

Juillet/août 2015



Allocation d'actifs
Grèce

Actions chinoises

Crédit et taux

Marché du travail européen

Dettes émergentes

Économies émergentes

Médias

Distribution alimentaire

Sommaire

Repères

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

Page 4



La Grèce entretient le suspense... mais plus pour très longtemps

Le sort de la Grèce dans l'Union sera scellé dimanche soir 12 juillet. Y aura-t-il – ou pas – un accord entre créanciers et grecs ? Cet accord contiendra-t-il un volet sur la dette publique existante ? Le FMI le recommande, les Grecs le souhaitent, et les Européens sont divisés sur le sujet. Telles sont les questions clefs du moment. Les impacts de marchés seront fort différents selon la réponse apportée... Quoi qu'il en soit, l'épisode grec va laisser des traces sur le plan politique. À l'heure où nous écrivons, la conclusion d'un accord nous paraît être encore le scénario le plus probable.

> FOCUS > Qu'est-ce qu'une monnaie parallèle ?

> FOCUS > Grexit : sortie ou expulsion ? Sortie de l'UE ou de l'UEM ?
Quelques rappels utiles

Facteurs de risque

Page 10

Contexte macroéconomique

Page 11

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 12

Chine

1 Actions domestiques chinoises : veuillez conserver vos ceintures attachées !

Page 13

Depuis la mi-juin, alors que tous les yeux étaient rivés sur la Grèce, la valeur des actions domestiques chinoises a chuté de plus de 30 %. Près de 3200 Mds de \$ de capitalisation sont ainsi partis en fumée, soit l'équivalent de plus d'un quart du PIB chinois et de plus de dix fois le PIB grec ! L'ambition de cet article est de rappeler dans quel contexte une telle chute a pu se produire, de montrer comment est en train de s'articuler la réaction des autorités et de fournir des points de repère sur le plan de la valorisation.

Taux et crédit

2 Marché obligataire aux États-Unis : un cycle de reprise différent !

Page 16

Dans un cycle traditionnel, les spreads ont tendance à atteindre un pic à la fin des périodes de récession. On assiste ensuite à un resserrement des spreads couplé à une augmentation des rendements souverains : un rebond économique implique une amélioration des indicateurs de crédit via une augmentation des flux de trésorerie. Est-ce le cas cette fois-ci ?



Europe

3 Le marché du travail européen va continuer de peser sur l'inflation

Page 20

L'analyse en détail de l'état du marché du travail de la zone euro laisse apparaître que celui-ci reste dans un état très dégradé et que les divergences se sont accrues entre les grands pays de la zone euro.

Émergents

4 La dette émergente face à la résurgence de la volatilité obligataire

Page 22

La volatilité obligataire est à la hausse. Il existe de multiples sources pouvant expliquer cette tendance haussière de la volatilité incluant les anticipations de hausses des taux de la Fed, les tensions de liquidité en Europe ou encore le stress lié à la crise grecque. Ce type de configuration est en général peu favorable aux actifs de dette émergente. Nous montrons dans ce texte bien que cette situation soit défavorable à court terme, la dette émergente dispose d'un potentiel de diversification à long terme.

> FOCUS > Une exploration de la contribution marginale de la dette émergente au risque de portefeuille

5 BRIC (S)-PPICS-Fragile Five/BIITS-Troubled trio-PICTS : faut-il en perdre son latin ?

Page 26

Parmi les 5 Fragile Five, l'Afrique du Sud, la Turquie et le Brésil demeurent extrêmement vulnérables. L'acronyme « Troubled Trio » a récemment fait son apparition pour désigner ces trois pays.

Éclairage sectoriel

6 Médias : état de disruption avancé !

Page 29

La révolution numérique en cours affecte les modèles publicitaires et la migration des investissements vers l'internet (fixe/mobile) va s'accélérer au détriment des médias traditionnels (dont la télévision).

7 2015, la fin du purgatoire pour la distribution alimentaire ?

Page 31

L'année 2014 a été très éprouvante pour les distributeurs alimentaires européens, anglais en particulier. 2015 marque désormais des infléchissements positifs sur le front des prix en Europe Continentale dont le plein effet sera perceptible en 2016. En revanche, sur les zones Brésil et Chine, le ralentissement des ventes des biens discrétionnaires en 2015 pèsera sur les marges de certaines filiales de groupes français.

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

La Grèce entretient le suspense... mais plus pour très longtemps

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

Avec un vote à plus de 61 %, en faveur du non les Grecs ont décidé d'accorder leur confiance au gouvernement Tsipras et de lui permettre de « négocier un meilleur accord » avec les créanciers. Les Grecs ont certes rejeté le plan d'aide des créanciers, mais ils souhaitent néanmoins rester dans l'Union européenne et dans la zone euro. Les pays européens avaient manifesté leur soutien à la Grèce et la volonté de parvenir à un accord, mais ils étaient en rangs dispersés. Les Allemands étaient sensibles — et sans doute à juste titre — au risque d'un aléa moral alors que les Français souhaitaient parvenir à un accord qui évite l'humiliation et la « mise à genoux » de la Grèce (voir les allusions faites au Traité de Versailles par E. Macron). D'autres pays membres — souvent vertueux — montraient de réels signes d'impatience et d'agacement envers la Grèce, un accord se traduisant par un coût supplémentaire devant être validé par leurs parlements.

Au total, les négociations ont été tendues, tant les divergences apparaissaient flagrantes entre créanciers, mais surtout entre créanciers et Grecs. Le soutien à la Grèce n'a pas empêché l'impatience, et deux dates limite ont été fixées : les Grecs avaient jusqu'au jeudi 9 juillet minuit pour présenter un programme complet et détaillé de réformes et d'engagements budgétaires, et une décision finale doit être adoptée le dimanche 12 juillet au plus tard. A l'heure où nous écrivons la négociation n'est pas terminée... mais à l'heure à laquelle vous lirez ce document, ce sera sans doute le cas... L'écriture est parfois un exercice difficile, mais la prévision est toujours un exercice hasardeux, surtout en la circonstance tant les résultats dépendent de critères purement politiques, émotionnels et en lien avec la fierté nationale, voire l'irrationalité. Nous avons évidemment bien conscience, depuis le début, que le dossier grec est complexe, sur le plan économique, financier et politique, et que les créanciers sont eux-mêmes divisés, mais, malgré tout, un accord nous semble néanmoins plus probable qu'un Grexit.

La question de la dette est restée – et restera – centrale : les Grecs souhaitent une réduction du poids de leur dette (non seulement une restructuration, mais aussi un effacement partiel) alors que les pays européens y sont opposés voilà sans doute le principal point d'achoppement dans les négociations. Rappelons que la Grèce doit rembourser le FMI et les pays européens, ainsi que des dettes émises, notamment en yen. Elle doit rembourser les deux précédents plans de sauvetage (2010 et 2012), dont le total est de 220 Mds €, l'essentiel étant encore à rembourser. La Grèce doit ainsi 56 Mds € à l'Allemagne, 42 Mds € à la France, 37 Mds € à l'Italie, 25 Mds € à l'Espagne, 12 Mds € aux Pays-Bas, 6 Mds € à l'Autriche, 7 Mds € à la Belgique, et 4 Mds € à la Finlande. Le gouvernement grec doit enfin 39 Mds € au secteur privé, et 120 Mds € aux institutionnels incluant les banques grecques. La dette publique totale représente environ 180 % du PIB de la Grèce. La récente pression du FMI pour que l'accord final comprenne une restructuration de la dette (baisse du taux d'intérêt et allongement de la maturité afin de réduire la charge immédiate de la dette) est un soutien à la demande des Grecs, et pourrait bien faire partie de l'accord final. Ne pas miser sur une réduction de la dette, les Européens ne seront sans doute pas à même d'accepter cela et de le faire valider par leurs parlements.

Un des enjeux de la Grèce réside dans la réouverture de ses banques. Celles-ci ne peuvent pas rester fermées longtemps sans que cela n'entraîne de mouvements de protestation et/ou sans nouvelle dégradation de leurs notations de la part des agences de notation, ce qui aurait une implication forte sur le dispositif de liquidité de la BCE. Sans soutien de la BCE, le système bancaire grec se retrouverait en défaut, ni plus ni moins. Autant dire que

L'essentiel

Les Grecs ont décidé d'accorder leur confiance au gouvernement Tsipras et de lui permettre de « négocier un meilleur accord » avec les créanciers. Sans grande surprise, créanciers et Grecs se sont retrouvés autour de la table de négociation, et sans grande surprise également, les discussions ont été tendues, souvent vaines, et parfois un peu pathétiques. Même si les Grecs souhaitent rester dans l'Union et désirent trouver une solution permettant de sortir de la crise, et même si les Européens continuent d'affirmer vouloir soutenir la Grèce, les risques d'échec n'ont cessé de grandir durant la semaine de reprise des négociations.

Pendant tout ce temps, le rôle de la BCE est resté – et reste – crucial, via d'une part, son soutien au système bancaire grec, qui durera tant qu'un pays ou son système bancaire n'a pas défaut et, dans le cas de la Grèce, tant qu'une solution politique est envisageable; et via d'autre part son dispositif anti-contagion : inexistant lors de la première crise grecque de 2010 – 2011, ce dispositif comprend dorénavant l'ELA, le QE, et potentiellement l'OMT et les achats de dette de titre privée. L'accord devra comporter un plan de sauvetage (le troisième), des réformes structurelles et des contraintes budgétaires et fiscales. Le FMI recommande également un volet sur la dette grecque (renégociation des termes), et les Grecs le souhaitent, mais les Européens sont divisés sur le sujet. La Grèce n'est pas systémique, et le dispositif anti-contagion est jugé crédible, mais se protéger des risques d'échec des négociations était devenu néanmoins nécessaire.

À l'heure où nous écrivons, tout, le pire comme le meilleur semble possible... mais dimanche soir 12 juillet, le sort de la Grèce sera scellé : soit un accord aura été conclu (cela reste notre scénario central), soit il faudra se préparer à voir la Grèce sortir de l'Union. L'objet de cet article est d'évaluer ces deux scénarios à la veille même de la fin des négociations.

l'économie grecque s'effondrerait, comme l'avait fait l'économie islandaise en 2008 par exemple. Les quatre banques grecques (Alpha Bank, Eurobank Ergosias, Banque Nationale de Grèce et Banque du Pirée) ont une nouvelle fois été dégradées par l'agence de notation Standard and Poor's, et elles sont désormais à un cran du défaut sélectif. Un accord entre créanciers et européens éliminerait assez rapidement tous ces risques.

Pendant tout ce temps, le rôle de la BCE est resté – et restera – crucial, via essentiellement deux actions : d'une part, via son soutien au système bancaire grec, qui durera tant qu'un pays ou son système bancaire n'a pas fait défaut et, dans le cas de la Grèce, tant qu'une solution politique est envisageable ; et d'autre part via le dispositif anti-contagion : inexistant lors de la première crise grecque de 2010 – 2011, ce dispositif est jugé solide et crédible : au-delà du dispositif de liquidité pour les banques (ELA notamment), la BCE a la possibilité d'étendre et d'accélérer son programme de QE (qui maintient les taux bas et protège les pays périphériques) et peut actionner les OMT (approuvés récemment par la Cour européenne de Justice). Elle peut même, ainsi qu'elle l'a indiqué tout récemment, acheter des obligations d'entreprises. Autrement dit, la Grèce n'est plus systémique et le dispositif anti-contagion est crédible et significatif.

Il n'y a guère que deux voies désormais : un accord entre créanciers et Grecs le 12 juillet ou pas, et deux options : un accord incluant réformes structurelles et plan de sauvetage, avec, ou pas, un geste sur la dette (une restructuration). Un accord imposant aux Grecs de nouvelles réformes, incluant un plan de sauvetage (avec recapitalisation des banques) et un volet sur la dette publique (renégociation des termes...) est de nature à éloigner une fois encore – et sans doute pour quelque temps – les problèmes de la Grèce. Un accord plus minimaliste n'incluant aucun volet sur la dette existante rassurerait également les marchés financiers. Le plus important, c'est sans aucun doute qu'un accord permettrait à la Grèce de remplir ses engagements immédiats :

- 13 juillet : paiement de 450 mlns € au FMI. Réunion de l'Eurogroupe.
- 14 juillet : paiement de JPY 11,7 Mds sur des emprunts en yen.
- 16 juillet : réunion de politique monétaire du conseil de la BCE.
- 17 juillet : paiement de 71 mlns € d'intérêts sur des obligations 3 ans émises en 2014.
- 20 juillet : maturité de 3,5 Mds € d'obligations détenues par la BCE.
- 31 juillet : révision de la note souveraine de la Grèce par Moody's.
- 1^{er} août : paiement d'intérêts de 175 mlns € au FMI (paiement le 5 août).
- 5 août : réunion du conseil de la BCE. Émission de T-Bills à 26 semaines.
- 7 août : refinancement de 1 Md € de T-Bills.
- 14 août : refinancement de 1,4 Md € de T-Bills.
- 20 août : maturité de 3,2 Mds € d'obligations détenues par la BCE.

Au total, compte tenu de la limite fixée par les créanciers, deux scénarios se dégagent désormais :

Scénario # 1 : crédateurs et gouvernement grec ne parviennent à aucun accord avant dimanche 12 juillet. Ceci serait assurément le pire des scénarios. La Grèce ne pourrait pas satisfaire ses engagements, et les marchés financiers ne tarderaient pas à conclure que le non-paiement des sommes dues à la BCE notamment entraînerait la fin du programme d'assistance aux banques grecques, qui seraient alors en défaut. L'économie sombrerait également (voir le cas de l'Islande en 2008). Le pays serait peut-être forcé d'émettre une monnaie locale (une monnaie parallèle à l'euro – voir encadré 1) pour le paiement des affaires courantes (fonctionnaires, pensions, dépenses



Les Allemands étaient sensibles au risque d'un aléa moral alors que les Français souhaitaient parvenir à un accord qui évite l'humiliation et la « mise à genoux » de la Grèce



Considérations économiques et financières, critères politiques, attitudes émotionnelles, fierté nationale, irrationalité... des négociations compliquées



La réouverture des banques : un enjeu central



de fonctionnement diverses..) mais celle-ci n'aurait sans doute aucune crédibilité internationale (voir l'exemple de Cuba). La Grèce ferait encore partie de la zone euro mais serait de facto, avec une monnaie parallèle, en dehors de la zone. Elle entrerait sans doute dans des conflits juridiques interminables avec ses créanciers (voir les nombreux procès qui ont fait suite au défaut de l'Argentine, à une différence importante près : les créanciers étrangers de l'Argentine étaient des investisseurs privés alors que ce sont essentiellement des entités publiques dans le cas de la Grèce.). À terme, la Grèce n'aurait sans doute pas d'autre choix que de demander à sortir de la zone euro (voir encadré 2).

> **Qu'est-ce qu'une monnaie parallèle ?**

Privé de financement des marchés financiers, privé d'aide de la part des créanciers, ayant déjà puisé dans la trésorerie des caisses de retraite et autres organismes publics, un pays pourrait être acculé à faire défaut sur ses divers engagements (remboursements d'échéances, paiement des fonctionnaires, incapacité à régler les dépenses courantes...). Trois options se présenteraient :

Ne pas rembourser ses créanciers, avec le risque, dans le cas de la Grèce, de voir la BCE couper les vannes de la liquidité aux banques, ce qui signifierait leur faillite et par voie de répercussion la faillite et l'effondrement du pays, un peu à l'image de ce qu'avait connu l'Islande lors de la crise de 2008.

Ne pas payer les employés et les retraités de la fonction publique. En 2008, la Russie avait payé « en nature » les fonctionnaires, enseignants... un choix d'autant plus délicat pour la Grèce que le gouvernement Tsipras a été élu – et conforté à son poste par le référendum - sur un programme anti-austérité.

La troisième option serait de **créer une monnaie parallèle** (à l'euro). En clair, l'État émettrait des reconnaissances de dette (des « IoU », « I owe You », littéralement « je vous dois »), des sortes de bons à valoir sur les impôts futurs, des crédits fiscaux. Pour un pays de la zone euro, ces crédits d'impôts seraient exprimés en euros, et normalement à parité avec la monnaie unique. Sur le marché secondaire se développeraient très vraisemblablement des échanges, se traduisant inmanquablement pas une dépréciation de l'IoU contre Euro. Cette solution avait été pratiquée en Argentine, qui comptait plus de 40 monnaies parallèles de ce genre. Cela peut paraître extravagant, mais rappelons simplement que Yanis Varoufakis avait proposé cela en février 2014 (avant d'entrer au gouvernement) car il considérait la politique monétaire de la BCE trop restrictive. Cette monnaie devait s'appeler FT-coin (Future Tax coin, monnaie sur impôts futurs). En émettant des IoU, la Grèce resterait dans la zone euro, mais il faut bien noter que cette solution permet de temporiser, et de temporiser seulement, en attendant de retrouver un accès à l'euro (scénario du maintien de la Grèce dans l'euro), ou de battre de nouveau une monnaie nationale (scénario du Grexit). On peut douter de la crédibilité de ce dispositif dès lors que la Grèce n'est pas le meilleur collecteur d'impôts d'Europe, c'est peu de le dire.

Créer une IoU grecque, dans le contexte actuel, aurait bien des chances d'être perçu comme le premier pas avant la sortie de l'UE/UEM. Une sortie temporaire ou une sortie définitive ? Depuis 2011, Hans Werner Sinn (Président de l'IFO, l'institut de conjoncture de Munich) recommande pour la Grèce une sortie temporaire de la zone euro, le temps d'une (forte) dévaluation d'une (nouvelle) drachme : « *au lieu de baisser des millions de prix, on n'en baisse qu'un seul, le taux de change* ». Un bon argument pour les nostalgiques du Système Monétaire Européen (SME). Selon lui, « *la zone euro et l'euro sont indispensables pour poursuivre l'intégration européenne, mais la question est de savoir si l'on doit, au niveau européen, ficeler des programmes de sauvetage dans des proportions gigantesques ou si l'on doit plutôt en appeler à la responsabilité des États* ». Il ajoutait qu'« *il faut autoriser que les pays à l'intérieur de la zone euro fassent faillite. On a besoin, à l'intérieur d'un système monétaire, d'un règlement des faillites pour les États avec un programme d'aide* », ajoutait-il. La BCE n'aide pas, selon lui : « *beaucoup de mesures prises par cette institution depuis la crise visent en vérité à renflouer les États, les banques et le secteur privé* ».



