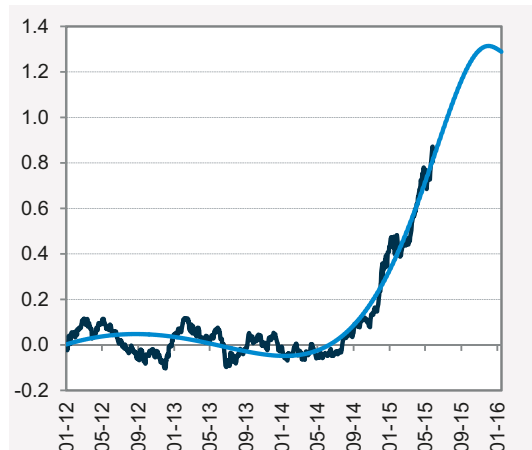


Source : Bloomberg, Recherche Amundi



L'arithmétique est très simple : la variation du prix d'un indice est égale à la variation du multiple augmentée de l'anticipation de variation des bénéfices

2 Estimation du pic de marché : décembre 2015

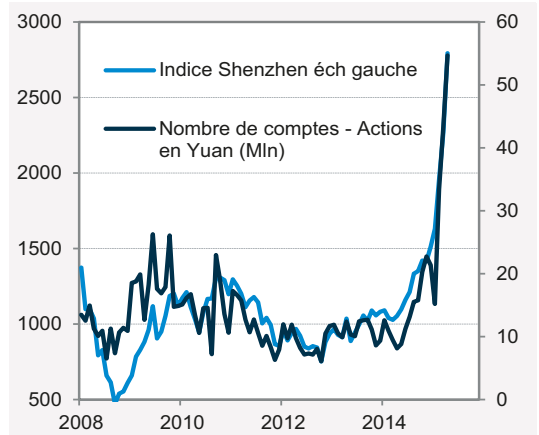


Source : Datastream, Recherche Amundi

sur les transactions financières. En outre, le gouvernement tente d'attirer des fonds étrangers via l'ouverture d'une passerelle entre le marché de Hong Kong et celui de Shanghai. Il ne faut pas exclure que ceci permette d'amortir une baisse qui pourrait être aussi vertigineuse que rapide.

Cependant, le plus préoccupant demeure l'appréhension de la situation exacte des ménages et des banques. Les premiers semblent tentés par une reconstitution rapide d'un stock d'épargne peut être en vue de repayer une partie des dettes accumulées pendant le boom immobilier. Les autres sont à la recherche de revenus. Ce faisant, ils contribuent à fragiliser le seul segment des financements des entreprises qui reste peu développé. Le risque qu'une nouvelle correction conduise à un recul des transactions sur les marchés chinois est élevé. Ceci tombe au plus mal alors que le gouvernement envisage de restructurer et privatiser en partie le secteur des entreprises publiques.

3 Nombre de comptes actions en yuans (Mln)

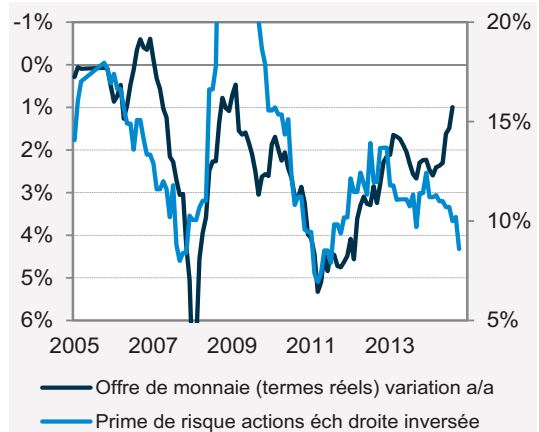


Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Cet engouement pour les actions se réalise alors que l'immobilier résidentiel poursuit sa correction. À l'origine de ce rallye se trouverait donc une volonté de réallocation d'épargne de la part des particuliers

4 Prime de risque exigée contre variation 12m de l'offre de monnaie réelle



Source : Datastream, Recherche Amundi



6 Dynamique d'offre d'obligations d'entreprises et de dette souveraine en euro dans le contexte du QE

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

Crédit: offre record résultant d'un auto-ajustement à la demande robuste

Comme nous l'avons déjà souligné dans notre numéro d'avril (lire « *Le marché primaire explosif pèse sur les performances des marchés du crédit euro* »), l'annonce du QE de la BCE a entraîné un accroissement considérable des flux d'investissement et des volumes d'émissions d'obligations d'entreprises en euro. La collecte des fonds et ETF d'obligations d'entreprises IG et HY s'est nettement accélérée dans les semaines et les mois qui ont suivi l'annonce du lancement du QE (le 22 janvier); dans le même temps les volumes de nouvelle dette émise sur le marché primaire ont aussi explosé. Sur les marchés du crédit, la demande tire l'offre plus souvent que l'inverse, cela s'est particulièrement vu cette fois-ci étant donné les caractéristiques exceptionnelles des dernières mesures de la BCE. Rapidement, l'offre s'est ajustée à la hausse de la demande en rendement et produits de spread, jusqu'à devenir supérieure au flux des investissements; conséquence, la sous-performance en apparence paradoxale de la classe d'actifs, dictée principalement par la tendance de quête de rendement pendant le tout premier mois des achats d'actifs de la BCE. À cet égard, après le mois de mars qui s'est révélé l'un des plus actifs pour le marché primaire IG et HY, la situation a bien changé en avril et en mai: les nouvelles émissions ont ralenti en avril, à la suite de ce que l'on pourrait qualifier d'« indigestion du marché », puis le repricing des dettes souveraines à l'échelle mondiale, pendant les derniers jours du mois, s'est traduit par des niveaux d'offre encore plus faibles en mai. Dans le sillage de l'évolution des facteurs techniques, les performances se sont inversées et la classe d'actifs a de nouveau surperformé. Le fait est que dans l'environnement actuel très influencé par la liquidité, les facteurs techniques affectant l'équilibre de l'offre et de la demande jouent un rôle très important.

