

Septembre 2015



Allocation d'actifs  
**Chine**

Yuan

**PIB mondial**

Taux longs américains

**Grèce**

Cycle du crédit

Obligations High Yield  
américaines

**Secteur minier**

## Sommaire

## Repères

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

Page 4 

### Retour sur nos scénarios macroéconomiques et financiers

La crise grecque est passée et les marchés financiers ont retrouvé leur logique de recherche de rendement dans l'environnement de taux bas... sauf que la croissance chinoise et les craintes sur les marchés émergents sont venues contrarier cette configuration. Bien évaluer ces risques reste crucial.

### Facteurs de risque

Page 11

### Contexte macroéconomique

Page 12

### Prévisions macroéconomiques et financières

Page 13

## Chine

### 1 Yuan : une chute spectaculaire

Page 14

La BPOC a laissé le yuan (CNY) se déprécier de 4,4 % en l'espace de trois jours en août, à la grande surprise du marché. Le taux de change USD/CNY devrait s'établir à 6,6 à fin 2015 et à 6,8 à fin 2016. Cette dépréciation atteste d'un véritable ralentissement de l'économie chinoise, lequel a entraîné une baisse des cours des actifs.

### 2 La fin des « belles années » (2005-15) : maintenant, le yuan est aussi le problème de l'Europe et des États-Unis

Page 18

Les pressions sur le yuan dénotent d'importantes tendances déflationnistes sur les salaires. Celles-ci sont apparues en 2011, quand la Chine aurait dû mettre un terme à sa relance par le crédit. La double dévaluation du yuan en 2014 et 2015 a clarifié un point : compte tenu de son rôle systémique au niveau mondial, le yuan n'est pas seulement le problème de la Chine mais aussi celui des États-Unis et de l'Europe. Les deux puissances doivent maintenant ajuster leurs stratégies monétaires et apporter un soutien (budgétaire) à la demande de façon à seconder les efforts de la Chine.

**> FOCUS** > L'éléphant chinois dans le magasin de porcelaine : le système monétaire international se retrouve sens dessus dessous

## Économie mondiale

### 3 Ralentissement de la Chine et contraction du commerce mondial : quel impact sur le PIB mondial ?

Page 21

En Chine, le ralentissement industriel a commencé depuis plusieurs années mais s'est très nettement accéléré au 1<sup>er</sup> semestre. On observe parallèlement une contraction du commerce mondial au 1<sup>er</sup> semestre et ce pour la première fois depuis 2008. La combinaison de ces deux évolutions exacerbe les craintes d'un choc sur l'économie mondiale. Que faut-il en penser ?

**> FOCUS** > Comment mesurer l'importance d'une économie dans l'économie mondiale ? Deux approches possibles : taux de change PPA vs taux de change courants

**> FOCUS** > Ralentissement du commerce mondial : les raisons structurelles

## Taux

### 4 Il ne faut pas s'attendre à une forte remontée des taux longs américains

Même avec le resserrement des *fed funds*, le potentiel de remontée des taux longs américains est relativement faible.

> FOCUS > Un cycle de politique monétaire atypique

Page 26



## Grèce

### 5 Dette grecque : mythes et réalités

Depuis le début de la crise, toutes les négociations entre la Grèce et ses créanciers ont porté sur les réformes structurelles, des plans d'aide, la recapitalisation des banques, mais aussi sur la dette publique et le service de la dette. La question de la solvabilité de la Grèce se pose réellement.

> FOCUS > Chronologie d'une crise

Page 28

## Crédit

### 6 Évaluation du cycle du crédit : où en sommes-nous ?

Pendant les deux précédents cycles, le levier des sociétés américaines non-financières a eu tendance à accélérer lors des phases de croissance mature ou de fin de cycle, alors qu'aujourd'hui elles font encore preuve de prudence dans l'utilisation de leurs ressources financières. Cet article compare de manière détaillée le cycle actuel et les deux précédents.

Page 33

### 7 Été agité pour les obligations HY américaines : impact de la baisse des prix du pétrole et des matières premières sur les taux de défaut futur

Bien que les taux de défaut des obligations HY américaines restent faibles, les secteurs américains de l'énergie et des mines montrent des signes croissants de difficulté et subissent des événements de crédit de plus en plus nombreux. Nous avons associé notre régression *top down* à une analyse approfondie des obligations spéculatives américaines du secteur de l'énergie en termes de risques potentiels, en appliquant plusieurs scénarios défavorables aux taux de défaut sur un horizon d'un an.

Page 39

## Éclairage sectoriel

### 8 Secteur minier en détresse, une opportunité d'achat ?

Après la forte baisse du secteur minier, nous détaillons les perspectives du secteur dans le contexte actuel de marché et nous revisitons les déterminants et les facteurs de risque à venir.

Page 44



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

### Retour sur nos scénarios macroéconomiques et financiers

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

Ces derniers mois ont poussé les investisseurs à se préoccuper essentiellement de la Grèce et des négociations entre le gouvernement Tsipras et les créanciers. Ce n'est pas du fait du caractère systémique de ce pays, mais plutôt parce que les partenaires européens ont une fois de plus montré leurs dissensions et leur incapacité à résoudre rapidement leurs problèmes, peu aidés en cela par des institutions européennes qui, hormis la BCE, sont largement inadaptées. C'est d'ailleurs la BCE qui a permis de temporiser avant un accord final entre les pays membres de la zone euro, mais elle ne peut pas à elle seule « sauver l'Europe ». « *La fascination pour la BCE prospère dans le vide du politique* » (entretien avec Benoît Coeuré, *L'économie politique* n° 66, avril 2015).

Toujours est-il que les accords du 13 et 16 juillet, puis les conclusions des négociations qui, le 11 août, ont mené au troisième plan de sauvetage, ont éloigné le scénario du Grexit, de la contagion (essentiellement politique), voire même d'éclatement de la zone...

Au total, nous avons assisté à un retour « à la normale », ou plutôt à « l'anormal », une situation de taux maintenus « artificiellement » très bas par la BCE, de rendements obligataires faibles et largement administrés par le programme de *quantitative easing*, de faiblesse de l'euro, de recherche (excessive?) de rendement et de spreads, d'ajout (excessif?) de risque dans les portefeuilles via la duration et les – plus faibles – ratings, d'ajout (excessif?) de levier et d'actifs peu liquides (en trop grande abondance?).