La Grèce n'est plus systémique et le dispositif anti-contagion est crédible”



Deux voies (accord ou pas), deux options (restructuration de la dette ou pas), deux scénarios”



Aucun accord entre créanciers et Grecs = une sortie à terme de la Grèce de l'Union”

Quel serait l'impact de marché d'un tel scénario ? Dans un premier temps, on assisterait sans nul doute à un mouvement de baisse des marchés financiers européens : baisse des marchés boursiers et notamment des pays périphériques, élargissement des spreads souverains et des spreads de crédit, baisse des taux longs du cœur de la zone euro et américains, remontée de la volatilité, hausse du cours de l'or. La BCE accélérerait sans doute son programme de QE (voire d'OMT), ce qui permettrait de protéger les pays périphériques. On assisterait à la poursuite de la baisse de l'euro. Être acheteur d'or, de volatilité et de titres du Trésor américain représente sans doute le meilleur moyen de se protéger contre le pire des scénarios. Les actions peuvent également servir de « macro-hedge » pour ceux qui souhaitent réduire l'exposition sur les obligations d'entreprises. Rappelons enfin que se *hedger*, ce n'est pas une affaire de probabilités de scénario, mais d'impact potentiel : même quand les pires des scénarios ont une faible probabilité de se produire, les impacts néfastes sont tellement forts qu'il est judicieux de se protéger.

**> Grexit: sortie ou expulsion? Sortie de l'UE ou de l'UEM?
Quelques rappels utiles**

Sortie de l'UE: l'article 50 du traité de Lisbonne indique ainsi que « *tout État membre peut décider, conformément à ses règles constitutionnelles, de se retirer de l'Union* ». Le traité prévoit que « *l'État membre qui décide de se retirer notifie son intention au Conseil européen. À la lumière des orientations du Conseil européen, l'Union négocie et conclut avec cet État un accord fixant les modalités de son retrait, en tenant compte du cadre de ses relations futures avec l'Union* ». Cet accord est « *conclu au nom de l'Union par le Conseil, statuant à la majorité qualifiée, après approbation du Parlement européen* ».

Le retrait est acté dans un délai maximum de deux ans « *sauf si le Conseil européen, en accord avec l'État membre concerné, décide à l'unanimité de proroger ce délai* », précise le traité. Pour que la Grèce sorte de l'UEM, il faut qu'elle demande à sortir de l'UE. Si elle le fait, les pays européens mettent en place un dispositif permettant au pays qui sort de créer monnaie, institutions... en clair, « détricoter » ce qui a été fait pendant toutes ces années.

Si la sortie de l'UE est prévue, il n'en est pas de même s'agissant de l'UEM. Les traités ne prévoient pas en effet de retrait de la zone euro. Ce qui est « *irrévocable* » (article 140 alinéa 3 du traité de Lisbonne), c'est le taux auquel l'euro remplace la monnaie de l'État membre.

Autrement dit, l'adoption de l'euro aurait un caractère irréversible. En réalité, si l'on se fie aux instances européennes, et à moins d'avoir obtenu une dérogation légale spécifique (le Royaume-Uni et le Danemark sont dans ce cas), tout pays entré dans l'Union européenne doit se plier à l'exigence de rentrer dans l'union monétaire dès lors qu'il remplit les conditions définies par les traités.

Un pays peut-il abandonner l'euro et rester membre de l'Union européenne ? Si l'on se fie aux déclarations nombreuses de la Commission européenne sur ce sujet, il semble bien que toute sortie de l'Union Européenne entraîne de fait une sortie de la zone euro. L'absence de cadre juridique pour la sortie de la zone euro fait qu'un pays pourrait demander l'abandon de l'euro tout en se maintenant au sein de l'UE, mais les institutions sont telles que cela semble impossible. L'abandon de la monnaie unique passe donc pour l'instant inévitablement par une sortie de l'Union Européenne.

Les pays européens ne peuvent pas expulser un membre de l'UE ou de l'UEM. Les traités ne permettent pas l'exclusion d'un pays, même en cas de non-respect des engagements économiques. L'UE pourrait toutefois pousser un pays vers la sortie de manière indirecte, via des pressions économiques et des demandes hors de portée. Ce scénario a circulé en 2012 s'agissant de la Grèce : certains observateurs pensaient que les États membres allaient interrompre le versement des aides, que la BCE allait stopper les prêts aux banques si les efforts de rigueur étaient insuffisants ou les résultats insuffisamment probants. À court de liquidités, le gouvernement n'aurait eu d'autre choix que de réimprimer des drachmes ou autre monnaie parallèle, sortant ainsi de facto de la zone euro. Scénario envisageable sur le papier, mais très complexe « dans la vraie vie ».



Accord entre créanciers et Grecs... avec ou sans restructuration de la dette grecque ?



Ce qui était considéré, dans l'esprit et dans les textes comme étant irréversible, irrévocable, ne le serait plus en l'absence d'un accord entre créanciers et Grecs



• **Scénario # 2: un accord conclu entre créanciers et Grecs avant lundi 13 juillet au plus tard.** Si cet accord comprend un volet sur la dette publique (« l'accord parfait »), il sera possible de rouvrir rapidement les banques grecques, qui ne seront pas en risque de faillite, et la Grèce sera en mesure de remplir ses engagements de remboursement à court terme et à moyen terme. Elle pourrait même retrouver à terme sa capacité à se financer sur les marchés de capitaux à moyen terme. C'est de loin de scénario le plus favorable. Une renégociation des termes de la dette grecque (maturité et taux d'intérêt) serait sans aucun doute la voie la plus simple et la plus acceptable politiquement par les pays européens. Sans volet sur la dette publique, l'accord sera suffisant pour rassurer les marchés financiers (et rouvrir les banques), mais cela ne résout pas les problèmes à plus long terme. La Grèce n'est actuellement pas solvable à moyen terme, et elle ne le sera probablement pas encore... à moins d'une forte reprise de la croissance, d'excédents budgétaires et d'un retour de sa capacité à se financer sur les marchés de capitaux... difficile d'avoir une configuration aussi parfaite avec un accord qui ne le serait pas.

Quel serait l'impact de marché d'un tel scénario? La protection offerte par la BCE et la conclusion d'un « accord parfait » sont évidemment des éléments extrêmement positifs. Miser sur un rebond des marchés boursiers et un repli des *spreads* souverains et corporates. Miser aussi sur un rebond de l'euro. Le portage, la duration et l'acceptation d'une qualité de crédit moindre redeviendraient attractifs.

Conclusion

Le scénario # 1 représente le risque non seulement extrême, mais aussi « définitif » et « irréversible » (sauf à supposer une volte-face politique, un changement de gouvernement, bref, un scénario extrême). Dans un tel cas de figure, il n'y aura plus de négociation, ni d'espoir de conserver l'Union en l'état. Ce qui était considéré, dans l'esprit et dans les textes comme étant irréversible, irrévocable, ne le serait plus. Des décisions lourdes de conséquences, assurément. Les divergences politiques ne disparaîtront sans doute pas rapidement et on peut craindre pour ce qui reste de cohésion de l'Europe.

Le scénario # 2 nous paraît plus crédible. Certes, beaucoup d'institutions accordent à la sortie de la Grèce une probabilité de 60 % à 80 %, mais nous gardons le cap : les intérêts des créanciers et des Grecs sont alignés, et un accord est possible, on dira même nécessaire au regard des impacts en cas de non-accord. Sur un plan purement politique, il faut espérer que l'épisode de la Grèce incitera à ouvrir la voie vers un peu plus de fédéralisme. On sait que les institutions progressent dans les situations de crise, une fois celles-ci résolues, et ce serait là encore un bel exemple.

En ce qui concerne les marchés financiers, retenons quelques points clés :

- **Taux longs souverains :** le QE maintient les taux longs à de bas niveaux, et tout regain de crise et tout risque de contagion peuvent pousser la BCE à accélérer le rythme de son QE. Autant dire que toute situation incitant à réduire le risque et à accroître le QE laissera les taux souverains bas.
- **Spreads souverains périphériques :** la contagion restera limitée car i) la Grèce n'est pas systémique, ii) les engagements des banques européennes envers la Grèce sont, contrairement à 2010, relativement faibles, iii) le QE est de nature à endiguer le risque, iv) la BCE dispose d'outils supplémentaires si nécessaire, comme les OMT.
- **Spreads de crédit (entreprises) :** jusqu'à présent, ce secteur n'a pas été protégé par le QE mais à franchement parler, rien n'interdit à la BCE d'intervenir également sur ce marché. C'est d'ailleurs ce qu'elle a tout récemment mentionné. La plus faible liquidité sur ces marchés a incité à la réduction des expositions, via des stratégies de *macro-hedging*, essentiellement en utilisant les marchés d'actions.
- **Marchés d'actions :** tout ce qui pousse à la baisse des taux et à la baisse de l'euro est une incitation supplémentaire à l'investissement en actions,



Beaucoup d'institutions accordent à la sortie de la Grèce une probabilité de 60 % à 80 %, mais nous gardons le cap : les intérêts sont alignés, et un accord est possible, on dira même nécessaire au regard des impacts en cas de non-accord



La liquidité des portefeuilles, une préoccupation constante



La politique monétaire américaine reste déterminante pour l'évolution des marchés financiers



Quand on parle de risque systémique, on craint bien évidemment bien davantage la Chine que la Grèce



que vient cependant troubler de temps à autre l'utilisation des actions pour *hedger* du crédit (intérêt en termes de beta et de liquidité).

Tout cela n'incite pas à modifier en profondeur notre allocation d'actifs, favorable à l'Europe, aux marchés d'actions et au portage... à quelques nuances près cependant :

- Les tensions qu'a connues l'Europe au cours de ces derniers mois ne vont pas s'apaiser de sitôt. Même dans le cas d'un accord, des fractures sont apparues, entre pays européens et à l'intérieur de certains pays. Les institutions européennes ont une nouvelle fois montré leurs limites... En l'absence d'accord, la sortie de la Grèce de la zone euro, conclusion inévitable, ne se ferait pas sans heurts (gestion de la sortie, gestion des défauts de paiements, gestion de l'effondrement du pays, gestion des banques...).
- Sans que cela ne soit lié à la Grèce, les contraintes actuelles de liquidité incitent à la prudence : la baisse des inventaires des banques d'investissement, les contraintes réglementaires qui ont poussé des grands acteurs à acheter beaucoup d'obligations et à les conserver, la réduction des activités de *market-making*, la domination des banques centrales via les QE... tout cela a « asséché » les marchés de taux, et fermer une position ou un portefeuille prend désormais davantage de temps. Cela doit être intégré dans les décisions d'investissement et faire partie des contraintes de construction de portefeuille.

Certes, le cas de la Grèce reste important, mais il est bon d'insister sur le fait que les perspectives de resserrement de la politique monétaire américaine alimentent également les chroniques et sont à même d'impacter les marchés financiers. Même si nous pensons qu'il n'y pas d'urgence à entamer un vrai cycle de resserrement et à mener une normalisation de la politique monétaire, la Fed restera prudente et ne forcera pas le rythme. Elle l'a d'ailleurs rappelé nettement tout récemment. La bonne nouvelle, c'est que la BCE, de son côté, va conserver son programme de QE pendant de longs trimestres, et que cela favorisera la poursuite des écartements des spreads et taux entre Europe et États-Unis, ainsi qu'une faiblesse additionnelle de l'euro, deux arguments en faveur des actifs risqués européens.

La Chine est également un sujet majeur de préoccupation. La chute des marchés d'actions, la suspension de cotation pour une grande partie des titres, tout cela alimente les peurs (voir texte n° 1)... Quand on parle de risque systémique, on craint bien évidemment bien davantage la Chine que la Grèce.

ALLOCATION D'ACTIFS PERSPECTIVES COURT TERME



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

TYPE DE PORTEFEUILLE

Portefeuilles d'actions

- Bêta du portefeuille réduit
- Préférer actions zone euro et Japon
- Neutre US
- Marchés émergents : choix pays clivant.

Au sein des pays émergents :

- surpondéré : Inde, Afrique du Sud, pays du Golfe, Russie, Thaïlande, Pérou et Mexique
- neutre : Turquie, Brésil, Indonésie et Corée
- sous-pondéré : Malaisie, Grèce, Taïwan, Colombie et Chili et Chine
- 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 réduit par rapport au mois précédent
- Préférer les actions zone euro, puis Japon et USA
- Rester neutre sur les émergents
- Rester neutre en duration avec un biais short
- Réduction des positions longues en obligations d'entreprises
- 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

JUILLET

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, mais 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 : CROISSANCE, TAUX D'INTÉRÊT, DISCIPLINE BUDGÉTAIRE ET SOLVABILITÉ

La solvabilité de la Grèce reste un enjeu. Malgré deux plans de sauvetage (2010 et 2012), une restructuration de la dette, et même une réduction significative du montant, le pays n'a pas été en mesure d'en maîtriser son évolution, et le problème est revenu au centre des préoccupations en 2015. Il a même fait l'objet de désaccords majeurs entre créanciers. Le FMI, qui regarde de près les critères et conditions de solvabilité, a même recommandé aux créanciers d'en tenir compte, pour ne pas que ce sujet vienne de nouveau affaiblir les marchés financiers. Une croissance plus solide, des taux bas et une discipline budgétaire sont nécessaires pour contenir l'évolution de la dette ... la Grèce est loin de remplir ces conditions.

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

Nous avons assisté 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

		JUILLET	
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 -0.2 % (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 nette amélioration. > 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"> > Potential 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"> > Malgré de nombreuses hausses de taux, les autorités brésiliennes ne semblent pas parvenir à inverser le trend inflationniste alors même que l'ensemble des indicateurs virent au rouge (production industrielle, commerce extérieur, chômage). > Par ailleurs, le maintien de la confiance des investisseurs étrangers nécessite la mise en œuvre d'un ajustement budgétaire drastique. Or, les contraintes politique et sociale rendent de plus en plus délicate la conduite d'un policy mix adéquat. 	<ul style="list-style-type: none"> > Une dérive de l'inflation > Un relâchement du policy mix 	
EUROPE			
ZONE EURO	<p>Poursuite de la reprise, malgré la forte incertitude concernant la Grèce.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Après la progression du PIB de +0,4 % au T1, les chiffres déjà disponibles concernant le T2 montrent que la reprise s'est poursuivie. Le crédit bancaire se redresse mais l'amélioration du marché de l'emploi reste lente et très inégale suivant les pays. > La politique très accommodante de la BCE, le reflux des politiques d'austérité et la baisse de l'euro devraient continuer de soutenir la croissance au cours des prochains trimestres. Cependant, l'inflation ne se redressera que lentement. > La zone euro doit cependant compter avec la forte montée de l'incertitude concernant la Grèce. Un scénario de Grexit freinerait la reprise en zone euro, mais sans y mettre un terme. > La BCE va poursuivre ses achats d'actifs. Elle pourrait les intensifier, voire déployer d'autres mesures non-conventionnelles si la situation en Grèce génère d'importantes tensions financières. 	<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 +0,4 % 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 poursuit son amélioration et les salaires accélèrent. La baisse de l'inflation réduit l'urgence d'une hausse des taux directeurs. 	<ul style="list-style-type: none"> > Hausse de la livre > Référendum prévu en 2016 (ou 2017) sur la sortie de l'UE 	
ASIE			
CHINE	<p>Dégradation de l'économie et plongeon des marchés causant des pressions baissières sur le PIB nominal/réel.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Selon nos indicateurs maison, la liquidité interbancaire va se resserrer vers la fin du S2 ; l'inflation sera stable, les matières premières connaîtront une baisse des prix et une hausse des stocks, annonçant une dégradation potentielle de l'économie réelle. Les importations/exportations seront plus faibles et le marché immobilier s'approche d'un creux qu'il atteindra probablement d'ici deux trimestres. > Les actions chinoises onshore accusent une correction mensuelle de plus de 30 % due à l'absence de consensus, donc de coordination des politiques, et à des forces de marché sous-estimées. L'impact économique sera durable et accentuera le ralentissement actuel, en particulier du côté de la consommation compte tenu de la contraction des patrimoines qui pèsera sur les achats immobiliers. Les entreprises cotées devront freiner leurs investissements. Nous pensons donc que le PIB (nominal et réel) sera inférieur aux estimations actuelles du consensus avec de fortes pressions baissières ces 2 prochaines années. 	<ul style="list-style-type: none"> > Dégradation de l'économie réelle > Plongeon des actions > Erreurs politiques grandissantes 	
INDE	<p>Affaiblissement de l'économie mais points positifs (mousson favorable) et record des flux de portefeuilles étrangers.</p> <ul style="list-style-type: none"> > 40 indicateurs haute fréquence économiques et industriels signalent une dégradation de l'activité en Inde, mais il y a du positif : amélioration des collectes d'impôts, accélération de la construction d'infrastructures et mousson favorable en juin. > La tendance haussière du marché indien se maintient grâce à des flux de portefeuilles étrangers record et devrait selon nous se poursuivre. 	<ul style="list-style-type: none"> > Dégradation de l'économie réelle > Retards de mise en œuvre des politiques 	
JAPON	<p>Signaux encourageants concernant les salaires et l'investissement.</p> <ul style="list-style-type: none"> > La reprise accélérée au T1 (PIB en hausse de +1 %) en raison, notamment, d'une progression de l'investissement des entreprises. Les signaux concernant le T2 sont encourageants. > La progression des salaires se confirme et sera bénéfique pour la consommation. > En revanche, des inquiétudes apparaissent concernant la baisse du yen, désormais jugée excessive. 	<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. Le T1 a déçu mais les chiffres se sont améliorés au T2. Le marché de l'emploi poursuit son amélioration et l'environnement reste favorable à une poursuite de la hausse de la consommation. En revanche, les secteurs exposés à l'international vont subir le poids d'un dollar plus élevé.
- **Japon**: une lente sortie de la déflation. Les chiffres économiques s'améliorent depuis le début de l'année. 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**: la reprise se poursuit, mais reste lente. 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 (crise grecque, 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**: alors que les résultats au 1^{er} trimestre étaient meilleurs qu'attendu, les chiffres de mai relatifs à l'investissement et à la production industrielle sont alarmants. Bien que la Banque centrale ait procédé à une nouvelle baisse de taux en juin de 100 pb à 11,5 % pour soutenir entre autres l'activité, il y a peu de chances que l'économie russe connaisse une réelle amélioration. Nous maintenons notre scénario de forte récession en 2015.