Les facteurs techniques comptent aussi sur le marché souverain

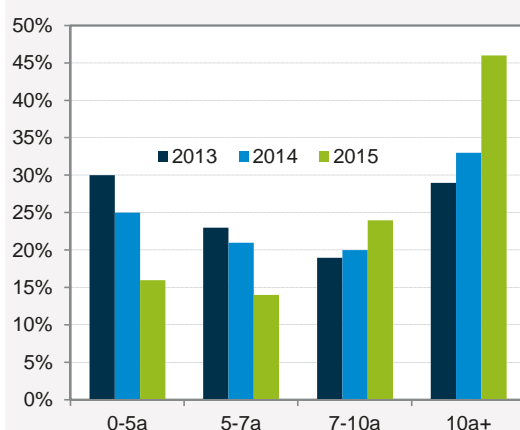
À la fin du mois d'avril et en mai, les rendements obligataires à long terme ont fortement augmenté dans les pays développés (Allemagne mais aussi États-Unis, Royaume-Uni, Australie, Canada, etc.). Cette tendance s'est opérée sous l'effet de facteurs globaux, essentiellement le rebond des cours pétroliers depuis la mi-mars, qui a contribué à faire remonter les anticipations d'inflation. La hausse des taux à long terme s'est révélée plus marquée en Allemagne, probablement en raison de prises de bénéfices après cinq trimestres consécutifs de baisse des rendements. Mais les facteurs techniques ont aussi certainement joué un rôle: en effet, mai est traditionnellement le mois le plus chargé en termes d'émissions nettes de dette souveraine dans la zone euro. De plus, les émissions avaient été très négatives dans les pays du cœur en avril, ce qui a probablement contribué à compresser les rendements à des niveaux très faibles. Le 19 mai, Benoît Cœuré a déclaré que la BCE allait accélérer ses achats de dette souveraine en mai et en juin dans l'optique de les réduire en juillet et en août, mois où « la liquidité du marché sera beaucoup plus faible ». Or ces propos ont immédiatement contenu la progression des rendements allemands. Benoît Cœuré a expliqué que la décision d'accélérer les volumes d'achats n'avait rien à voir avec le récent épisode de volatilité des marchés: difficile à croire dans la mesure où l'Eurosystème n'a que très modestement accéléré les achats du plan PSPP dans les premières semaines de mai (à hauteur d'environ 2 milliards d'euros/semaine). Cela tendrait à indiquer que les achats de l'Eurosystème seront à peine moins importants en juillet et en août, époque à laquelle les émissions nettes sont généralement très faibles, voire négatives. En d'autres termes, les facteurs techniques vont soutenir les marchés obligataires dans les prochaines semaines.

L'essentiel

Indirectement, le QE de la BCE a contribué à un volume d'offre record sur les obligations d'entreprises IG, en réponse à la forte demande de rendement: par conséquent, en avril 2015 les volumes nets d'émissions de dette Corporate non financière atteignaient déjà les niveaux qu'ils avaient représentés pour l'ensemble de 2014.

Ce sont les entreprises notées BBB qui ont le plus bénéficié de la quête de rendement des investisseurs en émettant des volumes de dette à long terme sans précédent, pour financer leurs maturités actuelles et futures. La hausse des risques de crédit et de duration de l'univers IG en euro semble s'apparenter à un phénomène structurel comportant à la fois des avantages et des inconvénients; mais à quoi faut-il s'attendre à horizon rapproché? Dans cet article, nous étudions la dynamique des marchés primaires et des facteurs techniques dans le contexte du plan d'assouplissement quantitatif (QE) lancé par la BCE.

1 Émissions d'obligations d'entreprises EUR IG de jan. à avril, distribution par maturité (en %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

La demande de risques de crédit et de durée accrue est bien accueillie par l'offre

Les émissions sont toujours dominées par les non-financières...