Cet intérêt pour la Grèce a – presque – fait oublier que les vrais risques, les risques globaux ou systémiques se situent ailleurs. Il s'agit des prochaines hausses de taux de la Fed, de la situation préoccupante de la Chine, de son impact sur le « monde émergent », des effets indirects potentiels sur le « monde développé » et des risques politiques et économiques sur la zone euro. Certains de ces risques n'ont d'ailleurs pas tardé à se manifester.

Nous allons développer ces différents risques et en évaluer les conséquences. Pour cela, nous présenterons rapidement les éléments de notre scénario central et les différents scénarios de risque.

#### Le scénario macroéconomique et financier central : les éléments clefs

Notre scénario central est articulé autour de huit axes principaux :

- **La reprise économique est une réalité dans le monde développé, États-Unis en tête.** S'agissant de la zone euro, la situation s'améliore, notamment dans la « meilleure » partie du noyau dur (Allemagne), et dans la « meilleure » partie du bloc des périphériques (Espagne). La croissance potentielle (long terme) est certes désormais plus faible (déclin démographique, insuffisance de l'investissement et de l'innovation, impact de la mondialisation notamment sur les salaires, poids de l'endettement qui contraint les politiques de relance...), mais l'amélioration conjoncturelle est bien visible. Certes, les pressions déflationnistes mondiales n'ont pas disparu. Il suffit de regarder l'évolution des cours des matières premières et de commerce mondial en volume (stagnation) ou en valeur (forte baisse), la stagnation des prix industriels, et le niveau d'inflation dans certains pays comme le Japon ou la Chine... mais il ne s'agit pour l'heure que de pressions déflationnistes dans des zones bien identifiées. États-Unis, zone euro ne sont plus dans ce cas de figure.
- **La Chine poursuit un ralentissement économique entamé au cours de ces dernières années,** lié d'une part à des facteurs puissants comme le

#### L'essentiel

**La crise grecque est passée et les marchés financiers pensaient retrouver leur logique de recherche de rendement dans l'environnement de taux bas... sauf que la croissance chinoise et les craintes sur les marchés émergents sont venues contrarier cette configuration.**

La chute des marchés boursiers, le regain de volatilité, l'élargissement des spreads de crédit ont agité les marchés financiers durant le mois d'août, et rappelé que la Chine ou les renversements de politiques monétaires sont bien plus systémiques que la Grèce. Bien évaluer ces risques reste crucial. Pour l'heure, nous ne modifions pas radicalement notre allocation d'actifs, mais nous continuons d'accorder beaucoup d'attention à la liquidité des positions et des portefeuilles.



La fascination pour la BCE prospère dans le vide du politique



Retour à « l'anormal » ?



déclin démographique et la baisse des gains de productivité (deux facteurs lourds poussant à la baisse le potentiel de croissance économique), mais aussi à une chute sensible de sa compétitivité (salaires, prix, cours de change, qualité), un excès de crédit et d'endettement... Son modèle économique semble à bout de souffle et la baisse des revenus de change (de près de 300 mds de USD en un an) ainsi que, la décision récente de laisser se déprécier le yuan montre l'ampleur des difficultés de la Chine à bien maîtriser sa transition vers un « nouveau modèle ». L'histoire montre que le développement économique va de pair avec une phase de déclin du taux d'épargne et du taux de croissance économique (effective et potentielle), mais cette phase connaîtra des périodes de baisses plus brutales, comme celle que nous vivons actuellement. Nous anticipons une croissance de l'ordre de 6 % en 2015 et en 2016... avec un risque d'une croissance plus faible.

- Le rôle majeur de la Chine dans la demande de **matières premières** justifie un tassement de l'ensemble des prix. À cela s'ajoutent bien évidemment les évolutions récentes du côté de l'offre, notamment sur le pétrole (pétrole de schiste, attitude de l'Arabie Saoudite, réouverture des relations commerciales avec l'Iran...). Tout cela affecte directement les pays producteurs des matières premières, via leurs cours de change, les conditions de soutenabilité des excédents budgétaires et/ou courants de nombreux pays dits émergents (et notamment ceux qui sont fortement liés aux matières premières tant au niveau des exportations que des recettes fiscales), leurs conditions de croissance et leur capacité de remboursement de leur dette. Ce dernier effet est amplifié pour les pays endettés en devises et dont la monnaie nationale se déprécie. Seuls les pays à forte demande intérieure sortent du lot.
- Dans ces conditions, les **politiques monétaires** restent globalement accommodantes. Certes, le premier geste de la **Fed** est attendu, et il a été pré-annoncé par plusieurs membres du Conseil des gouverneurs. La question du *timing* de la première hausse des taux, néanmoins, fait débat, y compris au sein même de la Fed. Aura-t-elle lieu avant la fin de l'année en cours comme annoncé? Rien n'est moins sûr désormais. On notera que les courbes *forwards* euro-dollar sont, depuis plusieurs trimestres, très éloignées des « prévisions » de la Fed, preuve que personne ne considère qu'il y a urgence à une quelconque « normalisation » de la politique monétaire américaine. Il n'est d'ailleurs pas question de parler de normalisation à ce stade, tant il est assuré que le rythme de resserrement monétaire sera plus lent. L'objectif final de taux est d'ailleurs plus bas que lors des précédents cycles de hausses de taux. On peut penser que le rythme « graduel » devrait se traduire par des hausses de taux une fois tous les deux FOMC, au pire.
- La **BCE** va poursuivre sa politique de maintien des taux courts et longs à des bas niveaux, via des taux directeurs proches de zéro et la poursuite de sa politique de *quantitative easing*. Celle-ci doit normalement durer jusqu'en septembre 2016.
- En l'absence de crise en Europe, la **recherche de rendement et de spread** domine. Cette stratégie a connu un coup d'arrêt – somme toute assez relatif – durant l'été, au gré des événements concernant la Grèce.
- La question de la **valorisation des marchés d'actions** est centrale: les conditions actuelles de révision à la baisse du potentiel de croissance (croissance à l'infini) et des taux d'intérêt long terme (coût du capital) ont altéré en profondeur les modèles de valorisation, ce qui a d'une part favorisé la progression des cours, mais aussi fait craindre l'apparition de bulles. La meilleure tenue de la croissance, l'atténuation de la crise grecque et l'absence d'effondrement de la croissance chinoise devraient permettre aux marchés d'actions de poursuivre leur progression, davantage en Europe qu'aux États-Unis où les valorisations sont plus discutables ou moins attractives.
- Les **marchés de changes** offrent des opportunités d'investissement plus grandes en ce moment qu'au cours des années précédentes. Le choc sur les matières premières, le ralentissement de la Chine, l'existence de moteurs de croissance différents selon les pays et les divergences naissantes en matière de politiques monétaires sont des facteurs particulièrement clivants.