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	-0,4	1,0	1,5	2,6	0,6	1,5
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	0,3	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. Quoi qu'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. En cas d'élargissement des spreads périphériques, la BCE annoncerait de nouvelles mesures.
- **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.

	6/07/2015	Amundi + 6m.	Consensus T4 2015	Amundi + 12m.	Consensus T2 2016
États-Unis	0,25	0,50	0,70	1,00	1,20
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					
	6/07/2015	Amundi + 6m.	Consensus T4 2015	Amundi + 12m.	Consensus T2 2016
États-Unis	2,33	2,40/2,60	2,54	2,40/2,60	2,88
Allemagne	0,77	0,60/0,80	0,79	0,60/0,80	1,08
Japon	0,48	0,40/0,60	0,46	0,40/0,60	0,61
Royaume-Uni	2,01	2,00/2,20	2,17	2,20/2,40	2,51

Taux 10 ans					
	6/07/2015	Amundi + 6m.	Consensus T4 2015	Amundi + 12m.	Consensus T2 2016
États-Unis	2,33	2,40/2,60	2,54	2,40/2,60	2,88
Allemagne	0,77	0,60/0,80	0,79	0,60/0,80	1,08
Japon	0,48	0,40/0,60	0,46	0,40/0,60	0,61
Royaume-Uni	2,01	2,00/2,20	2,17	2,20/2,40	2,51

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.

	6/07/2015	Amundi + 6m.	Consensus T4 2015	Amundi + 12m.	Consensus T2 2016
EUR/USD	1,11	1,05	1,05	1,05	1,05
USD/JPY	123	125	125	130	127
GBP/USD	1,56	1,50	1,50	1,54	1,51
USD/CHF	0,94	0,95	1,00	0,95	1,03
USD/NOK	8,05	7,81	8,10	7,71	8,04
USD/SEK	8,45	8,86	8,68	8,86	8,7
USD/CAD	1,26	1,25	1,27	1,30	1,26
AUD/USD	0,75	0,75	0,73	0,75	0,72
NZD/USD	0,67	0,65	0,68	0,65	0,67

1 Actions domestiques chinoises : veuillez conserver vos ceintures attachées !

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Alors que tous les yeux étaient rivés sur la Grèce, la valeur des actions domestiques chinoises a chuté de 32 % depuis le 12 juin dernier. À titre de comparaison, ceci représente **près de 3200 Mds de \$ de capitalisation partis en fumée, soit plus du quart du PIB de la Chine (fin 2014) et plus de dix fois celui la Grèce!** Même si la Bourse de Shanghai demeure en progression de 8 % depuis le début de l'année et qu'il s'agit pour l'heure – essentiellement - de moins-values potentielles, ces milliards envolés risquent de peser sur la confiance. Si dans le Cross Asset du mois précédent, un autre article¹ indiquait fort à propos que l'envolée de la bourse chinoise semblait étrange et annonçait une correction inéluctable, notre ambition ici est plutôt de rappeler dans quel **contexte** une telle chute a pu se produire, comment est en train de s'articuler la **réaction des autorités** et fournir quelques points de repère sur le plan de la **valorisation**. Ceci est loin d'épuiser toutes les interrogations et d'autres reviendront certainement sur le sujet sous un angle plus macroéconomique.

Concernant les éléments de contexte, le graphique 1 qui retrace l'évolution de l'indice de la Bourse de Shanghai depuis 1992 montre clairement différentes étapes :

- avec tout d'abord la **formidable envolée initiale du 11 juillet 2005 au 31 octobre 2007**, où le marché bondit de plus de 500 %,
- puis **l'effondrement (-71 %) du 31 octobre 2007 au 29 octobre 2008 suivi d'un rebond partiel** d'octobre 2008 à août 2009, dans la foulée du plan de relance massif des autorités chinoises,
- **mais ce rebond finit par tourner court** et il s'ensuivit une baisse continue de 43 % du 4 août 2009 au 20 janvier 2014.

Au total, **si on met de côté le rebond temporaire d'octobre 2008 - août 2009, ce graphique indique que le marché aura baissé de 67 % en cumulé de son point haut du 31 octobre 2007 à son récent plus bas de janvier 2014.** Il suggère également que le marché de Shanghai est assez déconnecté des places étrangères puisque sa chute en 2008 était déjà largement consommée avant la faillite de Lehman Brothers et répondait surtout à son envolée initiale de 2005 à 2007.

Enfin, le graphique 1 montre également qu'avant de se rétracter tout dernièrement de 32 %, **la Bourse de Shanghai s'était de nouveau envolée de +160 % depuis son point bas du 10 janvier 2014 à son plus haut récent du 12 juin 2015.** D'une intensité comparable au rallye de 2005-2007, cette **dernière hausse apparut d'autant plus paradoxale** qu'entre-temps le rythme de croissance du PIB chinois avait quasiment été divisé par deux, passant de +12,7 % en moyenne de 2005 à 2007 à 7,0 % aujourd'hui, voire moins demain.

Comment tout ceci a-t-il pu se produire ?

Si la croissance était loin de justifier un tel appétit pour les actions chinoises, **un faisceau d'éléments se sont en revanche conjugués pour nourrir la hausse.** On évoquera notamment la volonté délibérée des **pouvoirs publics**, la politique très accommodante de la **PBoC** et des **autorités de marchés** et l'engouement des **particuliers**, convaincus que la hausse étant orchestrée elle perdurerait encore longtemps.

Concernant les **pouvoirs publics**, la nouvelle équipe qui accéda aux commandes en 2013 se retrouva immédiatement confrontée à une **croissance économique en berne**, une **envolée des dettes publiques et privées²**, des **surcapacités** dans la plupart des activités liés à la construction (sidérurgie, ciment, verre

¹ Cross Asset juin 2015: « La prochaine correction boursière (chinoise) est préoccupante » Marc-Ali Ben Abdallah, Delphine Georges et Essam N'zoulou.

² Selon un rapport de la cour des comptes chinoise, de juin 2008 à juin 2013, la dette publique chinoise est passée de 17 % à 58 % du PIB et la dette privée de 114 % à 157 %, soit de 131 % à 215 % au total. En juin 2014, la dette totale a continué de progresser pour atteindre 251 % du PIB.

L'essentiel

Depuis la mi-juin, la valeur des actions domestiques chinoises a chuté de plus de 30 %. Avant d'en arriver là toutefois, le marché s'était envolé de +160 % depuis son point bas de janvier 2014. À la différence cependant de l'envolée précédente de 2005-2007, cette dernière s'est déroulée sur fond de net ralentissement de la croissance du PIB.

À défaut d'une croissance convaincante, un faisceau d'éléments se sont donc conjugués pour nourrir la hausse des marchés: la volonté délibérée des pouvoirs publics, la politique très accommodante de la PBoC et des autorités de marché et l'engouement des particuliers avec plus de 200 millions de comptes-titres recensés! À l'examen, c'est le laxisme de la régulation boursière et l'accumulation des effets de levier qui ont engendré l'envolée artificielle puis le retournement du marché. Afin d'enrayer la chute, les autorités ont mis en place une batterie de mesures exceptionnelles qui, ironiquement, reviennent en partie sur les tentatives précédentes de maîtrise de la spéculation. Alors que le marché conserve encore un potentiel de baisse, ce krach n'aura pas été inutile si la gouvernance du marché chinois devait en sortir renforcé.

1 Bourse de Shanghai Actions A: -32 % depuis le plus haut du 12 juin dernier



plat, matériel électrique...), une **finance parallèle** et une **bulle immobilière** qui menaçaient. Pour conjurer ces menaces, **les autorités chinoises misèrent délibérément sur l'essor de la bourse**; le financement des entreprises par le marché devant pérenniser la croissance, tout en limitant l'envolée du crédit et donc des dettes privées.

Dans le même temps, afin de contrer la spirale déflationniste de l'immobilier et des prix à la production **la PBoC**, dont les taux étaient demeurés inchangés depuis l'automne 2012, **a clairement donné un tour plus incitatif à sa politique monétaire**. Sans compter sa dernière intervention du 27 juin dernier, directement destinée à contrer le krach boursier, la PBoC a procédé à pas moins de trois baisses des taux directeurs et deux réductions des ratios de réserves obligatoires depuis décembre 2014. Comme on a pu le constater ailleurs sur d'autres marchés boursiers, **ces assouplissements ont certainement contribué à l'envolée du marché**. Cependant, comme plus d'une vingtaine d'autres banques centrales ont réduit leurs taux d'intérêt depuis décembre 2014, ce rallye chinois nous apparaît moins lié à la politique monétaire de la PBoC qu'aux évolutions règlementaires incitant à acheter des actions.

À cet égard, il convient de mentionner **l'engouement irraisonné pour le « trading sur marge »**. Cette pratique revient à une opération de prêt entre un courtier et un investisseur particulier, de façon à ce que celui-ci puisse acheter des actions à crédit. Ce principe assez classique au départ a été en revanche poussé à son **paroxysme**. Les particuliers ont pu ainsi obtenir des prêts allant jusqu'à **dix fois leur apport initial**. Par ailleurs, de façon à prêter toujours plus, les courtiers ont multiplié les augmentations de capital. Le dernier exemple en date est celui de **Guotai Junan Securities** début juin. Ce N° 3 chinois du courtage a non seulement constitué la plus grosse introduction en bourse de Shanghai depuis cinq ans, mais il a également réussi à lever 4,85 Mds d'US \$, démultipliant ainsi ses possibilités en matière de prêts. À l'issue des premières cotations, sa valorisation s'était envolée de 44 % passant de 24 Mds à 35 Mds d'US \$. Avant lui cette année, d'autres courtiers comme **Orient Securities**, **GF Securities** et **Huatai Securities** ont réussi à lever respectivement pour 1,6 Mds, 3,6 Mds et 4,5 Mds de \$ US. Entre la proactivité des courtiers et l'engouement du public, **le volume du « trading sur marge » a été multiplié par cinq depuis douze mois** pour atteindre 2,1 trillions de yuan (338,7 Mds \$) et représenter jusqu'à 30 % des transactions.

Fort de l'assentiment implicite des autorités, les particuliers se sont mis à ouvrir des comptes titres à un rythme toujours plus frénétique. Ainsi, au cours des **trois premières semaines de mai 2015, pas moins de dix millions de comptes furent ouverts**, soit autant que de 2012 à 2013!

Des autorités fermement résolues à limiter la baisse

La chute de plus de 25 % de la bourse de Shanghai depuis le 12 juin dernier a conduit les autorités à prendre **des dispositions exceptionnelles**. Au-delà des inconvénients universels de ce genre de circonstances, ce sujet en Chine est sensible à différents titres: économique, social voire politique. Au plan **économique**, une perte de confiance durable envers la bourse domestique signifierait un tarissement des possibilités de financement par le marché, à l'heure où l'assainissement financier des sociétés est devenue une priorité. Au plan **social**, ce sujet est également délicat puisque la Chine est essentiellement un marché de petits porteurs, avec plus de 115 millions d'actionnaires particuliers détenant plus de 200 millions de comptes-titres et réalisant près de 80 % des transactions.

Dans ce contexte très délicat, les autorités se sont résolues à prendre une panoplie de mesures exceptionnelles. On mentionnera en particulier :

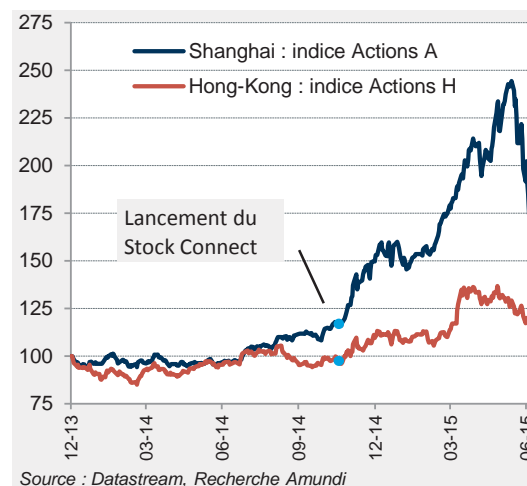
- **l'intervention de la PBoC** le 27 juin dernier qui, ce jour-là a **simultanément abaissé ses taux directeurs et réduit les ratios de réserves obligatoires** des banques. Si d'ordinaire la PBoC agit sur l'un ou l'autre de ces deux curseurs, c'était la première fois depuis le krach de Lehman qu'elle intervenait simultanément sur les deux à la fois,
- **le report sine die des nouvelles introductions en bourse**, afin de ne pas assécher davantage les liquidités du marché. La dernière fois que ce genre



Près de 3 200 Mds de \$ de capitalisation boursière sont partis en fumée depuis mi-juin, soit plus de dix fois le PIB grec !



2 Performances comparées des actions chinoises : base 100 au 31/12/2013



L'engouement irraisonné pour le *trading* sur marge a précipité les déséquilibres



de mesure fut adopté remonte à 2012. Il s'agissait alors, en pleine période de transition politique, de soutenir le marché,

- l'interdiction aux actionnaires détenant **plus de 5 % du capital** d'une société chinoise de revendre leurs titres pendant six mois,
- **l'assouplissement des règles encadrant le « trading sur marge »** afin de ralentir les appels de marge qui se multiplient quand les cours chutent,
- **la mise en place d'un fonds de stabilisation** réunissant les **vingt et un plus gros courtiers** de la place. Ces derniers, qui investiraient jusqu'à 15 % de leurs ressources dans ce fonds mobiliseraient ainsi jusqu'à 120 milliards de yuan (19,35 Mds de \$ US). Ces montants étant probablement insuffisants pour soutenir le marché, la PBoC ou, alternativement, le fonds souverain chinois, pourrait également abonder à ce fonds. Une telle mesure, nécessiterait l'approbation préalable du State Council. Probablement pour parer au plus pressé, la China Securities Regulatory Commission (CSRC) a ouvert une brèche en autorisant la PBoC à subvenir aux besoins en liquidité de China Securities Finance Corp. – un intermédiaire à capitaux publics – afin que celui-ci puisse continuer à stabiliser le marché.

Par ailleurs plus de la moitié des entreprises cotées ont demandé la **suspension de leur cotation**.

Un marché à la réputation entachée

Dans ce contexte martial le marché pourrait finir par rebondir, mais il est trop tôt pour se prononcer sur les chances de succès durables des mesures gouvernementales.

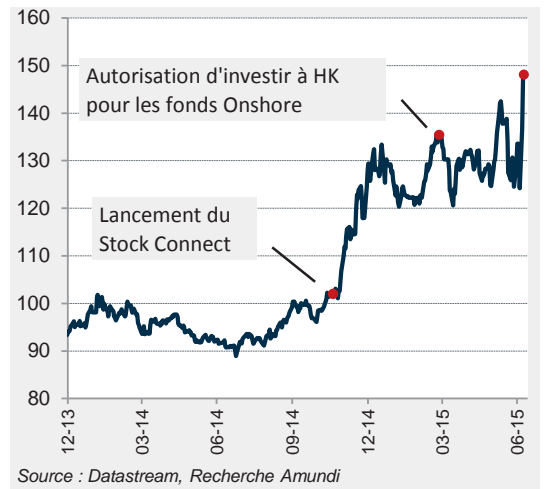
Plus fondamentalement, pour que le marché s'assainisse, les valorisations devront revenir à un niveau à la fois plus raisonnable et plus homogène. Ainsi, même si le PER des douze prochains mois des **actions A** de Shanghai est passé de **19,2x** à **13,1x** à la faveur de la crise, les **actions H** équivalentes à Hong Kong se traitent à **6,5x** fois.

Par ailleurs, l'indice **Hang Seng China AH Premium**³, qui mesure la différence de prix entre les actions A et H des plus grandes sociétés de Chine continentale, fournit d'autres indications intéressantes. Son cours actuel de 148 signifie que les actions A (cotation onshore) conservent une prime de 48 % par rapport aux actions H (cotation offshore). Ceci est à comparer avec une **moyenne de 116** depuis 2006, **voire 108** si l'on écarte les 20 % de points les plus élevés correspondants aux excès de 2007 et du début d'année. Un **corridor** compris **entre 108 et 116** apparaîtrait ainsi plus soutenable à moyen terme. Toutes choses égales par ailleurs, un retour vers ces niveaux suggérerait soit un **rebond des actions H** à Hong Kong, soit **une baisse complémentaire de l'ordre de 20 % à 25 % des actions A de Shanghai**. Sur ces niveaux, le PE des 12 prochains mois retomberait entre 9,8x et 10,5x, soit peu ou prou les niveaux qui prévalaient avant la grande envolée de fin 2014.