Ces dernières années, le désendettement des banques et la désintermédiation ont entraîné des écarts importants dans les émissions brutes et nettes de dette des entreprises financières et non-financières. Par conséquent, l'encours de dette des entreprises industrielles et des entreprises *utilities* représente aujourd'hui 60 % de l'ensemble des obligations IG en euro, contre seulement 45 % il y a quatre ans et 50 % il y a trois ans. La quête de rendement est restée une force dominante des marchés obligataires européens : plus le rendement s'est concentré sur les segments faiblement notés et ceux de maturité élevée, plus le marché des obligations d'entreprises IG s'est adapté à l'accroissement de la demande en termes de risques de crédit et de durée. Profitant de cet environnement de taux faibles, les sociétés se sont assurées des coûts de financement très bas pour une période prolongée, allongeant la maturité moyenne de leurs dettes sur le marché primaire. Notons que certains États (principalement l'Allemagne, l'Espagne, la Belgique, les Pays-Bas et le Portugal) ont également profité de l'environnement de taux bas de ces derniers mois pour allonger la maturité de leur dette obligataire.

... essentiellement via des obligations faiblement notées / à échéance éloignée...

Le premier graphique représente la tendance très prononcée qui s'opère depuis quelques semaines au niveau des nouvelles émissions de dette IG non financière, par segments de maturité. Durant les quatre premiers mois de 2015, on remarque que 45 % des nouvelles obligations ont été émises à des maturités supérieures ou égales à 10 ans, contre respectivement 33 % en 2014 et 29 % en 2013. Les émissions ont aussi progressé sur les échéances 7-10 ans, à 24 % cette année contre 19 % en 2013 et 20 % en 2014. Le deuxième graphique montre que les émetteurs faiblement notés sont à l'origine de cette croissance récente de la dette, puisque leur poids est passé d'un quart à un tiers du total des volumes d'émissions d'obligations IG non financières. Depuis la « pré-annonce » du QE de la BCE en septembre dernier, sur 100 milliards d'euros d'émissions nettes au total, 73 milliards ont été émis par des entreprises notées BBB.

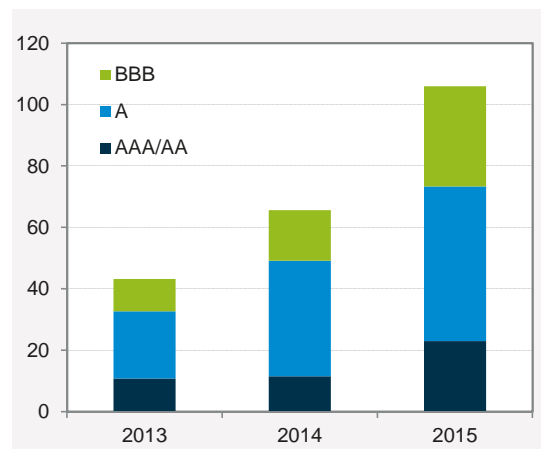
... et un plus grand rôle des entreprises américaines

Attirés par les coûts de financement très faibles pratiqués dans la région par rapport à leur marché local, les émetteurs non-européens, et notamment américains, ont joué un rôle important dans les tendances que nous avons décrites, et continuent à le faire. Alors que les entreprises américaines comptaient à peine pour 5 % de l'encours de dette non financière en euro il y a deux ans, ce chiffre est aujourd'hui de 12 %, ce qui place les États-Unis au troisième rang des pays les plus représentés après la France et l'Allemagne.

Résultat: un « nouvel » univers d'obligations d'entreprises IG présentant des risques de crédit et de durée accrue.

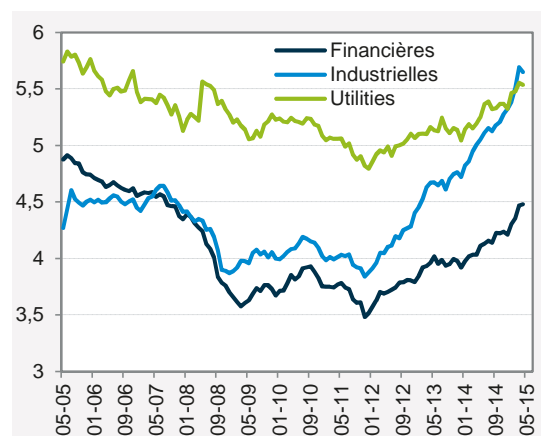
En conséquence, la durée moyenne de l'univers des obligations d'entreprises IG en euro s'est nettement accrue ces dernières années, après avoir diminué principalement sous l'effet de la crise financière mondiale et de la crise de la dette souveraine. Comme on peut le voir sur le graphique, la durée moyenne des obligations d'émetteurs industriels est passée de 4 ans à 5,6 ans actuellement en tout juste trois ans, l'essentiel de la tendance s'étant produit au cours des dix-huit derniers mois. Les obligations d'émetteurs financiers et des services aux collectivités ont aussi allongé leur maturité, mais dans une moindre mesure. L'autre graphique représente la hausse beaucoup plus modeste de la durée sur le segment spéculatif durant la même période. Les obligations HY ont en effet vu leur durée moyenne augmenter d'un peu plus de six mois seulement, alors que sur la même période celle des obligations IG a progressé de plus de dix-huit mois. Cette détérioration de la qualité couplée à l'allongement de la durée augmente le profil de risque des obligations IG en termes de performance totale

2 Émissions brutes d'obligations d'entreprises EUR IG de jan. à avril (en Mds €)