“ La Chine à bout de souffle ? ”

“ Fed : pas d'urgence, et pas de véritable normalisation en vue ”

“ Marchés des changes : volatilité, divergences et... opportunités d'investissement ”

Pour 2015 l'essentiel de la dépréciation de l'euro est fait. Les pays où la demande intérieure est faible devront faire face à une dépréciation supplémentaire de leur monnaie, d'autant plus forte s'ils sont, en plus, producteurs de matières premières.

## Les scénarios de risque

Comme tout scénario, notre scénario central contient des facteurs de risque plus ou moins dangereux pour notre allocation d'actifs. Voici les questions que nous nous posons très régulièrement et sur lesquelles nous assurons un suivi précis.

Scénario de risque # 1

### Que se passerait-il en cas de nouvelle crise européenne ?

Les divergences que les pays européens ont montrées au cours de ces derniers mois durant la crise grecque ne vont pas disparaître de sitôt. Même si un accord a finalement été trouvé, des fractures politiques mais également conceptuelles sont apparues, entre pays européens et à l'intérieur même de certains pays.

Le couple franco-allemand a notamment souffert à l'épreuve de cette crise : des dissensions fortes sont apparues sur la gouvernance économique de la zone euro, sur la nécessité d'une relance conjoncturelle, sur l'adoption de réformes comme réponse à la crise, sur la gestion de la crise grecque, et même sur le rôle de la BCE. Les discussions sur le soutien aux banques grecques ont été intenses, et le QE lui-même ne s'est pas imposé naturellement comme aux États-Unis ou au Japon, essentiellement du fait d'interprétations différentes des statuts de la BCE.

Quant aux institutions européennes, elles ont une nouvelle fois montré leurs limites... Une des raisons essentielles est liée au fait que de telles crises – et les solutions – n'étaient tout simplement pas envisagées / envisageables dans les traités européens, et le « dogme de la convergence » n'avait pas préparé les institutions à de tels scénarios de risque. **Il s'agit désormais de répondre à des problèmes comme le déficit de gouvernance européenne, le manque de coordination des politiques budgétaires, le défaut de surveillance des déséquilibres budgétaires, les écarts de compétitivité entre pays, le caractère encore inachevé du mécanisme de soutien aux pays en difficulté, la sous-estimation des interdépendances entre pays membres (même si le dispositif anti-contagion de la BCE a fortement progressé, il n'en est pas de même du côté budgétaire)... bref, il s'agit désormais de répondre à l'illusion de la convergence.** Il y a fort à parier qu'une nouvelle crise grecque (ou européenne), si elle devait avoir lieu, pourrait être fatale, le consensus politique ayant été fortement écorné au cours de ces derniers mois. Quant à ses impacts négatifs, on ne les connaît que trop bien, tant ils alimentent régulièrement depuis 6 ans le quotidien des marchés financiers : élargissement des *spreads* souverains et de crédit, hausse de la volatilité... mais avec sans doute cette fois un vrai fléchissement de l'euro. **Une nouvelle crise européenne risque fort de valider les scénarios d'éclatement de la zone ou, à tout le moins, de sortie des pays fragiles de la zone... à moins que le scénario de sortie ne tente le(s) plus solide(s) d'entre eux, ce qui est hautement crédible.** Depuis 2010, se pose toujours la question du coût de sortie pour le pays fragile concerné ou pour les autres pays qui restent dans la zone, mais jamais pour un pays fort qui sortirait, lassé de supporter économiquement et financièrement les pays en difficulté.

Scénario de risque # 2

### Et si la Fed se trompait ?

Une mauvaise interprétation des décisions de la Fed reste un facteur de risque important. La Fed est prudente, mais elle a pré-annoncé il y a bien longtemps déjà son premier resserrement monétaire, qui doit normalement intervenir, si l'on croit en leurs prévisions, avant la fin de l'année. Depuis quelques années, les banques centrales ont pris l'habitude de préparer les marchés financiers et les économies aux changements de politiques monétaires, mais le renversement d'une politique monétaire ultra-accommodante depuis 7 ans revêt plus



La prochaine crise européenne sera-t-elle fatale à l'UEM ?



d'importance que d'habitude. Il n'y a pas selon nous d'urgence ou de nécessité à entamer un vrai cycle de resserrement et à mener une normalisation de la politique monétaire, et ce point de vue est largement répandu dans les marchés financiers si l'on en croit les courbes *forwards*. William Dudley, le président de la Fed de New York, a d'ailleurs tout récemment déclaré que les arguments en faveur d'une hausse des taux étaient désormais « *moins évidents* ». Bien que « *les événements internationaux aient quelque peu accru le risque de baisse de la croissance économique américaine* », il espère néanmoins que la Fed relèvera les taux d'ici la fin 2015, précisant que dans un contexte d'incertitude générale sur les marchés, une telle décision serait jugée rassurante et signe de confiance dans l'économie du pays.

La situation de la Chine et du « monde émergent » incite également à une grande prudence de sa part, et cela fait craindre une mauvaise réaction des marchés financiers en cas de hausses des taux prématurées, ou mal argumentées. Cela se traduirait par une forte baisse des marchés boursiers, et une contagion notamment sur des marchés émergents déjà fragilisés par la situation de la Chine, le ralentissement économique, la baisse du prix des matières premières, des inflations parfois mal maîtrisés et des dégradations de leur solvabilité. La bonne nouvelle, c'est que la BCE, de son côté, va conserver son programme de QE pendant de longs trimestres, et 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.