Cette baisse complémentaire finira-t-elle par se matérialiser ou non ? Les autorités ont commencé à déployer un arsenal impressionnant et d'autres mesures pourraient suivre, **ce qui à court terme pourrait contrecarrer la baisse**. En revanche, certaines mesures, comme les suspensions de cotation ou les reports d'introduction en bourse, sont de nature **provisoire** et finiront par être levées. Enfin, même si les objectifs économiques de départ – limiter l'endettement des sociétés et mieux allouer le capital – étaient louables - il n'est pas sain que le grand public assimile la bourse à un casino. Dans ce contexte, une fois l'urgence traitée, les autorités devront se pencher en profondeur sur les missions et les instruments de la régulation afin que le marché boursier puisse pleinement remplir sa fonction de financement de l'économie. Dans ce pilotage délicat, la remontée récente des prix de l'immobilier pourrait contribuer à atténuer les tensions sociales du retournement boursier.

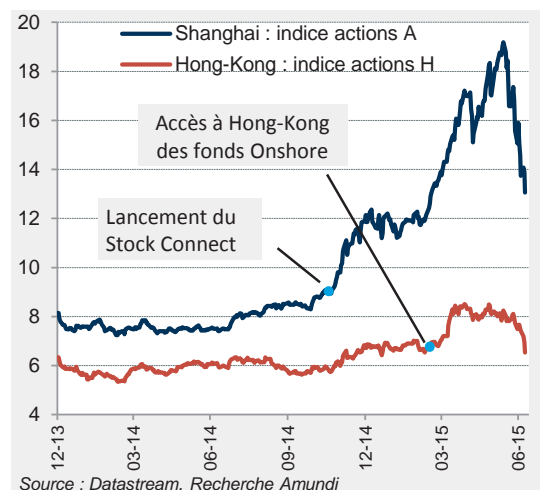
³ Cet indice comprend 58 sociétés cotées à la fois sous forme d'actions A et d'actions H. Quand il est égal à 100, les actions A et H se traitent au même prix, quand il est supérieur à 100, les A sont plus chères, et inversement quand il est inférieur à 100.

3 Indice Hang Seng China AH premium, mesure de l'écart de prix entre actions A & H



“ L'urgence traitée, les autorités devront se pencher en profondeur sur les missions et les instruments de la régulation ”

4 PE 12M forward comparé des actions chinoises



2 Marché obligataire aux États-Unis : un cycle de reprise différent !

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

Quelle est la corrélation historique entre la hausse des rendements obligataires et les spreads de crédit ?

Les données rétrospectives montrent que les spreads ont tendance à atteindre un pic à la fin des périodes de récession. On assiste ensuite à un redressement du marché du crédit et à une augmentation des rendements souverains, tandis que les marchés obligataires commencent habituellement à anticiper une hausse des taux de croissance réelle, une accentuation du risque d'inflation et une modification de l'orientation de la politique monétaire. Le tableau ci-dessous, qui reprend les cycles des quarante dernières années de l'histoire américaine, confirme que les rebonds du marché du crédit consécutifs à des phases de récession se sont toujours accompagnés d'une hausse marquée des rendements obligataires. De plus, les redressements du marché du crédit après une récession apparaissent plus vigoureux et s'essouffent plus vite quand les rendements obligataires enregistrent des hausses brutales, comme cela s'est produit dans les années 1980 et en 1994.

Récession		BBB spread					US 10yr T-note Yield		
Début	Fin	Date spread BBB max.	Spread BBB	Date spread BBB min.	Spread BBB	Ecart (b.p.)	Date spread BBB max.	Date spread BBB min.	Ecart (b.p.)
déc-69	nov-70	déc-70	284	août-73	92	-192	6,39	7,40	101
nov-73	mars-75	févr-75	294	mars-78	101	-193	7,39	8,04	65
janv-80	juil-80	juin-80	282	sept-81	185	-97	9,78	15,32	554
juil-81	nov-82	oct-82	376	mai-84	131	-245	10,91	13,41	250
juil-90	mars-91	janv-91	227	juil-91	163	-64	8,09	8,47	38
mars-01	nov-02	oct-02	273	avr-04	130	-143	4,29	4,35	6
déc-07	juin-09	déc-08	525	avr-10	172	-353	2,20	3,66	146

Il est logique d'observer une corrélation négative entre les spreads et les rendements lors de phases consécutives à une récession : en effet, un rebond économique implique une amélioration des indicateurs de crédit via une augmentation des flux de trésorerie, même si la réduction de l'endettement est pour l'essentiel déjà passée à ce moment-là du cycle. L'augmentation des prévisions d'inflation, qui tire les rendements à la hausse, est également synonyme d'amélioration du pouvoir de fixation des prix des entreprises, et les premières hausses de taux des banques centrales ne pénalisent généralement ni les actions, ni les obligations d'entreprise. En outre, les spreads protègent des effets néfastes en termes de duration exercés par la hausse des rendements obligataires : ainsi, lors de ces phases, les investisseurs jugent toujours attractive la dette d'entreprise par rapport aux emprunts d'État.

Est-ce aussi le cas cette fois-ci ?

Le premier graphique illustre la corrélation entre les rendements souverains et les spreads des obligations d'entreprise notées BBB lors du dernier cycle,

L'essentiel

Dans un cycle traditionnel, les spreads ont tendance à atteindre un pic à la fin des périodes de récession. On assiste ensuite à un resserrement des spreads couplé à une augmentation des rendements souverains : un rebond économique implique une amélioration des indicateurs de crédit via une augmentation des flux de trésorerie. Est-ce le cas cette fois-ci ?

Les *spreads* se sont déjà resserrés rapidement depuis la fin de la crise sous l'impulsion des mesures non conventionnelles de politique monétaire. Le levier des entreprises américaines a également augmenté notamment pour financer les activités de fusions-acquisitions et de rachats d'actions qui atteignent aujourd'hui les niveaux élevés observés avant la crise. Les dépenses d'investissements sont restées faibles sous l'effet d'une demande atone. Il convient de noter que la croissance de l'économie américaine est restée particulièrement faible depuis la fin de la récession en 2009. Nous tablons donc sur un resserrement des *fed funds* plus graduel que lors des cycles antérieurs : le niveau de *fed funds* sera bas en fin de cycle et celui-ci ne sera pas atteint avant 2018. Un scénario de *bear flattening* pourrait affecter plus lourdement les échéances à court et moyen terme, comme cela s'est produit durant l'été 2014. En résumé, nous privilégions les titres américains de qualité assortis d'échéances à moyen et long terme.



Les spreads ont tendance à atteindre un pic à la fin des périodes de récession. On assiste ensuite à un redressement du marché du crédit et à une augmentation des rendements souverains



avant la crise financière mondiale jusqu'à aujourd'hui. Comme lors des cycles antérieurs, on a constaté la corrélation traditionnelle suivante : les *spreads* ont atteint un pic durant la phase finale de la récession, avant de se resserrer rapidement durant la phase de redressement qui s'en est suivie, sous l'impulsion des mesures non conventionnelles de politique monétaire et budgétaire. Le graphique indique que la phase de redressement post-récession est depuis longtemps révolue et qu'une phase prolongée de normalisation a lieu depuis 2010. Les crises européennes (la crise grecque de 2010 et la crise de la dette souveraine plus étendue de 2011) ont contribué à des phases temporaires de regain d'aversion au risque, durant lesquelles les *spreads* et les obligations ont évolué de manière constante conformément à la corrélation traditionnelle. Une période de normalisation a eu lieu jusqu'à la phase de « tapering », durant laquelle la corrélation traditionnelle s'est maintenue, mais comme la bulle du graphique l'illustre, la marge de resserrement des *spreads* était très limitée lorsque les rendements sont remontés. Autrement dit, le meilleur du cycle de crédit est derrière nous (en termes de resserrement des *spreads* et de surperformance des emprunts d'État) et une normalisation des primes de risque de crédit a déjà eu lieu, notamment en ce qui concerne les rendements obligataires : la corrélation traditionnelle pourrait donc ne plus être la plus probable. En parallèle, la croissance, l'inflation, les anticipations d'inflation et le cycle de resserrement potentiels semblent tous moins extrêmes que lors des cycles antérieurs, ce qui devrait engendrer une hausse plus modérée des rendements obligataires.

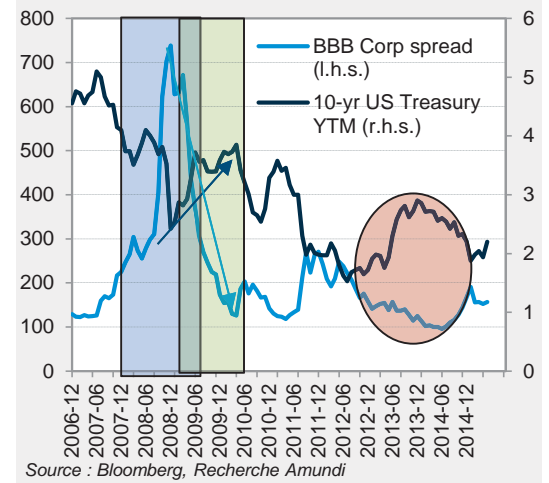
Où en sommes-nous du cycle de resserrement ?

Ces dernières semaines, le FOMC a confirmé un relèvement des *fed funds* dès 2015 mais a exprimé sa volonté d'aller très lentement par la suite. Le communiqué du FOMC n'a été que très peu modifié lors du comité de juin mais il laisse apparaître une certaine confiance sur les perspectives économiques, et notamment sur les perspectives d'inflation, après les premiers signes d'accélération des salaires (ce qui reste largement à confirmer). Toutefois, les membres du FOMC ont abaissé leurs projections de *fed funds* (les « dots ») pour la quatrième fois de suite : la projection médiane est de 0,50/0,75 % fin 2015, 1,50/1,75 % fin 2016 et 2,75/3 % fin 2017.

Il convient d'être très vigilant dans l'interprétation des projections de *fed funds*, les « dots ». Le 5 juin, William Dudley, président de la Fed de New York, expliquait notamment que les membres du FOMC mettraient un intervalle de confiance très large autour de leurs projections si cela était possible. Il est frappant que les dots convergent progressivement vers la règle de Taylor indiquée dans de nombreux discours de membres du FOMC ces derniers mois (voir par exemple « *Normalizing Monetary Policy: Prospects and Perspectives* », Janet Yellen, le 27 mars 2015). Les « dots » sont désormais en ligne avec cette règle de Taylor pour fin 2015 et fin 2016 mais sont encore au-dessus pour fin 2017 (la règle de Taylor indiquerait des *fed funds* à 2 %) : les dots continueront probablement de baisser sur cette échéance. En ce qui concerne 2015, nous tablons sur une seule hausse de *fed funds* en fin d'année. Quoiqu'il en soit, comme Janet Yellen l'a indiqué en conférence de presse, le resserrement des *fed funds* sera très graduel : le niveau de *fed funds* sera bas en fin de cycle et celui-ci ne sera pas atteint avant 2018.

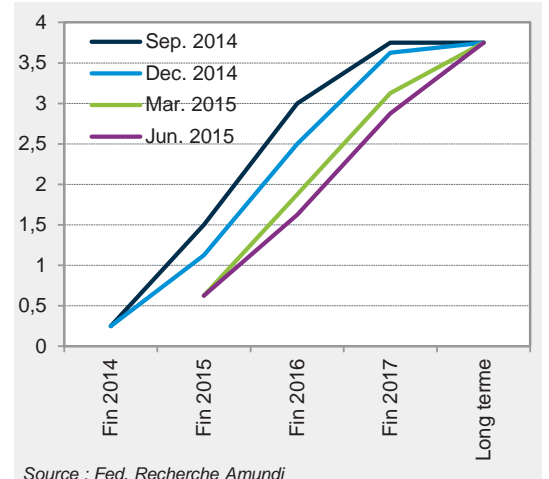
Quelles conséquences pour les taux américains ? Généralement, les périodes de resserrement de politique monétaire sont des périodes d'aplatissement de la courbe des taux. Tout comme le resserrement des *fed funds*, l'aplatissement de la courbe devrait être très graduel sur les trimestres à venir. Les taux longs sont déjà à des niveaux relativement élevés aux États-Unis. En fin de cycle de remontée de *fed funds*, les taux longs se situent généralement aux alentours des *fed funds* : si l'on fait hypothèse comme le taux terminal des *fed funds* sera aux alentours de 2,50 %, il n'y a donc pas beaucoup de marge de remontée pour le taux 10 ans américain. C'est essentiellement la partie courte de la courbe qui remontera. Cela étant dit, il ne faut évidemment pas exclure que les taux longs surréagissent à la première hausse de taux, tout comme il ne faut pas exclure non plus que la Fed prenne plus de temps pour son cycle de resserrement de *fed funds*.

1 Dernier cycle de crédit: le lien entre les rendements obligataires et les spreads de crédit



“ Les *spreads* se sont normalisés et se rapprochent déjà de leurs niveaux historiquement tendus ”

2 Projections de *fed funds* des membres du FOMC



Le cycle de reprise que nous observons depuis fin 2009 est d'un point de vue purement fondamental très particulier

La croissance des profits aux États-Unis depuis la fin de la récession en 2009 a été beaucoup plus poussée par l'amélioration des marges que par la croissance du chiffre d'affaires. Les marges des entreprises américaines ont atteint l'année dernière un plus haut historique, résultat d'une forte compression des coûts notamment salariaux. La progression des salaires est en effet quasi inexistante depuis la fin de la crise. La situation de l'emploi s'est pourtant fortement améliorée. Le nombre d'emplois créés dépasse les 200 000 au cours des douze derniers mois, ramenant le taux de chômage à 5.5 %. Cette dichotomie s'explique par la création d'emplois principalement dans des secteurs où la rémunération est faible (restauration, secteur de la santé) et par un taux d'activité historiquement très bas (63 % fin mai 2015).

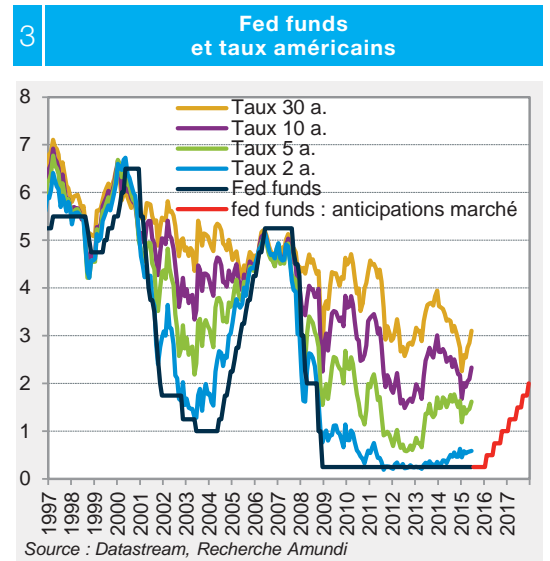
Cette demande atone s'est traduite au cours des dernières années par une faiblesse des dépenses d'investissements. Néanmoins, le levier des entreprises américaines a augmenté au cours des derniers trimestres et se situe aujourd'hui à mi-chemin dans le cycle de réendettement. Les entreprises américaines ont fortement bénéficié de la presque décennie de politique monétaire ultra-accommodante de la Fed. Les montants levés sur les marchés financiers au cours des trois dernières années ont atteint des montants records. Nous ne pouvons que légitimement nous interroger sur l'utilisation des capitaux levés *versus* la faiblesse des dépenses d'investissement. Dans un environnement de croissance faible, les entreprises ont favorisé les opérations de fusions et acquisitions et les opérations de rachats d'actions.

Beaucoup d'indicateurs convergent pour annoncer une accélération prochaine des salaires, accélération qui serait largement cohérente avec une augmentation des *fed funds*. Cette augmentation des salaires permettrait tout d'abord un renforcement de la demande et par la suite une reprise plus prononcée des investissements. Les dirigeants d'entreprise ont besoin de plus de visibilité sur la demande avant de s'engager dans des investissements irréversibles. Il convient de noter que la première hausse des *fed funds* arrive dans un contexte où l'endettement des entreprises est déjà élevé. Les opérations de fusions-acquisitions et de rachats d'actions sont revenus sur des niveaux de hauts de cycle.

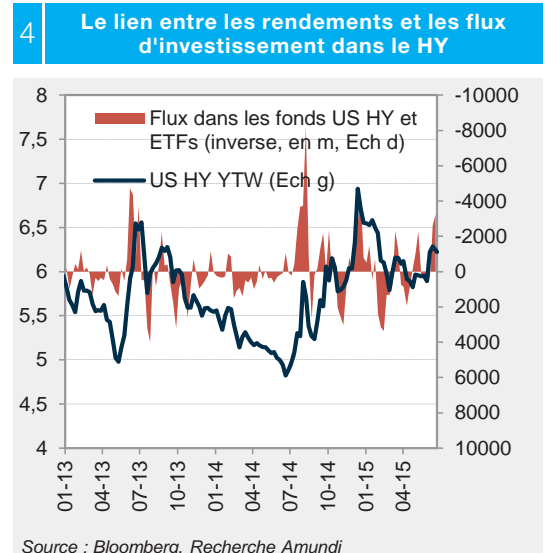
Il n'est pas évident que la première hausse des *fed funds* s'accompagne d'une amélioration des fondamentaux des entreprises comme lors des cycles précédents. Nous ne nous attendons pas non plus à une forte détérioration du levier des entreprises américaines étant donné la faiblesse de la reprise.