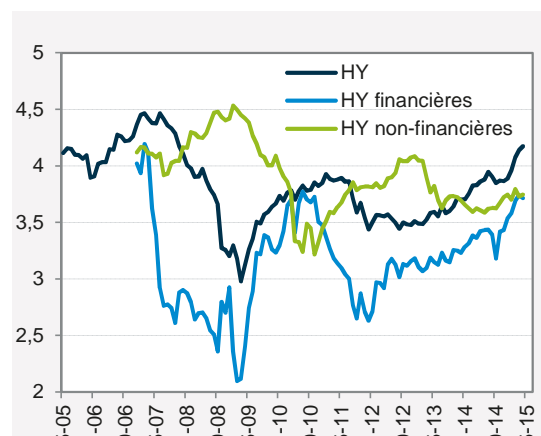
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

3 Obligations d'entreprises EUR IG : durée modifiée moyenne (en années)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

4 Obligations d'entreprises EUR HY : durée modifiée moyenne (en années)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

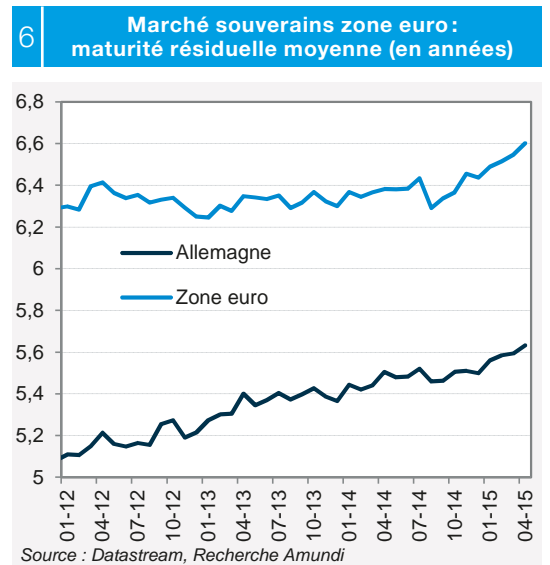
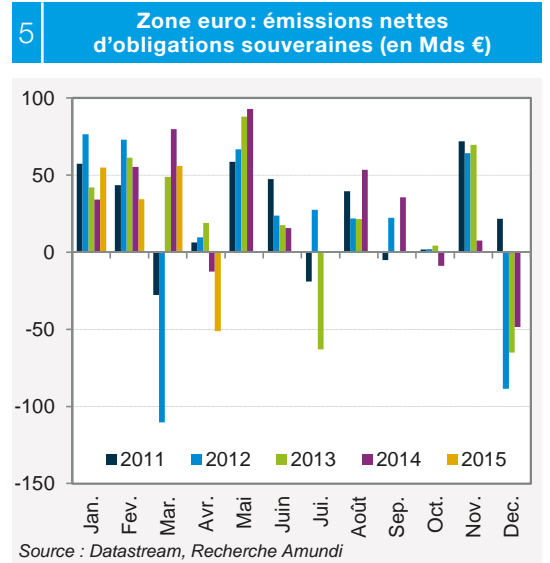
et de flux d'investissement dans le cas où la tendance des rendements s'inverse. Dans le même temps, l'évolution récente des obligations d'entreprises en euro rend l'univers plus « complet » et rapproche sa structure de celle du marché américain en offrant davantage d'opportunités sur les segments plus longs des courbes de taux, où les forces de la quête de rendement se font le plus sentir en ce moment.

Un regard sur l'offre nette : jusqu'à présent en 2015 par rapport à 2014

Comme nous l'avons déjà souligné, le QE a provoqué une hausse des volumes bruts d'émissions pendant les quatre premiers mois de 2015, et les entreprises non-financières (industrielles et *utilities*) ont déjà émis l'équivalent de la moitié de leurs volumes bruts d'émissions de 2014. Les financières sont encore à la traîne, malgré un début d'année sur les chapeaux de roue pour les émissions d'obligations sécurisées qui sont l'une des classes d'actifs rachetées par la BCE dans le cadre de son QE. Néanmoins c'est au niveau de l'offre nette que la tendance est la plus remarquable : les émissions nettes (émissions brutes moins les obligations arrivées à maturité) des entreprises non-financières ont atteint le même volume entre janvier et avril 2015 que durant toute l'année 2014 ! En revanche, les émissions nettes des émetteurs financiers sont restées négatives malgré les réformes réglementaires et l'activité des obligations sécurisées : ainsi les émissions brutes ont avoisiné les 100 Mds €, moins que les 125 Mds € d'obligations arrivées à maturité. Conséquence, des émissions nettes négatives à hauteur d'environ 25 Mds €.

À quoi faut-il donc s'attendre dans l'immédiat ?

Étant donné l'activité sans précédent du marché primaire et les émissions nettes positives depuis le début de l'année, il est probable que l'offre ralentisse au cours des prochains mois. Les principaux facteurs qui tendent à l'indiquer sont le tassement des flux d'investissement, l'importance du préfinancement effectué par de nombreux émetteurs et la reprise des crédits bancaires à des conditions plus avantageuses que le marché obligataire. Le *repricing* des rendements souverains ces dernières semaines a plus pesé sur la performance totale de la dette IG que sur celle de la dette HY et a déjà provoqué un ralentissement des investissements dans les obligations d'entreprise IG les mieux notées. Comme de nombreux émetteurs ont déjà procédé à des pré-financements, on peut s'attendre à ce que l'équilibre offre/demande devienne plus favorable au cours des prochains mois, ce qui devrait soutenir les forces techniques bénéficiant aux obligations d'entreprises.