Scénario de risque # 3

**Que se passerait-il en cas de crise majeure en Chine ?  
Vers une guerre des changes plus violente ?**

Les difficultés actuelles de la Chine sont plus sérieuses que lors des précédents épisodes de stress sur les pays émergents, et ce pour au moins deux raisons : la Chine représente désormais 13 % du PIB mondial, et sa dette totale est de l'ordre de 250 % du PIB (150 % avant la crise financière de 2008).

Quand on parle de risque systémique, on craint bien évidemment bien davantage la Chine que la Grèce. Or, le modèle économique chinois est à bout de souffle : l'excès de crédit est flagrant, la dette enfle, le « *shadow banking* » est mal maîtrisé, la compétitivité de l'industrie s'étirole, les gains de productivité sont en retrait, ainsi que la croissance potentielle. Démographie et gains de productivité notamment incitent à penser que la croissance potentielle est environ 50 % plus faible que celle qui prévalait-il y a 10 ans : elle serait passée de 10 % à 5 % environ. Cette même croissance potentielle sera, dans 5 ans si l'on se fie aux tendances actuelles, de l'ordre de 3 % à 4 %. En fait, **la Chine connaît un déclin démographique majeur alors que c'est encore un pays pauvre, et c'est également en cela que ce pays est atypique**. La question n'est pas de savoir si la croissance future sera plus faible : c'est un fait bien connu. La question est plutôt de savoir si la croissance ne va pas rapidement passer (nettement) en dessous de sa croissance potentielle... En clair, si la Chine ne va pas connaître une crise économique de grande ampleur. Certes, le gouvernement chinois a jusqu'ici montré qu'il avait les moyens de contrer les effets négatifs d'une telle situation : stimulus monétaire, fiscal et budgétaire, non-convertibilité du yuan, dépréciation du yuan, contrôle des sorties de capitaux, fermeture des marchés boursiers... Mais deux questions s'imposent aujourd'hui :

**1. La Chine est-elle encore capable de stimuler son économie  
(sa demande intérieure) sans dommages pour les pays concurrents ?**

La dévaluation récente du yuan incite à penser que cela n'est plus le cas. La Chine s'était engagée auprès du G20 à ne pas manipuler son cours de change : elle devait contribuer à la réduction des déséquilibres mondiaux en laissant graduellement le yuan s'apprécier. La dévaluation brutale du yuan montre que cela n'était pas tenable : elle risque par ailleurs d'activer la « guerre des changes » envers les pays concurrents (Japon, Corée et ensemble des pays émergents). Ajoutons que le repli plus dramatique de la croissance chinoise viendrait s'ajouter à une liste déjà longue de pressions déflationnistes ! C'est en ce sens que la forte dépréciation du yuan est utile : forte élasticité – prix des

“ Une hausse des taux prématurée ou mal argumentée se traduirait par une forte baisse des marchés boursiers, et une contagion notamment sur des marchés émergents ”

“ La Chine connaît des problèmes démographiques alors que c'est encore un pays pauvre, et c'est également en cela que ce pays est atypique ”



exportations chinoises (soutien à l'industrie et par conséquent aux marchés des matières premières, toutes choses égales par ailleurs) et nécessité de renouer avec une inflation positive.

**2. Les pays développés sont-ils capables de s'adapter à la situation et à la politique économique chinoise ?**

Un ralentissement plus marqué de l'activité aurait des effets nets : la poursuite de la baisse du prix des matières premières, une dépréciation supplémentaire des devises matières premières (CAD, NOK, BRL, NZD...), notamment contre devises refuge (USD, CHF et JPY), un repli supplémentaire des marchés d'actions (notamment des émergents contre pays dits avancés). Une accélération éventuelle du QE de la BCE serait de nature à favoriser, au moins en relatif, les marchés européens. Les marchés de taux (courts et longs) seraient également portés par un tel scénario, tant les banques centrales seraient forcées de maintenir des politiques monétaires accommodantes : recours à des politiques monétaires plus expansionnistes dans les pays qui concurrencent directement la Chine (on pense évidemment à la Corée, au Japon, et plus généralement aux pays émergents...), et à des politiques monétaires plus prudentes ailleurs (notamment aux États-Unis). Cela devrait donc se traduire par la poursuite de la fragilité des devises des pays émergents contre euro et contre dollar.

Scénario de risque # 4

**Doit-on prévoir une nouvelle forte chute des marchés émergents ?**

La baisse du prix des matières premières, le repli de la croissance chinoise, le renversement à venir de la politique monétaire US sont autant de facteurs qui font craindre un épisode « à la 1997-1998 » pour les émergents (période d'effondrement généralisé des émergents). Il faut rappeler que depuis la fin des programmes de QE américains, les marchés émergents sont en souffrance. Jusqu'ici, seule l'Asie tenait le choc, portée par la bonne tenue de la Chine, la capacité à endiguer les difficultés (excès de crédit, *shadow banking*, santé des banques et des entreprises, demande intérieure...). Des défauts d'entreprises ou des indicateurs avancés d'activité ont certes de temps en temps alerté les marchés, mais les moyens utilisés par les officiels chinois (baisse des taux, baisse des taux de réserves des banques, injection de liquidités, mesures budgétaires et fiscales, maintien de la politique de change...) avaient finalement permis que tout rentre dans l'ordre. Cela devient plus compliqué désormais, et après l'Europe et l'Amérique latine, l'Asie dévisse à son tour. Tous les pays dits émergents ne sont toutefois pas logés à la même enseigne. Début 2014, nous avons mis l'accent sur notre préférence, qui allait vers les pays consommateurs de matières premières et non plus vers les pays producteurs. Il faut désormais ajouter deux critères : ceux qui dépendent fortement de la Chine (un critère négatif) et ceux qui ont encore une demande interne solide (un critère positif). Consommateur de matières premières, faible dépendance à la Chine, demande interne solide, voilà pour faire simple le triptyque idéal.