Rendements obligataires et flux d'investissement dans le HY

La corrélation ces dernières années entre les flux et les rendements semble plus forte aux États-Unis qu'en Europe: en affectant la performance globale du HY, le relèvement soudain et rapide des taux a eu tendance à déclencher d'importantes décollectes outre-Atlantique. Depuis 2013, et en particulier depuis l'annonce du « tapering », la corrélation entre les flux d'investissement et les rendements obligataires s'est également renforcée. Le graphique 4 confirme qu'au cours de chacune des trois dernières années, la hausse des rendements obligataires a eu tendance à engendrer de vastes décollectes parmi les obligations HY américaines de la part des investisseurs institutionnels. Le niveau mais aussi la volatilité des rendements obligataires sont progressivement devenus des vecteurs de décollecte parmi les instruments de crédit à bêta élevé. Après de nombreuses années de performance positive remarquable, les répercussions négatives soudaines et marquées de la hausse des rendements obligataires sur la performance globale figurent parmi les principaux facteurs à l'origine de cette corrélation. Celle-ci est vouée à demeurer à l'avenir et sera déterminante pour l'évolution future de la pente et du niveau de la courbe des taux. À cet égard, et d'après nos anticipations d'évolution des courbes de taux, un scénario de *bear flattening* pourrait peser plus lourdement sur les échéances à court et moyen terme du marché des obligations HY que sur les échéances plus



“ La corrélation entre les flux et les rendements semble plus solide aux États-Unis ces dernières années ”



éloignées. La comparaison avec les fonds dédiés HY européens est assez éloquente. En Europe, la collecte des fonds d'obligations HY et des ETF a été et reste nettement moins influencée par les rendements et la volatilité, pour deux raisons principales. Le QE de la BCE durera au moins jusqu'en septembre 2016, et la phase du cycle est exactement celle au cours de laquelle les rendements obligataires augmentent de concert avec le resserrement des spreads : en bref, c'est la phase de reprise. Même au cours de la toute dernière période de remontée mondiale des cours obligataires, et contrairement à la tendance constatée aux États-Unis, la hausse soudaine et rapide des rendements du Bund n'a pas engendré de décollecte parmi les fonds HY et les ETF d'Europe.

Conclusion

Un scénario de *bear flattening* pourrait affecter plus lourdement les échéances à court et moyen terme, comme cela s'est produit durant l'été 2014. De ce fait, nous recommandons la prudence à l'égard de ce segment de la courbe de crédit américaine. Compte tenu de ce qui s'est passé ces dernières années, la qualité du crédit est un autre facteur important à prendre en compte à l'heure d'étudier la corrélation avec les flux. En résumé, nous privilégions les titres américains de qualité assortis d'échéances à moyen et long terme.



3 Le marché du travail européen va continuer de peser sur l'inflation

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Pour les *ECB watchers*, les choses ont changé lors du discours de Mario Draghi prononcé à la conférence de Jackson Hole en août 2014 (« *Unemployment in the euro area* »), au cours duquel il avait lourdement insisté sur les risques que représentait le développement d'un chômage de longue durée pour les perspectives d'inflation à moyen et long terme. Ce discours avait précipité les anticipations d'une politique de QE : « les risques de ne "pas en faire assez" autrement dit, que le chômage cyclique devienne structurel — l'emportent sur les risques "d'en faire trop" - c'est-à-dire d'exercer des tensions excessives à la hausse sur les salaires et les prix. »

Avec la saga grecque, le discours de Mario Draghi du 22 mai (« *Structural reforms, inflation and monetary policy* ») est un peu passé inaperçu. Pourtant, le président de la BCE est revenu sur les thématiques de son discours de Jackson Hole. Il a notamment insisté sur le fait qu'« une reprise cyclique ne résout pas tous les problèmes de l'Europe » et qu'elle « n'éliminait ni le surendettement » des États ni « le haut niveau de chômage structurel frappant trop de pays européens ». Mario Draghi a rappelé que la faible croissance potentielle de la zone euro (en dessous de 1 % selon les institutions internationales) résulte en partie d'effets d'hystérèse et de la transformation d'un chômage conjoncturel en chômage structurel. Il paraît donc opportun d'examiner en détail l'évolution du marché du travail en zone euro, ce que nous proposons de faire dans la suite de cet article.

Tout d'abord, il convient de souligner le fait que la situation du marché du travail est très hétérogène selon les pays. Le chômage est encore en hausse ou en cours de stabilisation en France et en Italie. Il est en baisse mais très élevé en Grèce, en Espagne et au Portugal. Mais il est désormais très faible en Allemagne. Cela vient notamment rappeler que l'unanimité au sein du conseil des gouverneurs de la BCE est vraisemblablement temporaire.

Ensuite, comme le souligne Mario Draghi, il est fondamental de distinguer chômage de court terme et chômage de long terme. Eurostat compile des statistiques trimestrielles du nombre de chômeurs selon leur durée de chômage. Pour la première fois depuis la création de la zone euro, le chômage de longue durée (12 mois et plus) est supérieur au chômage de courte durée. De plus alors que ce dernier est en légère baisse sur les derniers trimestres, le chômage de longue durée ne montre pas réellement de signe de baisse. Le chômage de très long terme (plus de 24 mois) continue, lui, à prendre de l'ampleur, surtout en Italie et en Espagne (respectivement plus de 5 et 8 % de la population active). Cela corrobore le scénario d'effets d'hystérèse. Les chômeurs de longue durée perdent graduellement en compétence et donc en employabilité, une partie du chômage cyclique pouvant ainsi devenir un chômage structurel.

Par ailleurs, le travail à temps partiel s'est fortement développé ces dernières années. La proportion du travail à temps partiel dans l'emploi total a progressé dans les grands pays de la zone euro ces dernières années, notamment en Italie et en Espagne, même s'il y reste moins répandu qu'en Allemagne. L'une des questions pertinentes est évidemment de savoir si le travail à temps partiel est souhaité ou subi. Les données d'Eurostat ne donnent pas de détail des raisons du travail à temps partiel sur une base trimestrielle. En revanche, ces statistiques existent sur une base annuelle : le travail à temps partiel contraint a légèrement augmenté sur les dernières années au niveau de la zone euro prise dans son ensemble mais encore une fois, les disparités régionales sont très fortes. Le travail à temps partiel contraint a légèrement baissé en Allemagne mais a explosé en Espagne et en Italie (environ 65 % du travail à temps partiel dans ces deux pays contre 30 à 35 % en 2006) et a accéléré en France en 2013-2014. Le développement d'un travail à temps partiel, et surtout d'un travail à temps partiel contraint, pèse sur le pouvoir de négociation des

L'essentiel

Les anticipations de marché au sujet de la politique BCE ont radicalement changé après le discours de Mario Draghi à Jackson Hole en août 2014. En mai, Mario Draghi est revenu sur les mêmes thématiques et en particulier sur les risques inhérents à la transformation d'un chômage cyclique en chômage structurel.

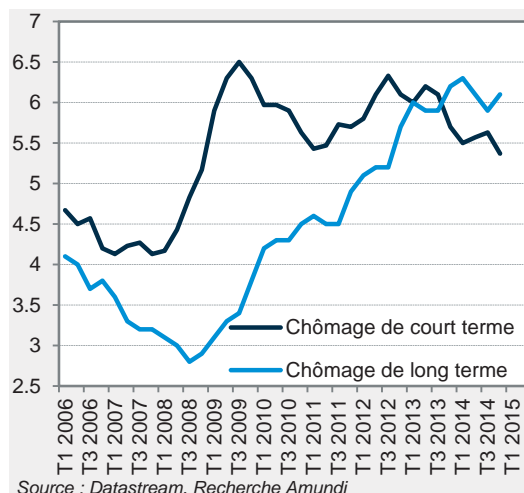
L'étude détaillée de la situation du marché du travail en zone euro montre que celui-ci est encore en très mauvais état. Le chômage de long terme est très élevé et ne montre pas de signes réels d'amélioration. Le travail à temps partiel contraint a explosé en Italie et en Espagne. Au total, la situation du marché du travail empêchera l'inflation de remonter rapidement en zone euro. De plus, les divergences entre l'Allemagne et les autres grands pays de la zone euro se sont accrues.



La faible croissance potentielle de la zone euro résulte en partie d'effets d'hystérèse et de la transformation d'un chômage conjoncturel en chômage structurel



1 Zone euro : chômage de court terme vs chômage de long terme (en % de la pop. active)



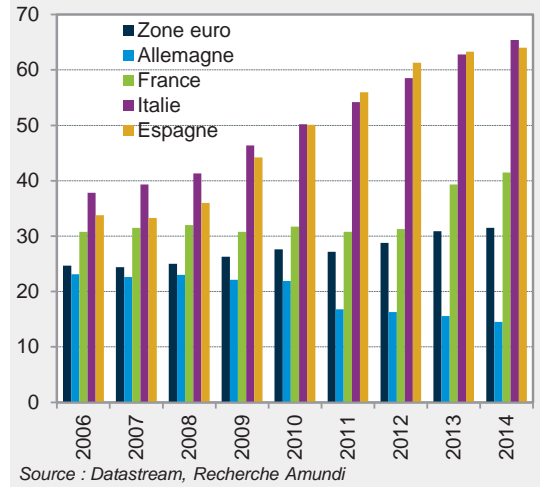
employés et donc sur l'évolution des salaires. Cela est d'autant plus vrai que la proportion de l'emploi dans le secteur des services, où les salaires sont habituellement plus faibles, a très fortement augmenté en Espagne (de 70,8 % en 2008 à 78,2 % en 2014) et dans une moindre mesure en Italie (de 63,9 % à 72,5 %).

Au passage, l'excès d'offre sur le marché du travail (« *Slack in the labour market* » en anglais) est souvent mesuré par les banquiers centraux comme la somme du chômage et du temps de travail contraint. Cette quantité apparaît très élevée en zone euro, à plus de 18 % de la population active fin 2014, et ne montre pas de réels signes de baisse. En revanche, elle a sensiblement baissé au Royaume-Uni et aux États-Unis lors des dernières années : à environ 8 % de la population active avant la Grande Récession, l'excès d'offre sur le marché du travail représente désormais 10 % de la population active après avoir atteint un pic de respectivement 13 et 16 %. Cela laisse apparaître un fort décalage de cycle économique entre la zone euro d'une part et le Royaume-Uni et les États-Unis d'autre part.

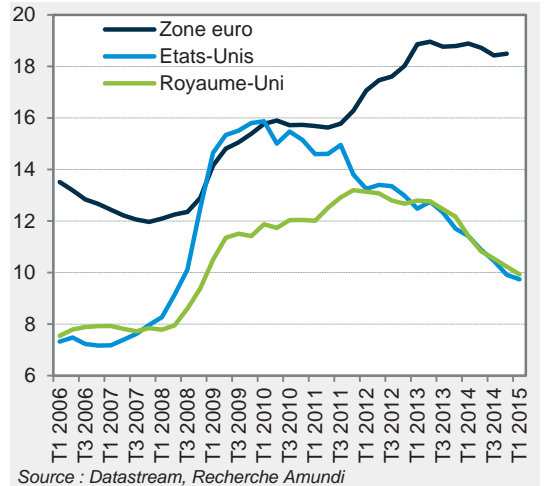
Contrairement aux États-Unis, le taux de participation n'a pas chuté dans la zone euro. En revanche, le nombre de personnes inactives découragées, c'est-à-dire pensant qu'il n'était pas possible de trouver un nouvel emploi, a fortement augmenté en Italie (plus de 10 % des inactifs en Italie contre 7 % en 2008) et, dans une moindre mesure, en Espagne.

Au final, il apparaît de façon assez nette que le marché du travail en zone euro, même s'il a connu quelques améliorations récentes, est encore en très mauvais état, surtout comparativement à des pays comme les États-Unis ou le Royaume-Uni. De nettes améliorations sont en cours en Allemagne (moins de chômage et de temps partiel contraint) mais la situation est encore très dégradée dans des pays comme l'Italie et l'Espagne, et dans une moindre mesure la France. En conséquence, il est difficile de croire que l'inflation sous-jacente pourrait se relever rapidement en Europe.

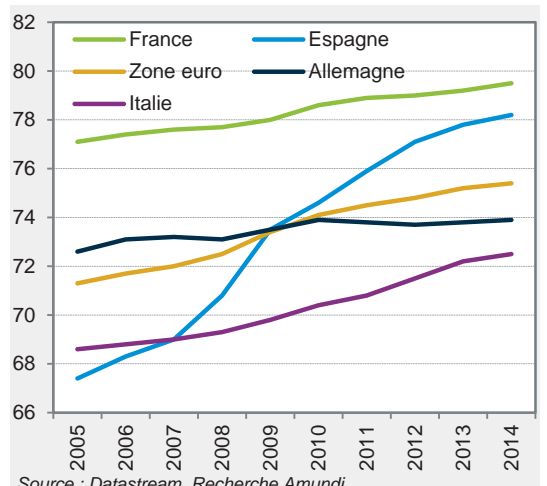
2 Travail à temps partiel contraint (en % du travail à temps partiel)



3 Somme du chômage et de l'emploi à temps partiel contraint (en % de la population active)



4 Emploi dans le secteur des services (en % de l'emploi total)



4 La dette émergente face à la résurgence de la volatilité obligataire

MARC-ALI BEN ABDALLAH, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
DELPHINE GEORGES, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Les sources de la volatilité obligataire actuelle

La remontée de la volatilité obligataire en Europe n'a pas été une surprise, mais sa violence, en revanche, en représente une de taille. Lors des trois *quantitative easing* de la Fed on a observé une hausse des taux longs américains au cours des douze mois après les premiers achats. Ce mouvement s'explique par un redressement des anticipations d'inflation, qui confirme l'efficacité de ce type de stratégie monétaire, suivi par une hausse de la prime de terme qui, quant à elle, reflète l'incertitude sur les perspectives de moyen terme de l'inflation.

En Europe, le QE s'est déployé dans un contexte d'épineuses questions de liquidité qui résultent du fait que le programme de la BCE devrait absorber 40 à 50 % des émissions des taux sans risque. De fait, on constate que les tensions de liquidité ont atteint un plus haut historique si l'on en juge par le comportement du ratio *bid-ask* sur futures bund (cf. graphique 2)

Par ailleurs, le nouvel acte de la tragédie grecque auquel nous assistons au moment de l'écriture de cette analyse ne fait que renforcer ces déséquilibres initiaux. Les taux un an à terme en Europe ont d'abord été en hausse quasi continue de -0,7 % à -0,5 % du mois d'avril à début juin avant de se détendre après que Mario Draghi¹ ait clairement indiqué que la BCE serait très vigilante à un durcissement inapproprié des conditions monétaires de la zone euro.

Paradoxalement, une extension du programme de QE de la BCE n'est pas envisageable avec la structure actuelle sans une accentuation des tensions de liquidité sur les marchés obligataires européens. Il n'est pas surprenant dans ce contexte que la BCE ait annoncé qu'elle étendait le spectre des actifs qui peuvent être achetés aux obligations privées de notation *investment grade*.

La stratégie de normalisation de la Fed déterminera le niveau de volatilité de moyen terme

La situation est totalement différente outre-atlantique en raison de la dépendance de la volatilité des obligations du Trésor vis-à-vis de la communication de la Fed. Comme l'indique le graphique n° 4, les anticipations de trajectoire des taux sont redevenues un facteur dominant du comportement de la volatilité des taux longs. Cette corrélation est, en outre, renforcée par le fait que les anticipations de marchés sur la partie longue de la courbe, telles que mesurées par les taux à terme 5 ans, deviennent de plus en plus sensibles aux comportements des anticipations de politique monétaire.

D'ailleurs, la courbe américaine présentait l'année passée une anomalie qui est en passe de se résorber à savoir une corrélation de 0.8 entre les taux à terme 5 ans américains - proxy des anticipations de marché de taux longs - et les taux à terme 1 an européen - proxy des anticipations de marché de politique monétaire de la BCE. Depuis cette corrélation a été divisée par deux et la corrélation entre les anticipations relatives à la partie courte et celles relatives à la partie longue se redresse d'un plus bas de -0.7, il y a un an de cela, à actuellement +0.2.

Cette tendance est de bon augure à court terme puisqu'elle induit que les taux américains ont une sensibilité à la volatilité obligataire européenne qui est en baisse. Dès lors, si l'on tentait de tracer une courbe théorique des anticipations de volatilité obligataire, elle serait inversée avec une anticipation de volatilité à

¹ "We are closely monitoring conditions to detect signs of an unwarranted tightening of our stance, to which we would need to react." Mario Draghi, *Président de la BCE, 15 juin 2015, audition devant la Commission des Affaires Économique et Monétaire du Parlement européen, Bruxelles. (Hearing at the European Parliament's Economic and Monetary Affairs Committee, Introductory statement by Mario Draghi, President of the ECB, Brussels, 15 June 2015).*

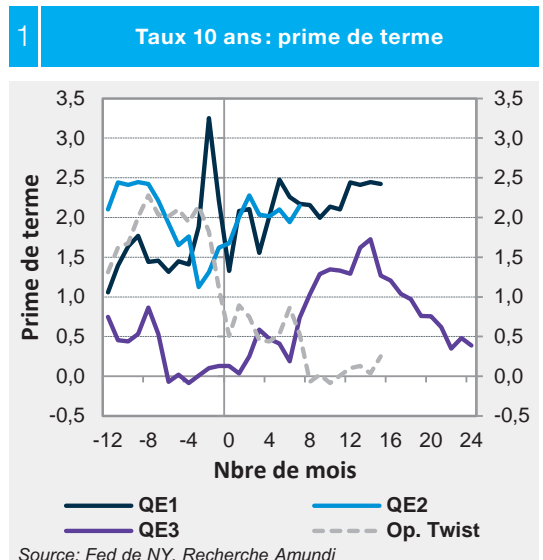
L'essentiel

La remontée de la volatilité obligataire en Europe n'a pas été une surprise, mais sa violence, en revanche, en représente une de taille. Elle est alimentée par les tensions de liquidité en Europe, la perspective de normalisation des taux aux États-Unis sans parler du nouvel épisode de stress sur la dette grecque.

À court terme, les tensions de liquidité et la crise grecque sont autant de facteurs qui devraient peser. À moyen terme, le facteur central demeure la normalisation des taux de la Fed et surtout l'incertitude économique inhérente au processus qui devrait peser sur le spread de terme de la courbe aux États-Unis. À partir d'un cadre simple d'analyse des contributions marginales à la variance nous démontrons que la dette émergente en dollar dispose d'un potentiel de diversification à moyen terme.