7 Une bonne résistance du crédit malgré la hausse des taux

VALENTINE AINOUS, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Les marchés du crédit euro ont été marqués par une remontée non anticipée des taux allemands fin avril. La hausse a surpris par son amplitude et sa violence : +50 pb en quelques séances après une baisse quasi continue depuis plusieurs trimestres. Cette correction peut s'expliquer par une conjonction de facteurs : prise de profit, rebond du prix du pétrole, meilleures perspectives économiques en zone euro et remontée des anticipations d'inflation. Comment les marchés du crédit ont-ils réagi ? Quel positionnement adopter en tant qu'investisseur ?

La hausse du Bund a effacé en partie le rendement total des obligations IG

Les tensions sur les emprunts d'État ont pesé sur le rendement total des obligations IG au cours des dernières semaines. Elles ont effacé en partie la performance positive enregistrée depuis le début de l'année : ce rendement a chuté d'un niveau de 1.8 % mi-avril à 0.43 % fin mai. La volatilité a été particulièrement forte pour les maturités 7/10 ans et plus pour les émetteurs de bonne qualité (AAA-AA) du fait de leur durée plus élevée.

Il convient de souligner la bonne résistance du HY : le rendement total cumulé depuis le début de l'année a été peu affecté par la correction du bund. Il atteint fin mai un niveau de 3.7 %. Cette surperformance s'explique par la durée plus faible et le spread plus élevé de ce segment. La contribution négative de l'« effet taux » a été compensée par un « effet spread » positif.

Mais la performance en termes de spread est restée solide

La correction du Bund a en effet entraîné un resserrement des *spreads* de crédit. Les indices IG et HY se sont resserrés respectivement 4 et de 6 pb de mi-avril à mi-mai. Comment expliquer cette bonne performance des marchés du crédit ?

En règle générale, une hausse rapide et marquée des rendements des pays les mieux notés a un impact opposé sur les *spreads*. Ces derniers se resserrent au fur et à mesure que les perspectives économiques s'améliorent. Les dernières données publiées sur la croissance dans la zone euro semblent confirmer les signaux favorables envoyés par les indicateurs microéconomiques. Les résultats positifs publiés par les entreprises européennes pour le T1 ont confirmé l'impact de la dépréciation de l'euro par rapport aux trimestres précédents (cf. Lettre hebdomadaire 11 au 15 mai).

Les facteurs techniques ont également joué un rôle favorable pendant cet épisode de forte volatilité obligataire.

- L'activité sur le marché primaire a fortement ralenti pendant cet épisode de forte volatilité obligataire. Rappelons que le premier trimestre s'était caractérisé par une activité record sur le segment IG (130 Mds € au T1 2015 contre 108 Mds € au T1 2014). Ce regain d'activité est lié à l'arrivée d'émetteurs non-européens en particulier américains, attirés par les taux d'intérêt exceptionnellement bas (50 Mds € au T1 2015 contre 27 Mds € au T1 2014).
- Parallèlement, l'analyse des données publiées par EPFR témoigne d'un maintien des flux hebdomadaires vers le crédit euro. Le crédit IG a enregistré des flux positifs au cours des dernières semaines. Le marché du HY a également bénéficié de quelques collectes mais dans des proportions beaucoup plus limitées.

Le QE de la BCE ne fait que commencer

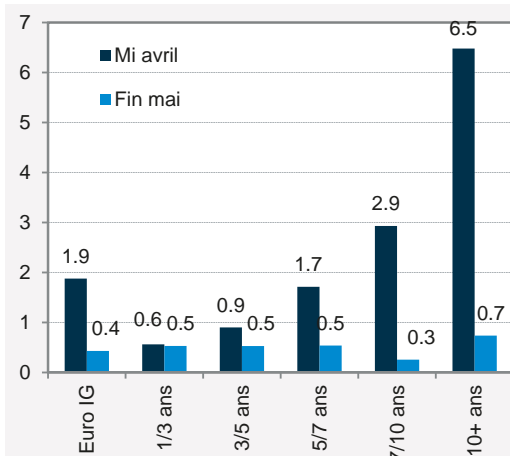
Nous ne considérons pas ce *sell-off* obligataire comme la matérialisation d'une nouvelle tendance mais plutôt comme la correction d'un excès passé : 20 %

L'essentiel

Les marchés du crédit euro ont été marqués par une remontée non anticipée des taux allemands. La hausse a surpris par son amplitude et sa violence. Le crédit a toutefois bien résisté.