Jusqu'ici, les pays producteurs de matières souffraient de la baisse des cours, mais certains (Australie, Brésil notamment) bénéficiaient d'un débouché important : la Chine. Ces deux aspects jouent désormais négativement si la croissance chinoise continue de s'étioler. Il reste le troisième critère, la vigueur de la demande interne. Les pays où la consommation et l'investissement contribuent négativement à la croissance sont notamment le Brésil et Russie. Les pays où la consommation et l'investissement contribuent positivement à la croissance sont la Chine (ce qui est plutôt une bonne nouvelle à ce stade), l'Inde, la Corée du Sud et la Pologne. Quant à l'Afrique du Sud, Mexique, Chili, Thaïlande, Indonésie et Turquie, il s'agit de pays où la consommation contribue positivement et l'investissement négativement à la croissance.

Scénario de risque # 5

**Les marchés financiers se trompent-ils dans leurs prévisions de taux longs ?**

Il faut bien reconnaître que les prévisions de taux longs sont assez systématiquement trop pessimistes (trop de hausses attendues) depuis près

“  
Consommateur de matières premières, faible dépendance à la Chine, demande interne solide, voilà pour faire simple le triptyque idéal  
”





de 3 ans, notamment s'agissant des États-Unis. La fin de la crise financière, le redressement de l'activité économique et les anticipations de normalisation de la politique monétaire (graduelle ou pas) sont les trois facteurs généralement avancés pour de telles prévisions. Nous avons à de nombreuses reprises signalé à quel point de telles prévisions de taux longs sont excessives : les croissances potentielles sont plus basses, la reprise économique moins soutenue que lors des reprises passées (l'investissement est insuffisant, l'emploi encore trop déprimé...) et la normalisation monétaire encore prématurée. En outre, i) l'excès de liquidité mondiale n'est pas près de se tarir : le Japon et la zone euro n'en ont pas fini avec le *Quantitative Easing*, les politiques monétaires conventionnelles de la Chine, de l'Inde et de nombreux autres pays restent expansionnistes, La Fed va rester prudente et la Banque d'Angleterre n'est pas favorable au resserrement monétaire... ii) Même si l'on ne croit pas nécessairement en un lien fort entre déficits budgétaires et taux longs, la réduction des déficits publics généralisée plaide en faveur du maintien des taux longs à de bas niveaux, toutes choses égales par ailleurs. Enfin, iii), les pressions déflationnistes sont réelles (croissance mondiale plus faible, repli du commerce mondial, recul du prix des matières premières, inflation basse, prix industriels (au mieux) stagnants... Bref, les facteurs de maintien des taux longs à de bas niveaux sont puissants, et on pourrait bien assister à un « repricing » important des niveaux de taux longs, particulièrement aux États-Unis où d'une part les anticipations de hausses des taux nous semblent excessives, et où, d'autre part, le niveau des taux est trop élevé.

Scénario de risque # 6

**La liquidité des portefeuilles, un facteur aggravant**

Outre les scénarios de risque présentés ci-dessus et qui pourraient inciter à des liquidations de positions et/ou de portefeuilles, il convient de rappeler encore une fois que les contraintes actuelles de liquidité incitent à une prudence supplémentaire : depuis la crise financière de 2008, 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 et des tests de résistance (stress tests).

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

**Taux longs souverains :** le QE, les déclarations des officiels de la Fed, la baisse du prix des matières premières, les craintes de repli de la croissance mondiale, la stagnation du commerce mondial... tout cela 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 (qui vient de décider de relever les plafonds d'achats de titres obligataires dans l'Eurosystème...)

**Spreads souverains périphériques :** nous restons surpondérés car toute contagion est limitée (Grèce, Chine), et que le QE est de nature à endiguer le risque.

**Spreads de crédit (entreprises) :** le marché des obligations d'entreprises a moins souffert que les actions, malgré (grâce à ?) une plus faible liquidité. Ceci semble indiquer que les troubles connus lors de l'épisode du yuan ne sont pas suffisants à renverser la situation actuelle de recherche de *spreads* et de rendement. On sait que ce secteur n'est pas protégé par le QE mais on sait aussi que 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 incite néanmoins à la prudence, et à la préparation de stratégies de *macro-hedging*, à mettre en place si nos scénarios de risque évoqués ci-dessus venaient à se matérialiser.

**Marchés d'actions :** tout ce qui pousse à la baisse des taux (courts et longs) est une incitation supplémentaire à l'investissement en actions, et ce d'autant plus que la reprise économique semble pour l'heure bien ancrée, avec une nette

“ Les facteurs de maintien des taux longs à de bas niveaux sont puissants, et on pourrait bien assister à un « repricing » important des niveaux de taux longs ”

“ Fermer une position ou un portefeuille prend désormais davantage de temps ”

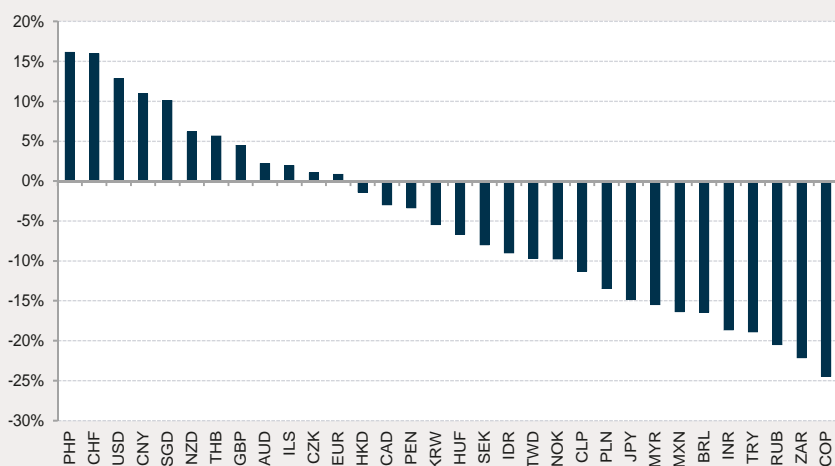
“ Pas de changements majeurs dans notre allocation d'actifs ”



amélioration de certains pays périphériques, Espagne en tête. Comme, en plus, l'essentiel de la baisse de l'euro est fait, que les valorisations sont plus attractives en Europe qu'aux États-Unis et que les risques de politique monétaires ou de taux longs y sont moindres, rien ne nous retient à réduire notre surpondération Europe vs. États-Unis.