La remontée de la volatilité obligataire en Europe n'a pas été une surprise. Sa violence, en revanche en est une de taille



court terme (horizon entre 1 et 3 mois) plus élevée que celle de moyen terme (3 mois - 12 mois) ou de long terme (> 1 an). Cette courbe présenterait, néanmoins, une pente positive sur sa partie longue en cohérence avec une perspective de normalisation des taux de la Fed.

En somme à court terme, les dissensions entre le gouvernement grec et la zone euro vont alimenter les tensions de liquidité sur les taux européens tant que les deux parties ne sont pas parvenues à un accord viable. En revanche, à plus long terme la volatilité obligataire est fortement dépendante de l'incertitude inhérente au processus de normalisation des taux de la Réserve Fédérale.

Les marchés du crédit font face à un risque de pentification de la courbe américaine

On pourrait arguer que le renforcement considérable des outils de communication de la Fed devrait permettre de contenir l'incertitude économique au sens de variabilité des anticipations des agents économiques et des investisseurs. On observe effectivement une baisse substantielle des indicateurs d'incertitude économique², comme celui développé par Scott Baker, Nick Bloom et Stephen Davis et qu'utilise la Fed de Saint Louis. Ce dernier montre un recul très net de l'incertitude économique aux États-Unis.

Pour autant, ceci n'est pas forcément rassurant. Sur longue période, l'incertitude économique présente un comportement cyclique sur des cycles d'une durée d'environ dix ans. L'indicateur de Baker-Bloom-Davis se situe actuellement à un plus bas de trente ans. Il est donc raisonnable de s'attendre à une remontée de l'incertitude au cours de la prochaine décennie sans toutefois qu'il soit nécessaire de craindre que l'on puisse atteindre un niveau aussi élevé que celui de la décennie 2005 – 2015.

L'incertitude économique se traduit par le risque d'avoir des anticipations de nouveau plus volatiles. Ceci n'est pas sans conséquence pour les taux sans risque. En effet, la prime de terme est par définition le reflet de l'incertitude économique. Elle se définit par la partie résiduelle des taux longs qui n'est pas expliquée par les anticipations d'évolution des taux courts. Dans la pratique, les taux longs sont décomposés en une partie dépendante de la trajectoire future des taux courts futurs et une prime de terme liée à l'incertitude inhérente à l'exercice de projection des taux courts.

Plus l'incertitude économique est élevée et plus la stabilité des anticipations des investisseurs décroît, ce qui conduit à une hausse de la prime de terme et, par-là, une hausse du spread de terme, plus communément appelé pente de la courbe des taux.

Une pentification de la courbe américaine par hausse des taux longs (*bear-steepening*) n'est pas favorable au portage des actifs de crédit pour la simple raison que ce type de mouvement de courbe renforce l'attractivité du portage des taux sans risque.

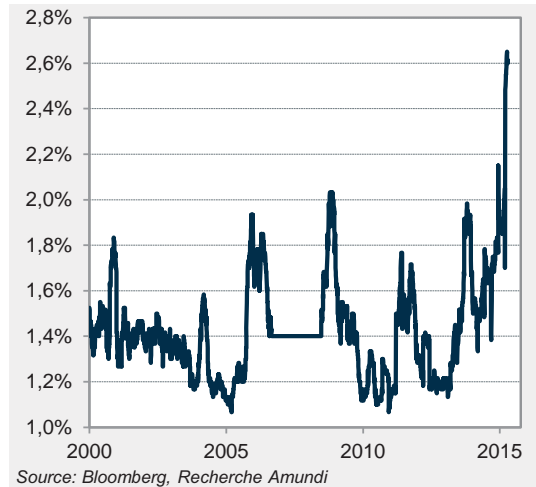
L'attractivité du portage émergent est une réalité

Quid des actifs de dette émergente dans ce contexte ? Dans une perspective de régime de volatilité plus élevée pour les taux sans risque, il est utile de comparer la dette émergente en dollar à un indice obligataire type *aggregate* en dollar puisque cette catégorie d'indice contient à la fois des instruments de crédit et des obligations du Trésor nominales ou indexées à l'inflation. De fait, ce type d'indice constitue un bon proxy d'allocation non émergente.

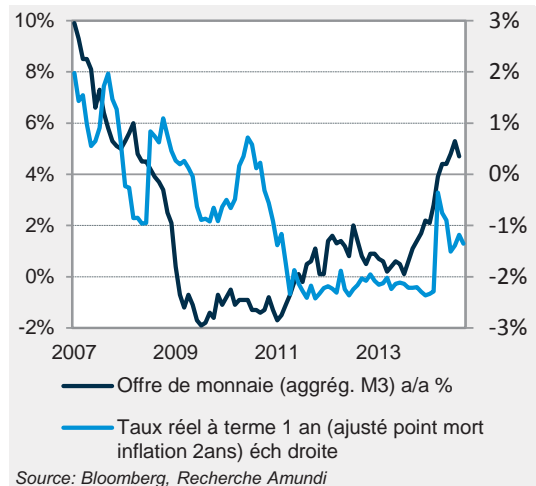
C'est, essentiellement, le comportement en termes relatifs d'une classe d'actifs qui est le fondement de son attractivité. Sur données historiques, depuis 1998, l'indice de dette souveraine émergente en dollar *EMBI Global Diversified* présente un rendement excédentaire moyen, ou prime de risque ex-post 3,7 %, par rapport à l'indice Barclays US *aggregate*.

² L'indicateur de Baker, Bloom et Davis repose sur trois composantes: la fréquence d'apparition de certains items se référant à la notion d'incertitude économique dans les journaux, la dispersion des anticipations de croissance et d'inflation ou encore les provisions réalisées pour changement de législation fiscale au niveau fédéral.

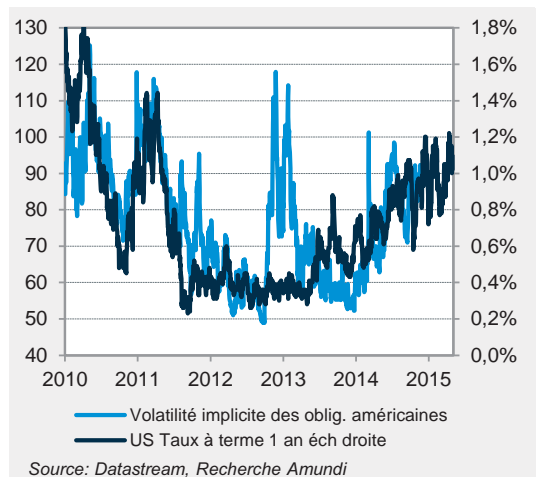
2 Spread Bid-Ask sur futures BUND



3 EURO: offre de monnaie et taux réel à terme 1 an



4 Volatilité des obligations américaines



En outre, le rendement ajusté de la durée est, en moyenne, 1,7 supérieur pour la dette émergente comparé à celui de l'aggregate sur la période³. À durée comparable, le portage est donc, sans surprise, plus attractif.

Puisque notre sujet de préoccupation est la volatilité obligataire, il faut souligner que le ratio des rendements ajustés de la durée est actuellement à un niveau de volatilité compatible avec un ratio de volatilité 15 % plus élevé. La dette émergente en dollar est donc attractive à court terme. Concrètement, l'écart de volatilité est de 140 pb et il pourrait s'accroître à 160 pb sans que les rendements aient besoin d'augmenter.

La dette émergente devrait gagner en capacité de diversification

La volatilité de la performance excédentaire de la dette souveraine en dollar est, en moyenne, de 30 % supérieure à la volatilité de l'aggregate. Elle oscille entre 4 et 6 % depuis 2010. Il résulte ainsi qu'une allocation fondée sur l'optimisation du ratio de Sharpe (portefeuille tangent) conduit à une exposition à la dette émergente comprise entre 7 % et 20 % sur la période s'écoulant de 2010 à nos jours (ce qui laisse 80 à 93 % de l'allocation dédiée à du non émergent).

Quelle serait la conséquence d'une hausse de 100 pb de la volatilité de la partie aggregate de l'allocation ? La volatilité de la performance excédentaire de la dette émergente augmenterait de 103 pb. Ceci étant, le calcul des contributions à la variance de portefeuille permet d'établir (cf. encadré) que la hausse de volatilité du rendement excédentaire est d'abord proportionnelle à celle de la volatilité des actifs non émergents. Plus important encore, le coefficient de proportionnalité est égal à l'inverse de la corrélation entre la prime ex-post et le rendement de la partie non-émergente.

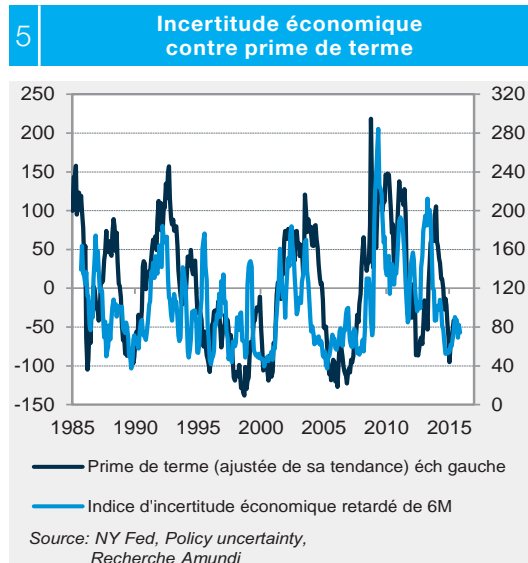
Il est intéressant de noter que le signe de cette corrélation est négatif, ce qui signifie que la performance excédentaire de la dette émergente évolue, en général, en sens opposé, à celle de la partie non émergente de l'allocation. Ceci résulte du fait que les investisseurs tendent à arbitrer les obligations du trésor, voire la dette corporate investment grade, contre la dette émergente.

La dynamique de cette corrélation reflète en bonne partie les anticipations de marchés du spread ou de la prime de terme de la courbe américaine. Elle est, d'ailleurs, en avance sur les mouvements de courbe. En effet, un spread de terme qui s'accroît via un mouvement de pentification (bear-steepening) correspond à un regain d'attractivité des maturités longues des taux sans risque. Dans ce cas, la performance excédentaire des actifs émergents tend à se réduire voire devenir négative.

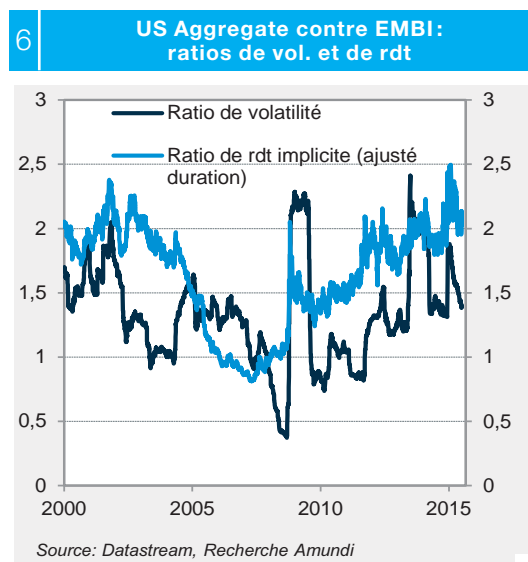
Ceci étant, le plus important est de noter que la corrélation entre la performance excédentaire de la dette émergente et la performance des taux et des actifs de crédit non émergents a besoin de baisser. Elle demeure trop élevée alors que le risque de tensions à venir sur la prime de terme ne fait que s'accroître. Dans une perspective de normalisation même graduelle des taux de la Fed, la prime de terme doit augmenter en conséquence de la montée des incertitudes économiques inhérentes à un tel processus.

Si tel serait le cas, la corrélation de la volatilité de la performance excédentaire à la performance de la partie non émergente diminuerait. Autrement dit, la performance excédentaire de la partie émergente par rapport à la partie non émergente gagnerait en stabilité. En ce sens, la dette émergente devrait donc gagner en pouvoir diversifiant à moyen terme même si à court terme la montée de la volatilité obligataire ne peut être que pénalisante pour cette classe d'actifs. Il en découle que, dans une allocation stratégique, la dette émergente devrait voir son exposition augmenter malgré une hausse de son propre niveau de volatilité.

³ Actuellement le rendement de l'indice Barclays US aggregate est de 2,4 % pour une durée de 6, soit un rendement ajusté de la durée de 0,4, alors que le rendement de l'indice EMBI global Diversified atteint les 5,8 % pour une durée de 6,9 ce qui donne un rendement ajusté de la durée de 0,8.



“ Une pentification de la courbe américaine (...) n'est pas favorable au portage des actifs de crédit pour la simple raison que ce type de mouvement de courbe renforce l'attractivité du portage des taux sans risque ”



> Une exploration de la contribution marginale de la dette émergente au risque de portefeuille

On simplifie la modélisation d'une allocation obligataire en supposant que le portefeuille est basé sur une allocation stratégique reposant sur deux piliers: un pilier de type *aggregate* en dollar (benchmark: *Barclays US aggregate*) qui représente la partie non émergente du portefeuille et qui est, par conséquent, constituée d'actifs d'obligations du Trésor américain éventuellement indexées à l'inflation, d'actifs de crédit (*mortgage, corporate*). Un pilier émergent constitué par l'indice de dettes souveraines type dette émise en dollar (benchmark: *JP Morgan EMBI Global Diversified*).

À tout instant, le rendement en dollar du portefeuille peut s'écrire:

$$R = \alpha R_E + (1 - \alpha)R_A = \alpha \Pi + R_A \quad (1)$$

où R_A désigne le rendement de la partie *aggregate* du portefeuille, et R_E désigne le rendement des actifs émergents.

On réécrit l'équation (1) en introduisant le rendement excédentaire Π des actifs émergents ou prime de risque ex-post:

$$R = \alpha \Pi + R_A \text{ en écrivant que } R_E = R_A + \Pi \quad (2)$$

Le risque (symétrique) du portefeuille peut-être évalué via la variance des rendements par:

$$\sigma^2 = \alpha^2 \sigma_\Pi^2 + \sigma_A^2 + 2\alpha \sigma_\Pi \sigma_A \rho(\Pi, R_A) \quad (2 \text{ bis})$$

où σ_A désigne la volatilité de la partie *aggregate* du portefeuille, et σ_E désigne celle des actifs émergents et $\rho(\Pi, R_A)$ le coefficient de corrélation entre la prime émergente et le rendement de la partie *aggregate*.

En cas de choc exogène de volatilité, la contribution marginale d'un changement d'une variation de 100 pb de la volatilité de la partie *aggregate* du portefeuille est donnée par l'expression (3):

$$\partial \sigma^2 = 2(\sigma_A + \alpha \sigma_\Pi \rho(\Pi, R_A)) \partial \sigma_A \quad (3)$$

De même la contribution marginale d'un changement d'une variation de 100 pb de la volatilité de la prime de risque ex-post émergente est donnée par la formule (3 bis)

$$\partial \sigma^2 = 2\alpha(\alpha \sigma_\Pi + \sigma_A \rho(\Pi, R_A)) \partial \sigma_\Pi \quad (3 \text{ bis})$$

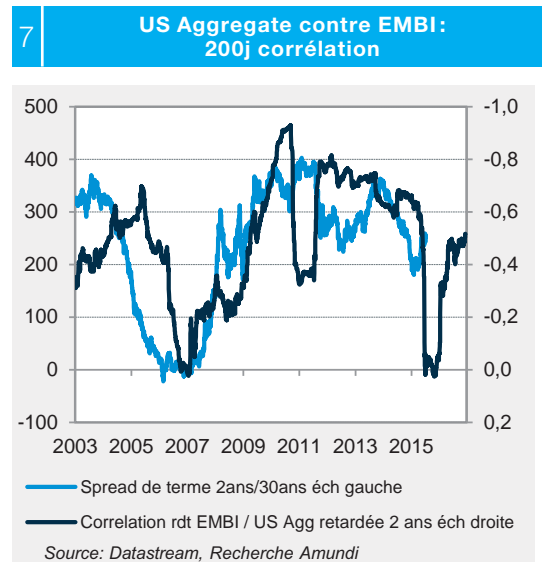
L'expression (3) met en lumière qu'à contribution à la variance donnée, il existe une relation de proportionnalité entre la volatilité de la partie *aggregate* du portefeuille σ_A et la volatilité de la prime émergente σ_Π :

$$\sigma_\Pi = \frac{\sigma_A}{(-\alpha \rho(\Pi, R_A))} + \kappa \quad (4)$$

Le coefficient de proportionnalité est donné par $\frac{1}{(-\alpha \rho(\Pi, R_A))}$. Autrement dit, pour une allocation donnée, la volatilité de la performance excédentaire de la dette émergente sera d'autant plus forte que la corrélation entre cette prime ex-post et la performance de la partie émergente sera négative.



La corrélation entre performance excédentaire de la dette émergente et performance des taux et actifs de crédit non émergent a besoin de baisser



5 BRIC(S)¹-PPICS²-Fragile Five/BIITS³-Troubled trio⁴-PICTS⁵ : faut-il en perdre son latin ?

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Face à la surmultiplication des acronymes relatifs aux émergents, il devient parfois difficile de s’y retrouver. La surenchère pourrait s’avérer préjudiciable à une évolution qui jusqu’ici apparaissait logique. En effet, des BRIC aux « Fragile Five », le monde a beaucoup changé, près de 15 ans ont passé. Mais des « Fragile Five » à aujourd’hui, à peine 3 années se sont écoulées. Les problématiques extérieures auxquelles sont confrontés les pays émergents n’ont en 3 ans pas fondamentalement changé, la principale demeurant les effets sur les pays émergents de la normalisation de la politique monétaire américaine.

Même si la « valse » des acronymes peut donner le tournis elle a bien un sens

Au premier temps de la valse, il y a les BRIC.