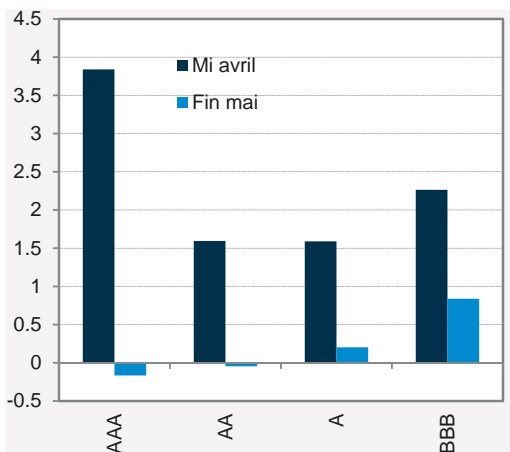
La hausse des taux souverains s'est accompagnée d'un resserrement des *spreads*. Nous ne considérons pas ce *sell-off* obligataire comme la matérialisation d'une nouvelle tendance mais plutôt comme la correction d'un excès passé. Le QE de la BCE devrait maintenir une configuration technique favorable au cours des mois et des trimestres à venir. Nous maintenons notre préférence pour le crédit euro versus le crédit dollar.

1 Rendement total depuis le début de l'année



Source : BofA Merrill Lynch, Recherche Amundi

2 Rendement total depuis le début de l'année



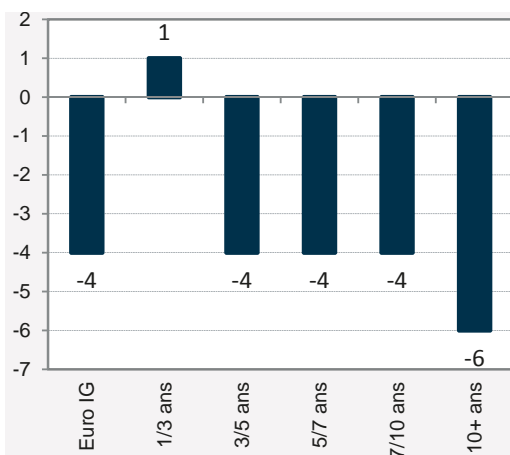
Source : BofA Merrill Lynch, Recherche Amundi

du marché obligataire affichait un rendement négatif avant correction du Bund contre 13 % après.

Le QE de la BCE devrait maintenir une configuration technique favorable au cours des mois et des trimestres à venir. Benoît Coeuré a en effet annoncé une accélération temporaire aux mois de mai et juin du programme de rachat d'actifs de 60 Mds € de la BCE. Il a jugé la récente correction comme normale, il s'inquiète cependant de la rapidité de cet ajustement qui traduit la faiblesse de la liquidité du marché obligataire. Rappelons que près de 85 % du QE est encore à venir! Nous restons positifs à l'égard du crédit et nous maintenons notre préférence envers les segments à bêta élevé (HY, BBB, financières).

La divergence des politiques monétaires de la BCE et de la Fed qui semble s'accroître nous incite à préférer le crédit euro au crédit dollar. Le QE de la BCE devrait maintenir une configuration technique favorable au cours des trimestres à venir. Une hausse non-anticipée par le marché des taux directeurs de la Fed aurait un impact négatif sur les actifs risqués US (notamment actions et crédit HY), fortement dopés ces dernières années par les politiques monétaires extrêmement accommodantes. Une sous-performance du crédit dollar suite à une hausse des taux directeurs serait une opportunité d'achat intéressant car les valorisations offertes par le crédit US sont plus intéressantes que celle de la zone euro. Nous gardons cependant à ce jour notre préférence pour le crédit euro. Le principal risque sur notre scénario demeure un évènement politique/économique tel la sortie de la Grèce dans la zone euro.

3 Variation des spreads (15/04/2015-15/05/2015)



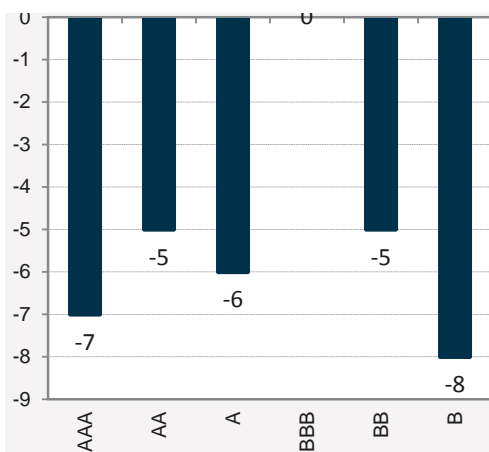
Source : BofA Merrill Lynch, Recherche Amundi



85 % du QE est encore à venir



4 Variation des spreads (15/04/2015-15/05/2015)



Source : BofA Merrill Lynch, Recherche Amundi

8 Aéronautique civile : risques de turbulences durant la phase de décollage

FRANCINE LENOIR, *Analyse Actions – Paris*

Le marché de l'aéronautique civile est un secteur structurellement en croissance porté par la hausse du trafic aérien mondial de l'ordre de 5 % sur le long terme, un besoin crucial de nouvelles capacités dans les pays émergents, de renouvellement dans les pays matures tandis que les carnets de commandes des avionneurs (Airbus, Boeing) cumulent, d'ores et déjà, à plus de 8 ans pour les moyens courriers (A320, B737). Mais ce secteur ne risque-t-il pas d'être victime de son succès ? Les cadences de production s'accroissent quand dans le même temps entrent en service de nouveaux modèles (A350) ainsi que des plateformes re-motorisées (A320 Neo, A330 Neo, B737 Max). Vient se rajouter à ces défis, un nouvel environnement pétrole dont la chute des cours sera de nature à influencer le comportement des compagnies aériennes.