**Devises :** les devises asiatiques ont dévissé, et l'essentiel de leur *scoring* (macro, momentum, risque, portage) ne leur est pas favorable. Dans ce groupe, la roupie indienne reste cependant la plus attractive. Les devises européennes (PLN et HUF notamment) sont désormais mieux positionnées (fin de la crise grecque, meilleur *momentum*, données macro plus favorables...). Dans le bloc dollar, le CAD perd de l'intérêt, la baisse du prix du brut pouvant forcer la Banque du Canada à aller plus loin dans les baisses de taux. Le dollar néo-zélandais nous semble intéressant, trop de baisses de taux étant dans les prix. Sauf accident (nouvelle crise en Europe, « erreur » de la Fed...), l'euro-dollar ne devrait pas baisser davantage compte tenu du retard que pourrait prendre la hausse des taux US, de la meilleure situation macro et des excédents courants. Quant au yen, désormais fortement sous-évalué (voir graphique ci-contre), il pourrait bénéficier d'une baisse supplémentaire des devises asiatiques et prendre un peu de vigueur.

Sur/sous-évaluation du taux de change réel effectif selon le modèle BEER (fin T2 2015)



Source : Recherche Amundi

## ALLOCATION D'ACTIFS PERSPECTIVES COURT TERME

	--	-	●	+	++
<b>CASH</b>					
Dollar US			●		
Euro			●		
<b>OBLIGATIONS SOUVERAINES</b>					
États-Unis				●	
Zone euro (noyau dur)				●	
Zone euro (pays périphériques)				●	
Royaume-Uni				●	
Japon				●	
Dettes émergentes		●			
<b>OBLIGATIONS CORPORATE</b>					
Investment Grade Europe				●	
Investment Grade US				●	
High Yield Europe				●	
High Yield US				●	
<b>ACTIONS</b>					
États-Unis				●	
Zone euro				●	
Europe hors zone euro				●	
Japon				●	
Émergents		●			
<b>DEVISES</b>					
Dollar US				●	
Euro				●	
Sterling				●	
Yen				●	
Devises émergentes		●			

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

## TYPE DE PORTEFEUILLE

### Portefeuilles d'actions

- Bêta du portefeuille autour de 1.
  - Préférer actions zone euro et Japon.
  - Neutre US.
  - Marchés émergents : choix pays clivant.
- Au sein des pays émergents :
- Surpondéré : Inde, Thaïlande, Mexique, Pérou, Pays du golfe, Russie.
  - Neutre : Brésil, Chine, Indonésie, Corée.
  - Sous-pondéré : Malaisie, Taiwan, Chili, Colombie, Grèce, Turquie.

### Portefeuilles obligataires

- Short duration sur cœur zone euro, mais long duration sur périphériques.
- Aplatissement de courbes des taux.
- 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

- Préférer les actions zone euro, puis Japon vs. USA.
- Inde notre pays préféré au sein des actions émergentes... Prudence sur les autres pays.
- Vigilance accrue sur les positions longues en obligations d'entreprises (réduites au cours des derniers mois).
- Surpondérer les obligations périphériques euro par rapport au cœur (i.e. Allemagne).
- Maintenir les positions sur les obligations US (aplatissement de courbe).
- Réduction des positions sur dette émergente en devises dures.
- Long USD vs EUR.

## Facteurs de risque

SEPTEMBRE

NIVEAU DE RISQUE

### FED: UNE POLITIQUE MONÉTAIRE MAL COMPRISE

La Fed a pré-annoncé sa première hausse des taux: celle-ci devait avoir lieu fin 2015, mais rien n'est moins sur désormais. On sait également qu'elle procédera de façon graduelle, et donc qu'elle avancera à petits pas. La clarté de sa communication reste désormais son 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: UN NOUVEAU DÉBAT SUR LE QE

La BCE s'est engagée à poursuivre son QE jusqu'en septembre 2016, même si la conjoncture s'améliore nettement. Que se passerait-il si la croissance, l'emploi et autres pressions déflationnistes venaient à décevoir? Décider d'une extension du QE serait-il aussi « simple » qu'au Japon ou aux États-Unis? On a encore en mémoire les atterrissements sur l'adoption du QE, et les dissensions entre Européens lors de la dernière crise grecque ont sans doute laissé des traces...

RISQUE FAIBLE



### ZONE EURO: UNE MAUVAISE ESTIMATION 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, une amélioration du crédit bancaire... 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: elle va déterminer si nous sommes trop optimistes... ou trop pessimistes.

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. Un troisième plan d'aide vient d'être adopté, éloignant une fois de plus le scénario du Grexit. Une croissance plus solide, des taux bas et une discipline budgétaire sont nécessaires pour contenir l'évolution de la dette... la Grèce est encore bien loin de remplir ces conditions.

RISQUE MODÉRÉ



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

Un référendum sur le Brexit se tiendra « avant la fin 2017 », ce qui pourrait ouvrir la porte à un nouveau référendum sur le statut de l'Écosse dans le Royaume (l'Écosse veut coûte que coûte rester dans l'UE). Dans les sondages aucune majorité claire ne se dégage sur le Brexit, et il est encore trop tôt pour se préoccuper des conséquences potentiellement négatives.

RISQUE FAIBLE



### MATIÈRES PREMIÈRES: BAISSÉ DES PRIX ET MARCHÉS FINANCIERS

La baisse du prix des matières premières a un effet clivant: elle est évidemment favorable aux pays consommateurs et préjudiciable aux producteurs, ce qui explique la faiblesse de certaines économies d'Amérique du Sud ou le retour des déficits dans des pays producteurs d'énergie. Mais elle met également en risque les marchés d'actions, car elle reflète naturellement un fléchissement de la demande mondiale.

RISQUE ÉLEVÉ



### CHINE: UN RALENTISSEMENT PLUS BRUTAL

La Chine est dans l'impasse: son modèle économique semble à bout de souffle et le ralentissement de l'activité est préoccupant. L'enjeu 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 jusqu'ici montré qu'elle avait les moyens d'accompagner cette – longue – transition, mais les événements récents ont semé le trouble.