Depuis que les économistes ont enfin compris que les économies émergentes étaient certes confrontées à des problématiques comparables (évolution des cours des matières premières, volatilité des flux de capitaux, etc.) mais qu’in fine elles demeureraient très différentes de par leurs systèmes politique et institutionnel, leur modèle économique, sans parler de cultures et d’histoires différentes, on assiste à une valse des acronymes.

Inventé en 2001 par Jim O’Neill économiste de chez Goldman Sachs, l’acronyme BRIC avait vocation à regrouper les plus grandes économies émergentes, autrement dit celles qui étaient supposées se développer rapidement et prendre une place importante dans l’économie mondiale. L’entrée de l’Afrique du Sud dans le groupe en 2011 fera débat et son intégration s’expliquera davantage par des raisons politiques (inclusion d’un grand pays du continent africain « permettant d’être crédible et de représenter le Sud sur la scène mondiale »), qu’économiques. C’est d’ailleurs bien ce qu’est aujourd’hui ce groupe : un regroupement politique visant à faire prévaloir leurs droits ainsi que ceux de leurs pairs dans le cadre des réunions internationales telles que le G20.

Au second temps de la valse, le monde change et les acronymes se multiplient.

Avec l’émergence de nouveaux pays tout autant voire davantage dynamiques que les BRIC, le concept de BRIC a perdu de sa pertinence sur le plan économique. Depuis maintes acronymes (PPICS, Fragile Five) sont apparus. La résurgence de ces acronymes est d’autant plus forte que les marchés ont compris qu’il fallait discriminer les pays émergents entre eux et qu’il ne fallait plus les analyser comme un bloc en tant que tel. Aussi, à chaque nouvel épisode de stress passé ou éventuel, on voit apparaître au fil de nos lectures de nouveaux acronymes tous ayant pour vocation d’effectuer un regroupement de pays émergents présentant les plus fortes vulnérabilités face à un choc extérieur ; le dernier en date étant les PICTS. Dans une telle cacophonie, il devient alors très difficile de s’y retrouver et chaque économiste/analyste est tenté d’y aller de sa verve.

Pourtant, il est évident que ces acronymes ne sont pas dénués de sens et qu’ils sont la résultante d’un processus réfléchi issu de la confrontation de différents indicateurs économiques, (géo)-politiques, institutionnels etc. Le choix des

¹ Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud

² Pérou, Philippines, Indonésie, Colombie, Sri Lanka ; ce groupe de pays a été distingué par la Coface en raison de leur fort potentiel et de leur capacité à prendre le relais des BRICS.

³ Terme utilisé dans une étude de Morgan Stanley en août 2013 pour regrouper les pays apparaissant comme les plus exposés au Taper Tantrum. Ce groupe de pays se composait alors du Brésil, de l’Inde, de l’Indonésie, de la Turquie et de l’Afrique du Sud.

⁴ Brésil, Turquie et Afrique du Sud.

⁵ Introduit fin juin par Richard Iley, économiste chez BNP Paribas, cet acronyme regroupe le Pérou, l’Indonésie, la Colombie et la Turquie et l’Afrique du Sud.

L’essentiel

La surmultiplication des acronymes relatifs aux émergents peut entraîner une certaine lassitude chez le lecteur voire même l’investisseur. Pour autant, celle-ci n’est pas sans fondement et ne fait que suivre l’évolution du monde, de l’économie et de ses problématiques.

Aujourd’hui, le risque demeure toutefois la surenchère qui pourrait faire perdre tout leur sens et intérêt à ces acronymes. En ce qui nous concerne, nous estimons que le passage de l’acronyme BRIC à « Fragile Five » est cohérent mais qu’il serait préférable à ce stade d’en rester là. En effet, selon nos analyses, les pays les plus vulnérables aujourd’hui, au nombre de 3 (Brésil, Afrique du Sud et Turquie), faisaient déjà partie des 5 pays du groupe des « Fragile Five ». L’évolution ne nous apparaît pas suffisamment substantielle pour faire émerger un nouvel acronyme.

“ Une « valse » des acronymes qui donne le tournis... ”

“ ... Mais qui suit l’ordre des choses ”

indicateurs toutefois reste le libre arbitre de l'analyste. Aussi, pour une même problématique, les résultats peuvent donc diverger en raison de choix différents quant aux indicateurs mais aussi de la méthodologie utilisée pour classer les pays en fonction de leur niveau de vulnérabilité. De ce fait, ce genre d'analyse comporte une part d'arbitraire mais il ne faut pas pour autant « jeter le bébé avec l'eau du bain ». En effet, nous-mêmes avons mis en place un scoring de pays basé sur des variables macroéconomiques fondamentales (cf. Cross Asset d'Avril 2014 « Économies émergentes : après la valse des acronymes, retour à des principes de segmentation simples ») et nous pensons que ce type d'outils demeure utile pour détecter les pays qui présentent certaines fragilités.

Il ne faut cependant pas verser dans l'excès et peut-être se contenter de s'arrêter aux « Fragile Five »

Au troisième temps de la valse, les « Fragile Five » font leur apparition.

Alors que les pays émergents avaient relativement bien résisté au choc de 2008, depuis 2013 ils se sont montrés en revanche très sensibles aux décisions des banques centrales des pays avancés, et notamment de celles de la Fed. En effet en 2013, suite au *Taper Tantrum* on observe de fortes sorties de capitaux des pays émergents mais des proportions différentes. Les pays dont l'investissement était fortement financé par les investissements étrangers avec donc un compte courant très déficitaire ont été les plus affectés. Il s'agit des fameux « Fragile Five » (Afrique du Sud, Brésil, Inde, Indonésie et Turquie).

Après cet épisode, la plupart des pays ont essayé de modifier leur *policy mix* afin de limiter leur vulnérabilité aux chocs externes. Une fois encore ces changements se sont faits à des rythmes différents, que ce soit pour des raisons politiques (élections en Inde en mai 2014, en Indonésie et au Brésil en octobre 2014) ou économiques avec l'éruption d'un nouveau choc : la forte baisse du prix des matières premières. Ce choc a eu des effets négatifs pour les pays exportateurs de matières premières tels que le Brésil et l'Afrique du Sud et positifs pour les importateurs comme l'Inde et la Turquie de sorte que les trajectoires ont légèrement divergé.

Au vu de l'amélioration de certains fondamentaux des économies indienne et indonésienne, ces deux pays ne sont plus alors considérés comme vulnérables par les analystes et l'acronyme « Troubled Trio » a alors fait son apparition pour désigner les trois pays des « Fragile Five » qui demeuraient donc vulnérables. Il est intéressant de noter qu'effectivement sur la période de juin 2014 à mars 2015 (Dollar Tantrum), les roupies indienne et indonésienne se sont dépréciées de seulement 6 et 10 % respectivement alors que dans le même temps, le rand sud-africain perdait près de 15 %, la livre turque 20 % et le real 28 %. De même, alors que les flux d'actifs ont chuté dans 4 pays, en Inde ils ont augmenté.

Au quatrième temps de la valse, la musique s'arrête!

Dans le cas de l'Inde, l'arrivée au pouvoir du Premier Ministre Narendra Modi et de la nomination de Raghuram Rajan à la tête de la RBI a donné un certain élan au pays avec l'annonce de réformes structurelles et d'une politique monétaire très orthodoxe. Même si les réformes semblent se faire très lentement au gré de certains analystes, il n'en demeure pas moins qu'elles avancent et que par ailleurs la politique monétaire, aidée par la diminution du prix des matières premières et notamment agricoles, semble porter ses fruits puisque l'inflation a baissé à un niveau qui correspond à celui de la cible fixée pour 2016.

En Indonésie, le nouveau Président Widodo et son administration se sont engagés à réduire les déficits public et courant. À peine élu, il annonçait la diminution des subventions aux carburants, ce qui en ce sens témoigne de sa volonté d'agir et constitue un signal positif. Par ailleurs l'inflation semble diminuer et même si la croissance ralentit du fait notamment du ralentissement chinois, la dette à court terme demeure limitée (moins de 20 % du PIB), tout comme l'endettement du secteur privé (40 % du PIB), et l'endettement en monnaie étrangère même s'il a augmenté reste modéré.

Au Brésil, en Afrique du Sud et en Turquie, la situation ne s'est malheureusement pas améliorée sur cette période ; les deux premiers pays ayant été fortement

“ Les « Fragile Five », un acronyme toujours d'actualité... ”

“ ... Même si certaines améliorations en Inde et Indonésie poussent à réduire le club des 5 à 3 pays ”



affectés par la chute du prix des matières premières. De plus, au Brésil, la campagne électorale a certainement contribué au relâchement du policy mix au moment même où l'inflation repartait et où les recettes de l'État diminuaient en raison de la baisse du prix du pétrole. Le solde public ainsi que le compte courant se sont fortement dégradés. La consommation a ralenti en raison de la perte de pouvoir d'achat, l'économie est tombée en stagnation en 2014 et devrait connaître une récession de plus de 1 % en 2015. En Turquie, la campagne électorale a également joué défavorablement en limitant notamment les marges de manœuvre de la banque centrale.

D'après notre scoring, l'Afrique du Sud, la Turquie et le Brésil demeurent effectivement les pays les plus vulnérables, des améliorations étant quantifiables en Inde et en Indonésie

Notre scoring, qui rappelons-le incorpore des indicateurs de croissance, d'inflation, de dette et de déficit publics, de déficit courant et d'épargne (en niveau et variation), de crédits privés, de dette externe totale et de court terme ainsi que de réserves de change (en fonction des mois d'imports ou de la masse monétaire), mis à jour avec des données fin du premier trimestre de cette année, fait apparaître l'Afrique du Sud comme le pays le plus vulnérable à un choc externe de type hausse des taux d'intérêt américains suivi, de la Turquie et du Brésil.

D'autres pays tels que la Colombie avec des déficits public et courant élevés et peu de réserves de change ou la Malaisie avec des dettes publique et externe plus fortes que celles de ses pairs et un déficit public dégradé pourraient également pâtir de la normalisation de la politique monétaire de la Fed.



L'Afrique du Sud est, avec la Turquie et le Brésil, le pays le plus vulnérable à un choc externe



Évaluation des vulnérabilités

T1 2015	Perspectives macro		Dette				Épargne/Investissement				Vulnérabilités				Score Moyen
	Croissance PIB réel	Inflation	Dette publique	Déficit public	Dette extérieure	Dette extérieure CT	Compte courant	Δ Compte courant	Épargne	Δ Épargne	Réserves de change (mois d'imports)	Balance de base	Δ Crédit du secteur privé	M2 réserves de change	
Afrique du Sud	-0,5	-1,5	0,1	-1,1	1,0	0,2	-2,0	0,1	-2,0	-0,1	-1,0	-2,0	-0,3	0,0	-1,3
Turquie	-0,5	-2,0	1,0	0,1	0,0	-1,0	-2,0	1,5	-2,0	0,7	-0,3	-2,0	-1,0	0,0	-1,1
Brésil	-2,0	-2,0	-1,0	-2,0	2,0	2,0	-1,9	-0,5	-2,0	-2,0	2,0	-1,8	1,5	1,8	-0,8
Malaisie	2,0	-0,5	-1,0	-1,5	-0,2	-2,0	1,1	-1,7	1,7	-1,7	0,2	1,1	-2,0	0,0	-0,6
Colombie	1,3	-0,9	1,0	-0,5	1,5	1,2	-2,0	-2,0	-1,0	-1,3	1,0	-1,8	0,0	0,3	-0,5
Mexique	0,3	-1,0	0,0	-0,3	1,0	0,9	-0,9	0,9	-1,0	1,8	-0,1	-1,1	-0,2	0,0	0,1
République Tchèque	0,8	0,0	0,9	0,6	0,0	0,0	-0,2	-0,9	0,8	-0,5	-1,0	-0,9	0,5	1,0	0,2
Inde	2,0	-1,7	0,0	0,1	2,0	1,0	-0,9	-1,7	0,7	-1,7	0,9	-0,9	1,0	2,0	0,4
Pologne	1,5	2,0	0,0	-0,7	0,0	2,0	-0,3	-0,5	-1,4	0,3	-0,1	-0,5	0,0	1,0	0,5
Russie	-2,0	-2,0	2,0	0,9	0,5	1,9	1,0	-0,1	-0,7	-0,5	1,7	0,1	-0,5	2,0	0,6
Pérou	-0,9	-0,9	2,0	1,3	2,0	1,9	-2,0	0,5	0,0	-1,0	2,0	-0,9	-1,2	2,0	0,7
Indonésie	2,0	-1,9	2,0	0,4	1,0	1,0	-1,1	-0,4	1,9	0,8	0,9	-0,3	-0,1	0,7	1,0
Roumanie	1,4	0,7	1,0	-0,7	-0,8	2,0	-0,1	1,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	1,0	2,0	1,1
Chili	-0,4	-1,8	2,0	1,0	0,5	2,0	-0,1	2,0	-0,4	1,6	0,0	1,9	0,0	0,0	1,2
Hongrie	1,0	2,0	-1,0	0,7	-1,0	2,0	1,1	-1,2	0,7	-0,5	-0,5	1,2	2,0	2,0	1,2
Philippines	2,0	-1,1	0,0	1,5	2,0	1,0	1,0	1,1	0,2	1,0	1,3	1,2	-1,9	1,1	1,5
Chine	2,0	0,0	2,0	0,7	2,0	-2,0	0,7	1,7	2,0	1,7	2,0	1,0	-1,5	-1,0	1,6
Corée du Sud	0,5	0,5	1,0	-0,3	2,0	0,0	2,0	1,1	2,0	0,9	1,0	1,1	1,0	-1,0	1,7
Taïwan	1,1	1,5	1,0	0,5	1,5	-2,0	2,0	1,5	2,0	1,0	2,0	2,0	-1,5	1,0	2,0
Thaïlande	0,3	1,3	2,0	-1,3	1,0	0,0	1,6	1,5	1,8	1,5	1,0	1,8	0,5	1,1	2,0

6 Médias : état de disruption avancé !

FRÉDÉRIC LABIA, *Analyse Actions – Paris*

La menace numérique ou « ubérisation » de l'économie

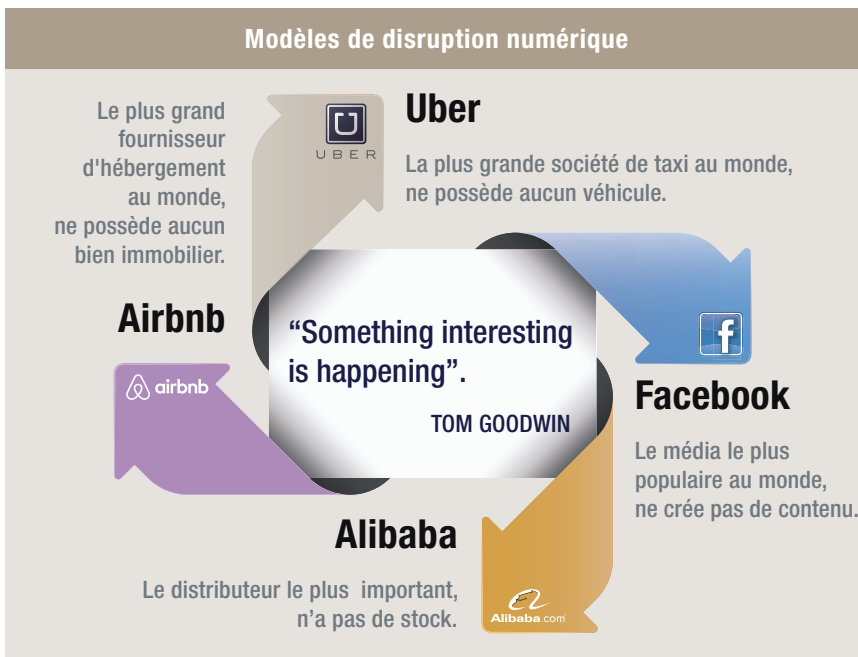
L'« ubérisation » de l'économie est la menace issue de la transformation numérique de la société, capable de remettre en cause les modèles économiques traditionnels. À l'origine, l'ubérisation fait référence à la désintermédiation des services de réservation de taxis générée par l'application en ligne Uber, un site de réservation de véhicules de tourisme avec chauffeur. L'application offre une prestation de services comparable (transport de personnes) à des tarifs légèrement plus élevés mais avec un degré de confort et de fiabilité supplémentaire : localisation par GPS du chauffeur le plus proche, estimation à l'avance du prix de la course, paiement automatisé sur l'application. En quelques mois, Uber a complètement remis en cause le modèle économique - fermé - des compagnies de taxi.

Aujourd'hui, des pans entiers de l'activité économique sont concernés et de nombreuses sociétés voient le risque de se faire « uberiser » ou bien sont déjà attaquées : le secteur de la distribution par Alibaba (qui ne détient aucun stock), l'hôtellerie par Booking ou Airbnb (qui ne détient aucun immobilier), le transport par Blablacar (qui ne détient aucun véhicule), la banque par Lendingclub (qui ne détient pas d'agence)...

L'essentiel

La révolution numérique en cours affecte les modèles publicitaires et la migration des investissements vers l'internet (fixe/mobile) va s'accélérer au détriment des médias traditionnels (dont la télévision).

Les agences de publicité, de plus en plus agences-conseils, en revanche peuvent jouer un rôle central dans la transformation numérique des sociétés et accéder à de nouvelles sources de revenus.