Les conclusions présentées ci-après proviennent à la fois de nos entretiens avec les grands acteurs du secteur ainsi qu'auprès de consultants indépendants spécialisés dans le secteur aéronautique.

Les défis technologiques

Tout d'abord essayons de comprendre pourquoi tant Airbus que Boeing ont décidé de re-motoriser leur avion moyen-courrier.

Les moyens courriers (A320- B737) représentent 78 % des livraisons d'Airbus et 67 % de celles de Boeing, autant dire que l'enjeu est de taille.

Pendant un temps ces deux avionneurs réfléchissaient à réaliser un avion complètement rénové, capable d'offrir des économies de consommation de carburant de 25 % à 30 % (la consommation de kérosène représente, en moyenne, 30 % des coûts d'exploitation d'une compagnie aérienne), ce qui signifiait de réaliser un vrai saut technologique, notamment en matière de motorisation.

Deux obstacles sont venus contrarier ce projet :

1. Dans le même temps, le canadien Bombardier et le Chinois Comac, s'apprêtaient à sortir deux avions potentiellement concurrents (que l'on situera dans la classe inférieure, en nombre de sièges, des Airbus ou Boeing). Il fallait donc leur couper l'herbe sous le pied. Ces deux programmes ont pris du retard et devraient au mieux entrer en service en 2016.
2. Mais surtout les motoristes n'étaient pas au point technologiquement parlant, ce fameux saut technologique ne devant pas pouvoir s'opérer, *in fine*, avant les années 2020-2025.

Airbus a tiré le premier et décidé fin 2010 la remotorisation de son avion vedette, Boeing se décidera 8 mois plus tard.

Tant l'A320 Neo (*new version option*) que le B737 (Max) ont depuis, engrangé d'importantes commandes et s'avèrent donc être des succès commerciaux indéniables.

Il s'agit désormais de bien exécuter la transition entre l'avion classique et le re-motorisé, transition qui s'effectuera principalement entre les années 2016-2018. La phase critique, selon nos interlocuteurs se situerait sur les années 2016-2017.

À ce stade, les groupes se disent prêts avec des premières livraisons fin 2015 pour Airbus, les efforts d'investissements sont réalisés et la chaîne de fournisseurs sous contrôle. De son côté les motoristes tels que Safran devront passer d'une production de 1 600 moteurs classiques en 2015 à 1 800 moteurs, nouvelle génération, en 2020.

L'essentiel

Les grands acteurs de l'aéronautique civile vont devoir relever deux principaux défis dans les trois prochaines années: Le premier a trait à la remotorisation des avions moyens courriers (famille d'Airbus A 320 et de Boeing 737). Cette catégorie d'avions, la plus vendue dans le monde, représente 2/3 des volumes de livraisons annuelles d'Airbus et de Boeing. C'est donc un enjeu essentiel qu'il va falloir mener de front, parallèlement au deuxième défi que représente la nécessaire montée en cadence de production (à des niveaux jamais encore atteints à ce jour) de cette même catégorie d'avions, hausse de cadence qui permettra d'alléger des carnets de commandes qui cumulent à plus de 8 ans.

Tous les acteurs du civil seront concernés, de l'avionneur (Airbus, Boeing), au motoriste (Safran, GE, notamment) en passant, bien entendu, par toute la chaîne de fournisseurs. Si ces challenges sont réels, ces industriels s'y sont préparés depuis plusieurs années, au travers d'investissements de capacité, de R & D, et d'un contrôle rigoureux de la chaîne d'approvisionnement. Ces acteurs tenteront donc de ne pas être victimes de leur propre succès sur un marché en croissance structurelle, portée à la fois par un trafic aérien en hausse moyenne de 5 % par an (7 % cette année), ainsi que par des besoins de remplacement de flotte vieillissante dans les pays matures et de capacité dans les pays émergents tels que l'Inde ou la Chine dont les classes moyennes viendront chaque année grossir le flot de passagers.



Les années 2016/2017 seront cruciales quant à une transition progressive et réussie vers une nouvelle génération de moteur



Le défi des cadences

À ce défi de transition moteur va venir se greffer celui de la montée en cadence de production tant chez Boeing (42 B737 produits par mois actuellement, 52 en 2018), que chez Airbus (42 A320 produits par mois actuellement, 50 en 2017).

Ce sont des cadences jamais réalisées dans le passé. Le moindre grain de sable dans le système serait susceptible d'entraîner des réactions en chaîne aboutissant à des retards de livraisons et donc de paiement d'indemnités.

Ce segment de marché représente jusqu'à un tiers de l'activité des grands acteurs européens du secteur.

Dans le même temps Airbus, devra assurer la montée en puissance de son nouveau modèle A 350, dont la première livraison s'est effectuée en décembre dernier. Jusqu'à aujourd'hui, l'exécution de ce programme est exemplaire, jouissant d'une certification dans un temps record après le premier vol. Cet avion est « bien né » selon les termes d'Airbus. Une quinzaine d'A350 seront livrés cette année pour monter à 10 par mois à l'horizon 2018.