RISQUE MODÉRÉ



### ÉCONOMIES ÉMERGENTES: UN REPLI PLUS PRONONCÉ DE LA CROISSANCE

Les anticipations de remontée des taux directeurs américains 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 pour d'autres, effondrement du prix des matières premières... rien ne semble favorable à l'heure actuelle... Le risque d'accélération du ralentissement économique s'intensifie, et il est à suivre de très près.

RISQUE MODÉRÉ



### UN KRACH OBLIGATAIRE

D'un point de vue fondamental, il n'y a pas de raison de voir les taux nominaux et réels remonter (croissance potentielle affaiblie, chômage élevé). La rareté relative du papier allemand et le QE de la BCE pèseront 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

SEPTEMBRE		
AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
<b>ÉTATS-UNIS</b>	<p><b>L'amélioration de la situation des ménages soutient la reprise mais l'industrie reste à la peine.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Le PIB a fortement rebondi au T2 (+3,7 %, en rythme annualisé, d'après une seconde estimation) au T2, soutenu par de très bons chiffres concernant la consommation et l'immobilier.</li> <li>&gt; La dynamique du marché intérieur reste bonne, portée par l'amélioration du marché de l'emploi (même si la hausse des salaires manque toujours à l'appel) et l'effet bénéfique de la baisse du pétrole sur le pouvoir d'achat.</li> <li>&gt; La reprise va se poursuivre, mais sa vigueur restera limitée par les perspectives moins favorables de l'industrie, affectée par la hausse du dollar et le ralentissement des émergents.</li> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire »).</b></li> <li>&gt; <b>Contagion des difficultés économiques et/ou financières du reste du monde.</b></li> <li>&gt; <b>Hausse excessive du dollar</b></li> </ul>
<b>BRÉSIL</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Forte détérioration de la croissance du PIB en ga au T2 à -2,6 % contre -1,6 % au T1. Peu de perspectives d'amélioration à court terme.</li> <li>&gt; Face à la forte détérioration de la situation macroéconomique et politique, le Brésil a vu sa note souveraine se faire dégrader de Baa2 à Baa3 par Moody's avec une perspective stable. Cette dégradation devrait peser sur les financements extérieurs du pays.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Une dérive de l'inflation</b></li> <li>&gt; <b>Un relâchement du policy mix</b></li> </ul>
<b>EUROPE</b>		
<b>ZONE EURO</b>	<p><b>La reprise continue. Le Grexit est évité mais les risques externes augmentent.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Après une croissance du PIB de +0,4 % au T2, les premiers indicateurs portant sur le T3 sont bien orientés.</li> <li>&gt; Le risque de déflation a reculé et le Grexit a été évité. Les élections de fin d'année (Grèce, Catalogne, Portugal, Espagne) peuvent cependant générer quelques turbulences.</li> <li>&gt; Alors que l'économie de la zone euro est encore convalescente, l'aggravation des difficultés dans les pays émergents peut venir limiter les perspectives d'accélération de la reprise (entre autres, via le canal du forex : le taux de change effectif de l'euro a nettement rebondi).</li> <li>&gt; La BCE va poursuivre ses achats d'actifs. Elle pourrait les intensifier, voire déployer d'autres mesures en cas de nouvelle montée du risque externe affectant les perspectives d'inflation.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Contagion des difficultés économiques et/ou financières du monde émergent</b></li> <li>&gt; <b>Intensification des pressions déflationnistes</b></li> <li>&gt; <b>Risque politique (montée des partis anti-institutions lors des élections prévues en 2015)</b></li> </ul>
<b>ROYAUME-UNI</b>	<p><b>Poursuite de la reprise à un rythme soutenu.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Le PIB a progressé de +0,7 % au T2. En plus de sa dynamique interne, l'économie britannique profite de l'amélioration graduelle en zone euro.</li> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; Le marché de l'emploi poursuit son amélioration et les salaires progressent. La baisse de l'inflation réduit l'urgence d'une hausse des taux directeurs.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Hausse de la livre</b></li> <li>&gt; <b>Forte exposition aux marchés émergents</b></li> <li>&gt; <b>Référendum prévu en 2016 (ou 2017) sur la sortie de l'UE</b></li> </ul>
<b>ASIE</b>		
<b>CHINE</b>	<p><b>Malgré les politiques de soutien, le ralentissement de l'économie ramène les craintes d'atterrissage forcé sur le devant de la scène</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; L'objectif d'une croissance du PIB réel de 7 % en 2015 semble désormais quasiment impossible. En effet, les 3 composantes du calcul du PIB réel (investissements, exportations nettes et consommation) enregistrent un ralentissement plus rapide que prévu. Le potentiel de baisse est difficile à évaluer en raison de l'inexactitude des données. Toutefois, une estimation à partir de la croissance des revenus fiscaux (environ 1/3 du PIB) laisse augurer une croissance du PIB réel nettement inférieure à l'objectif.</li> <li>&gt; Le seuil matérialisant un scénario d'atterrissage forcé de la Chine est historiquement fixé à 5 %, compte tenu de son niveau d'emploi et de ses besoins. Un niveau proche de ce pourcentage sera probablement atteint d'ici 2 ans. Nous ne pensons pas qu'un atterrissage brutal soit le scénario le plus plausible, mais sa probabilité a augmenté et le marché commence à réagir à ce niveau de risque accru en l'intégrant partiellement dans les prix.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Ralentissement de l'économie réelle</b></li> <li>&gt; <b>Dépréciation de la devise</b></li> <li>&gt; <b>Baisse des marchés actions</b></li> <li>&gt; <b>Hausse du risque d'atterrissage forcé</b></li> </ul>
<b>INDE</b>	<p><b>Dégradation du taux de croissance, qui reste toutefois l'un des plus rapides des pays asiatiques</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Bien que la croissance du PIB réel au 2e trimestre (7 %) ait été inférieure aux prévisions de marché, l'Inde reste l'une des économies asiatiques les plus prometteuses ; elle devrait enregistrer une croissance soutenue et ses fondamentaux sont favorables à la progression de son marché sur le long terme.</li> <li>&gt; Selon nous, le ralentissement plus rapide que prévu de l'inflation officielle procure à la RBI une marge de manœuvre plus importante pour assouplir sa politique plus tôt que prévu (de 25 à 50 pb) sur l'année fiscale 2015.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Dégradation du taux de croissance, qui reste toutefois l'un des plus rapides des pays asiatiques</b></li> <li>&gt; <b>Ralentissement plus rapide que prévu de l'inflation officielle</b></li> </ul>
<b>JAPON</b>	<p><b>L'économie s'est contractée au T2.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Après un T4 et un T1 positifs, l'économie s'est de nouveau contractée au T2 (-0,3 %) sous l'effet d'une baisse simultanée de la consommation et des exportations.</li> <li>&gt; Le Japon est très exposé au ralentissement chinois mais des mesures budgétaires devraient soutenir la croissance en 2016.</li> <li>&gt; Peu probable dans l'immédiat, une extension des mesures non conventionnelles de la BoJ pourrait intervenir en cas de dégradation supplémentaire de l'environnement financier et extérieur.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Exposition au ralentissement chinois</b></li> <li>&gt; <b>Reflux de l'inflation avec la baisse du prix du pétrole</b></li> </ul>