Source : Tom Goodwin, Havas

Le secteur média, première victime de la transformation numérique

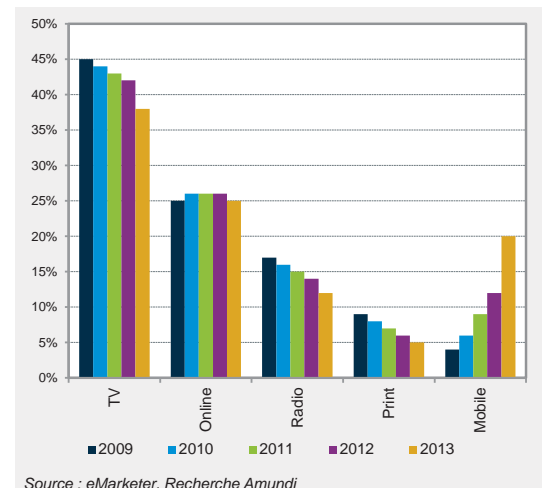
Nous pensons que l'industrie de la culture et de l'information a été l'une des toutes premières à subir la révolution numérique. Après tout, les médias sont par définition des supports d'informations, et, ces supports sont du jour au lendemain tous devenus numériques : pas un texte, une photographie ou bien une vidéo que l'on ne puisse transformer en « fichier ». Le secteur des médias a bien été le premier à devoir enclencher sa transformation numérique.

Le concept d'« ubérisation » n'est donc pas étranger au monde des médias : L'industrie musicale a été « napsterisée* » il y a déjà longtemps de cela, la presse a été « googlisée »... la télévision est désormais « netflixée » ! En effet,

* Naspster était un site gratuit de partage de fichiers musicaux entre particuliers

“ L'industrie de la culture et de l'information a été l'une des toutes premières à subir la révolution numérique ”

1 Répartition consommation média aux États-Unis



avec la multiplication des appareils connectés, l'accessibilité grandissante à l'internet haut débit, le confort d'utilisation (à tout moment, en tout lieu et sur n'importe quel appareil) et les nouveaux services tels que les moteurs de recommandations, la consommation de vidéo à la demande a littéralement explosé ces dernières années. Netflix, le champion de la vidéo à la demande, a vu son nombre d'abonnés passer le cap des 60 millions en 2015 dont plus de 40 millions aux États-Unis, soit une part de marché spectaculaire de 40 % pour un service qui n'existait pas il y a 10 ans.

La publicité comme vecteur de la migration

Au cours des 15 dernières années, la publicité sur internet a crû de manière soutenue et régulière principalement au détriment de celle sur les supports imprimés : journaux, presse, magazines. La publicité à la télévision a été capable de maintenir sa part dans le mix publicitaire. Au cours des 5 prochaines années, la croissance du numérique devrait se poursuivre. On estime que les médias imprimés continueront à décliner et la télévision commencera à perdre du terrain en raison d'audiences déclinantes notamment au sein des plus jeunes générations.

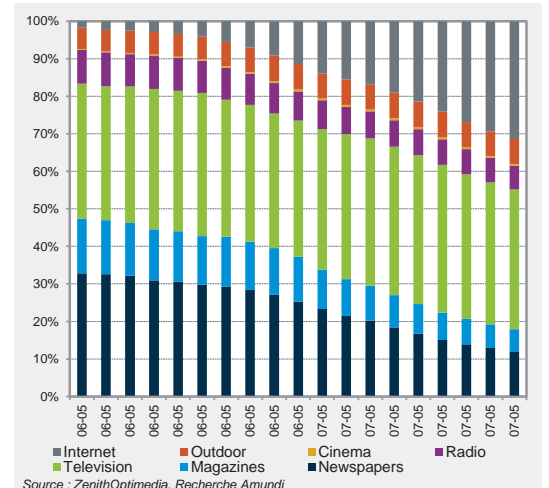
Cette migration pourrait d'ores et déjà s'accélérer : après des années de réflexion sur l'opportunité des investissements sur internet, les grands annonceurs passent à l'action. Principales raisons : 1. le déclin marqué de l'audience de la télévision traditionnelle (du moins aux États-Unis) dû à la cannibalisation par les services de vidéo à la demande par abonnement comme Netflix, 2. L'augmentation massive de la qualité et de la disponibilité d'outils publicitaires sur internet (inventaire vidéo) au cours des 12 derniers mois, offrant aux annonceurs ce qu'ils n'avaient pas jusqu'alors : un vrai substitut à la télévision. On estime ainsi que certaines catégories d'annonceurs importantes (biens de consommation courante), historiquement frileuses en ce qui concerne le numérique, pourraient désormais tirer et accélérer la croissance au cours des prochaines années.

Une opportunité pour les agences ?

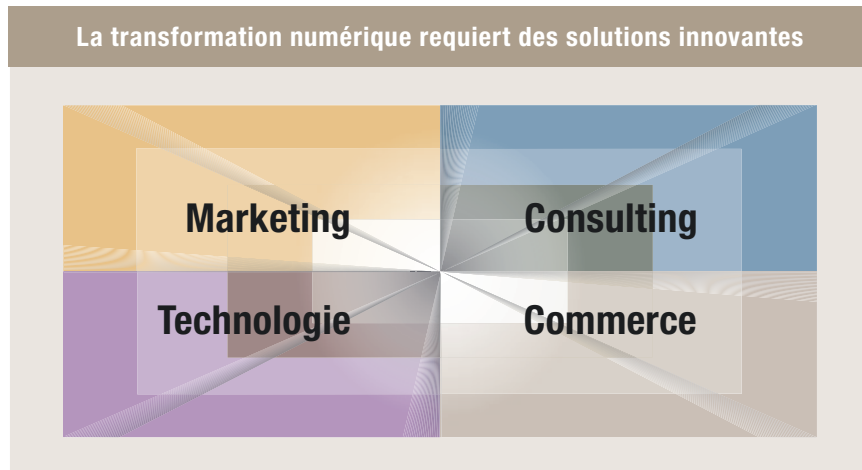
Nous pensons que les agences de publicité peuvent être les grandes gagnantes de la révolution numérique en cours. Elles occupent déjà un rôle central dans le nouvel écosystème publicitaire numérique. Elles bénéficient de la montée en puissance de la publicité sur internet notamment grâce à leurs compétences programmatiques de ciblage en temps réel des consommateurs.

Au-delà de leurs compétences dans le champ publicitaire, nous pensons que les agences peuvent jouer un rôle majeur dans l'accompagnement des sociétés dans leur transformation numérique. Elles ont en effet intégré de nouvelles compétences au cours des 10 dernières années notamment dans des domaines clés tels que l'e-commerce ou la gestion de la relation clients. Situées à la confluence du marketing, du conseil, de la technologie et du commerce, les agences sont bien placées pour répondre aux nouveaux besoins de leurs clients et revendiquent aujourd'hui des missions de conseil à haute valeur ajoutée au même titre que les cabinets de conseil les plus prestigieux.

2 Répartition mondiale de la publicité par média



Les agences de publicité peuvent être les grandes gagnantes de la révolution numérique en cours et jouer un rôle majeur dans l'accompagnement des sociétés dans leur transformation numérique



Source : Publicis, Recherche Amundi

7 2015, la fin du purgatoire pour la distribution alimentaire ?

JACQUES CHAZELLE, *Analyse Actions – Paris*

La distribution alimentaire à nouveau dans des eaux plus calmes en Europe continentale

Le secteur de la distribution alimentaire devrait-il connaître des ciex plus cléments après une année 2014 « *horribilis* » ? L'an dernier a été en effet marqué par une déflation alimentaire en Europe, à la fois initiée par certains groupes comme Casino et Leclerc en France, mais aussi subie, notamment avec une offre abondante de produits frais liée au climat et à l'embargo russe. Cette situation de légère baisse du chiffre d'affaires à magasins comparables (-0,5 %) a conduit à une baisse des profits européens du secteur de 12 % en moyenne. Cette question de l'inflation alimentaire est importante pour l'investisseur car on a pu constater dans le temps une corrélation assez forte entre son évolution et la formation des multiples boursiers.

Vers la fin de la déflation alimentaire en Europe continentale

Cette déflation semble en effet disparaître progressivement en Europe continentale au regard des évolutions des données CPI (indices des prix à la consommation) par pays et des politiques de prix actuellement en place. Ce relâchement progressif sur le front de l'inflation, et donc de la compétition, est du meilleur augure pour les groupes français, qui ont, par ailleurs, activé des synergies à l'achat par le biais d'alliances et ce, en dépit de cultures d'entreprise et de structure organisationnelle différentes (Casino/Intermarché, System U/Auchan, Cora/Carrefour). Ce retour vers l'inflation est également acté en Espagne et au Portugal.

En revanche, la situation au Royaume-Uni semble différente et les observateurs prédisent encore quelques trimestres de déflation parce que les principaux acteurs (notamment Asda, Tesco et Morrison) pourraient entretenir une certaine agressivité-prix. Nous avons vu récemment même des acteurs plus modestes comme Waitrose et Co-Op faire des annonces dans ce sens également. Toutefois, la poursuite des gains de parts de marché de Lidl et Aldi nous semble inéluctable pendant encore quelques trimestres (8 % actuellement), compte tenu de leur programme d'ouvertures, de leur budget marketing très élevé et de leur excellente perception-prix auprès des consommateurs. Selon certains sondages, il existe en effet un déséquilibre entre une demande exprimée par les clients britanniques pour ces produits discounts et la part de marché détenue par Lidl (qui enrichit son offre vers plus de produits frais) et Aldi.

Couplée à une croissance des volumes :

Cette moindre déflation dans les réseaux s'accompagne aussi d'une croissance des volumes estimée à 2.4 % par Nielsen au premier trimestre en Europe, un niveau jamais atteint depuis 6 ans. Cette croissance nécessaire de l'activité pour couvrir une inflation récurrente des coûts de l'ordre de 2.5 % dans cette industrie est la résultante d'un report de consommation vers des produits qualitatifs à plus forte valeur ajoutée et d'une sensibilité des consommateurs aux baisses de prix.

Ce secteur est soumis à des exigences de plus en plus fortes de la part des consommateurs vis-à-vis de la qualité des produits et du service associé, qui expliquent le succès des concepts bio (Naturalia, Bio Cop) et/ou spécialisés sur le frais (Grand Frais, In Vivo en France), le développement du service livraison à domicile ou du « *click and collect* » que les acteurs du *drive* n'ont jusqu'à présent pas su rentabiliser.

Les groupes de distribution en général ne peuvent ignorer non plus l'essor du « Big data », ces centrales de données qui permettent de maîtriser les informations sur les habitudes de consommation, ni le développement des paiements informatisés (Paypal, Wallet...).

L'essentiel

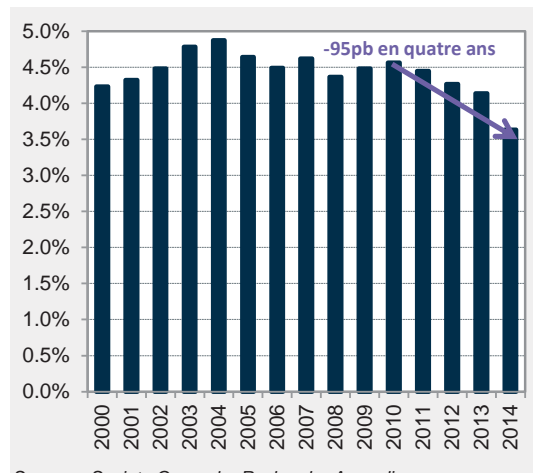
Avec le retour de l'inflation alimentaire en Europe continentale, les groupes de distribution vont trouver de l'huile à mettre dans les rouages de leur business et faire face à une inflation de leurs coûts. Reste encore le cas spécifique du Royaume Uni, où les acteurs traditionnels cherchent toujours la parade à une pression des hard discounters germaniques.

La France s'engage en 2015 dans un marché plus rationnel avec des acteurs qui semblent, avec des alliances à l'achat, vouloir consolider leurs marges, écornées en 2014.

Dans un marché où le client est sur-sollicité et surinformé, les distributeurs doivent jouer la politique de la différenciation, du choix et du service et utiliser les outils du digital pour mieux répondre à une customisation de la demande.

“ Le relâchement progressif sur le front des prix est de bon augure pour les distributeurs alimentaires ”

1 Grande distribution européenne EBIT margin



Source : Societe Generale, Recherche Amundi

Le basculement de Lidl et de Dia France dans le concept soft discount pour le premier et vers le format de proximité qualitatif pour le second, désormais sous gestion Carrefour, est une bonne illustration de cette tendance qui introduit plus de compétition, notamment dans les chaînes de supermarché, mais qui permet aux distributeurs de capter le plein effet du *trading-up* lié à cette envie de mieux manger.

Alors que des opérations de rapprochement sont en cours et d'autres certainement à venir

Le thème de la consolidation du secteur s'est trouvé renforcé ces derniers temps par deux annonces majeures de volonté de rapprochement, les deux dans le cadre d'une stratégie défensive :

- l'une émanant du couple Ahold/Delhaize, dont la « fusion entre égaux » a été officialisée le 24 juin. Les actionnaires Ahold détiendront environ 61% des actions de la nouvelle entité,
- l'autre de Auchan/System U.

Les deux premiers acteurs très complémentaires sur le plan géographique (notamment sur la côte Est des États Unis) ne pouvaient rester inactifs face aux mouvements de concentration déjà engagés dans leur zone de chalandise. Pour les seconds, fragilisés en France, ils avaient besoin d'un partenariat plus structurant que le simple mais fragile accord aux achats. Leur intégration devrait conduire à une mise en commun des *back offices* et un nouveau partage des responsabilités dans la gestion des formats : l'hyper à Auchan et le supermarché à System U. Parions que d'autres initiatives suivront avec un véritable accord de franchise pour Cora/Carrefour, tandis que les marchés espagnol, italien, polonais, roumain sont certainement appelés à se consolider (Dia qui a commencé ses emplettes devrait continuer à fédérer des distributeurs régionaux et/ou familiaux). Il n'est pas toujours facile d'en déduire les conséquences financières (les synergies nettes des coûts d'intégration) pour les groupes concernés et les investisseurs sont souvent prompts à estimer les synergies brutes en ignorant les investissements et risques d'exécution consécutifs à ces accords (plusieurs exemples passés en témoignent comme celui de Carrefour — Promodès).

Les risques macro se sont déplacés dans les pays émergents en 2014-2015

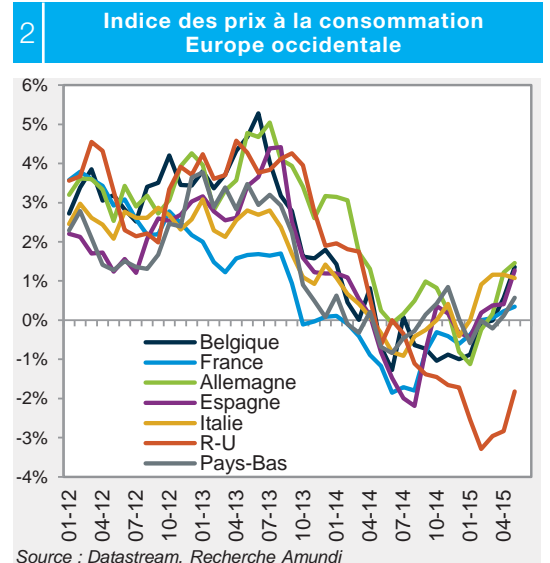
Mais si l'horizon s'éclaircit en Europe continentale, les incertitudes demeurent sur l'évolution de la consommation, notamment discrétionnaire, dans certains pays émergents et non des moindres : Brésil, Chine et Russie. Les dépenses alimentaires seront en revanche moins impactées et ce d'autant plus que l'inflation alimentaire reste forte actuellement au Brésil (8 %) et en Russie (15 %) suite à la baisse du réal et du rouble par rapport à l'euro.

Conclusion : 2016 pourrait voir à nouveau une croissance à deux chiffres des résultats du secteur

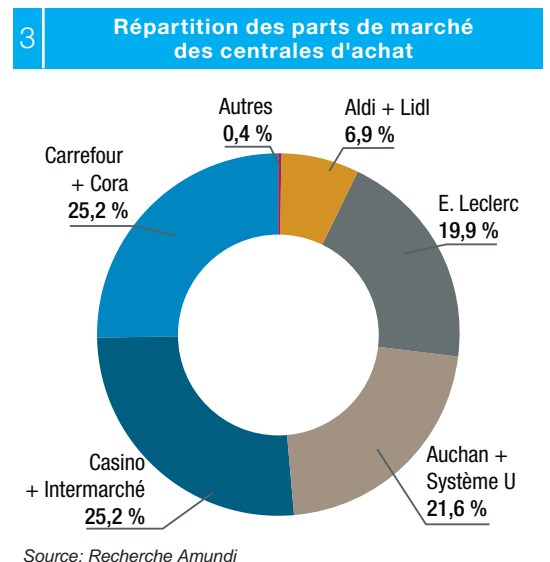
L'histoire de la distribution alimentaire s'est écrite depuis quelque temps dans un contexte de consommation tourmentée. Après avoir atteint des probables points bas au Royaume-Uni et au Brésil en 2015, 2016 devrait marquer le retour d'une croissance durable après avoir enregistré un trou d'air sur la période 2013-2015.



La consolidation du secteur aux États-Unis continue et se diffuse en Europe continentale



Les difficultés rencontrées par les distributeurs de biens discrétionnaires sont devenues réelles au Brésil et en Chine





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

- **Global Excess Liquidity and Asset Prices in Emerging Markets: Evidence from the BRICS**
JULIEN MOUSSAVI — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Sovereign default in Emerging market countries: A transition model allowing for heterogeneity**
ANNE-CHARLOTTE PARET, *Strategy and Economic Research – Paris* & GILLES DUFRÉNOT – *AMSE, CEPII, Banque de France*
- **The Asset- and Mortgage-backed Securities Market in Europe**
MARIELLE DE JONG, VINH CAM ANH NGUYEN — *Quantitative Research – Paris*,
HUBERT VANNIER — *Gestion d'actifs – 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 — *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*

Spécial Focus

- **Brésil: la fête doit continuer. Mais est-ce possible ?**
KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Brésil: à la croisée des chemins**
NICOLAS DOISY, KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **ECB: An impressive QE**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*, TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique – 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*,
MO JI – *Hong-Kong*, 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 Arturo Di Modica. Photo: Claupeur