Donc, au global si des risques d'exécution existent avec une phase critique qui se situerait plus particulièrement sur les années 2016-2017, notons néanmoins qu'à ce stade :

- les avionneurs et motoristes ont eu plusieurs années pour se préparer ;
- les investissements de capacité sont réalisés (des groupes comme l'allemand MTU ont accru de 80 % leur capacité de production sur les 5 dernières années) ;
- un contrôle strict des sous-traitants est mis en place en parallèle à un système d'approvisionnement en double voire triple sources sur certains composants critiques ;
- il y a une grande part de *process* de production commune entre les avions re-motorisés et les anciens, limitant d'autant les challenges industriels ;
- la montée en cadence est déjà une réalité depuis plusieurs années pour les intervenants du secteur ;
- la réduction dans le même temps des cadences de production sur l'A330 sera de nature, chez Airbus, à libérer des capacités industrielles

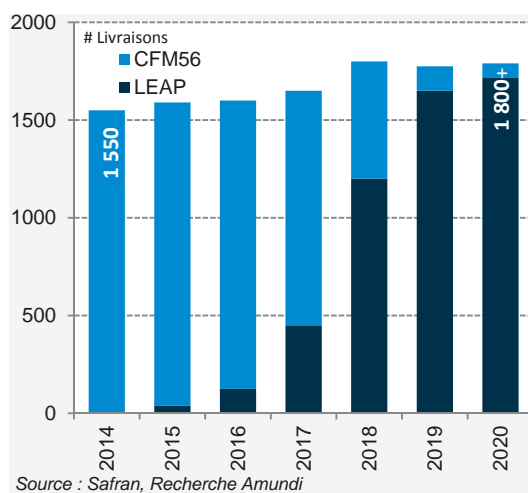
Conclusion : des challenges industriels dans un contexte de marché qui demeure porteur

Aux côtés de ces défis, soulignons que le secteur aéronautique civil reste extrêmement porteur. Le trafic aérien reste solide dans toutes les régions du monde, les taux de remplissage culminent à des niveaux élevés voire à des maximums pour certaines régions (États-Unis, Asie), le moindre coût du pétrole devrait largement favoriser les résultats des compagnies aériennes, plus enclines à investir, les besoins de renouvellement de la flotte restent élevés avec un quart de la flotte mondiale constituée d'avions de plus de 20 ans d'âge, les book/bill des avionneurs (ratios de commandes sur chiffre d'affaires) devraient demeurer supérieurs à 1 pour la 6^e année consécutive.

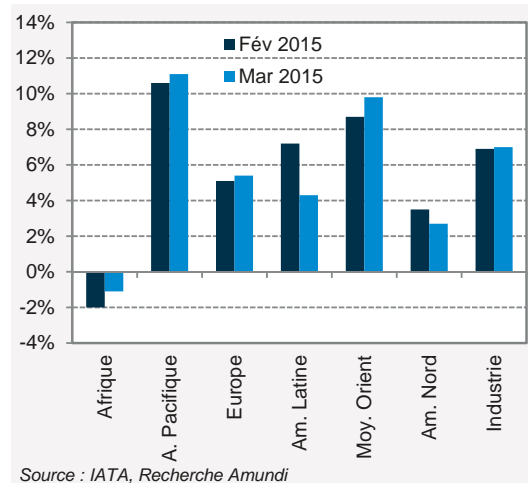
Autre point positif, le raffermissement actuel du dollar est très favorable aux intervenants européens du secteur, les facturations sur ce marché se réalisant en US\$ pour des coûts majoritairement en euros.

En conclusion, les challenges industriels existent, sont clairement identifiés, et la solidité des fondamentaux du secteur laisse espérer un atterrissage sinon en douceur, du moins maîtrisé.

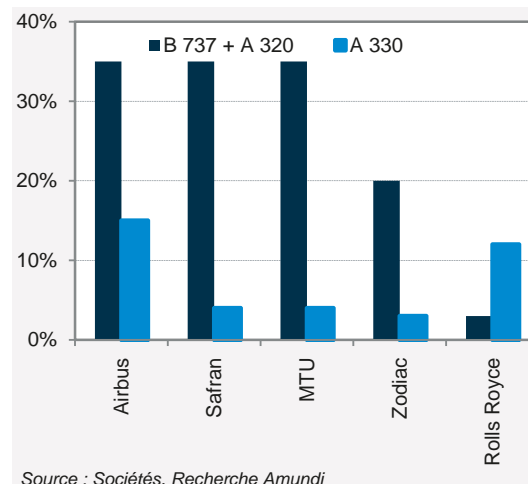
1 Livraison de moteurs GE/Safran ancienne génération (CFM 56) et nouvelle génération (LEAP)



2 Variation annuelle du nombre de passagers par zone géographique



3 Poids de l'A 320/B 737 et A 330 en % du CA





Amundi Research Center

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



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

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

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

Publications récentes

Working Papers

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

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

Crédit photo: Thinkstock by Getty Images