## Prévisions macroéconomiques et financières

### PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- **États-Unis** : le cycle d'expansion est inachevé. Les chiffres se sont nettement améliorés depuis le 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 subissent le poids d'un dollar plus élevé et du ralentissement des émergents.
- **Japon** : une lente sortie de la déflation. Les chiffres économiques restent irréguliers. 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. Les risques internes (déflation et crise grecque) ont diminué mais les risques externes (exposition au ralentissement émergent) augmentent.
- **Brésil** : avec une croissance au T2 de -2.6 % et des indicateurs de court terme toujours à la baisse, il y a peu d'espoir que le Brésil atteigne ses objectifs budgétaires, ce qui devrait dégrader davantage la perception des investisseurs étrangers. A noter, que face à la détérioration de la situation économique et politique, nous avons révisé début août nos prévisions de croissance à la baisse pour 2015 et 2016.
- **Russie** : alors que les résultats au 1<sup>er</sup> trimestre étaient meilleurs qu'attendu, ceux du T2 s'avèrent, comme nous l'avions prévu, catastrophiques. En effet, la croissance du PIB est ressortie à -4,6 % au T2 et même si nous ne connaissons pas le détail des composantes, nous pensons contrairement à certains analystes, que la dépréciation du rouble ne permettra pas une relance des exportations suffisantes à stabiliser l'économie. 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
<b>États-Unis</b>	2,4	2,4	2,4	1,7	0,3	1,8
<b>Japon</b>	-0,1	0,7	1,8	2,6	0,6	1,5
<b>Zone euro</b>	0,9	1,4	1,6	0,4	0,2	0,9
Allemagne	1,6	1,7	1,7	0,8	0,4	1,5
France	0,2	1,1	1,2	0,6	0,3	0,8
Italie	-0,4	0,7	1,2	0,2	0,1	0,5
Espagne	1,4	2,9	2,3	-0,2	-0,3	0,5
<b>Royaume-Uni</b>	3,0	2,4	2,2	1,5	0,3	1,7
<b>Russie</b>	0,6	-4,5	-1,8	7,8	13,5	8,5
<b>Turquie</b>	2,9	2,9	2,5	8,9	6,6	6,5
<b>Chine</b>	7,4	6,5	6,0	2,0	1,5	1,2
<b>Inde</b>	7,3	7,2	7,4	6,0	5,2	5,4
<b>Indonésie</b>	5,0	4,8	5,0	6,4	6,8	5,8
<b>Brésil</b>	0,1	-2,0	-1,0	6,3	7,8	5,9
<b>Pays développés</b>	1,6	1,8	2,0	1,4	0,5	1,5
<b>Pays émergents</b>	4,7	3,8	4,0	3,9	4,4	4,1
<b>Monde</b>	3,3	2,9	3,1	2,7	2,6	2,9

Source: Recherche Amundi

### PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- **Fed** : la 1<sup>re</sup> hausse de taux directeurs devrait se produire en fin d'année. Quoi qu'il en soit, le cycle de resserrement monétaire sera lent et son amplitude très limitée.
- **BCE** : une appréciation excessive de l'euro pourrait amener la BCE à annoncer davantage de mesures d'assouplissement. Au-delà de ça, la probabilité d'une extension du QE après septembre 2016 est déjà élevée. La BCE gardera des taux zéro pendant plusieurs années.
- **BoJ** : la politique d'assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE) continuera pendant une période prolongée.
- **BoE** : la 1<sup>re</sup> hausse de taux directeurs arrivera après celle de la Fed.

	8/09/2015	Amundi + 6m.	Consensus T4 2015	Amundi + 12m.	Consensus T2 2016
<b>États-Unis</b>	0,25	0,50	0,60	1,00	1,10
<b>Zone euro</b>	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
<b>Japon</b>	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Royaume-Uni</b>	0,50	0,50	0,50	0,75	0,85

### PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- **États-Unis** : la hausse des taux longs américains sera très lente et très faible. Les taux courts grimperont davantage.
- **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.
- **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					
	8/09/2015	Amundi + 6m.	Consensus T4 2015	Amundi + 12m.	Consensus T2 2016
<b>États-Unis</b>	0,73	1,00/1,20	1,13	1,40/1,60	1,60
<b>Allemagne</b>	-0,22	-0,20/0,00	0,08	-0,20/0,00	0,18
<b>Japon</b>	0,02	0,00/0,20	0,04	0,00/0,20	0,08
<b>Royaume-Uni</b>	0,62	0,60/0,80	0,86	1,00/1,20	1,25

Taux 10 ans					
	8/09/2015	Amundi + 6m.	Consensus T4 2015	Amundi + 12m.	Consensus T2 2016
<b>États-Unis</b>	2,18	2,40/2,60	2,53	2,40/2,60	2,83
<b>Allemagne</b>	0,68	0,60/0,80	0,91	0,60/0,80	1,16
<b>Japon</b>	0,36	0,40/0,60	0,48	0,40/0,60	0,60
<b>Royaume-Uni</b>	1,84	2,00/2,20	2,20	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** : les craintes sur la Chine et l'aversion pour le risque ont conduit le yen à s'apprécier mais les autorités japonaises ne laisseront pas ce mouvement prendre de l'ampleur car le taux de change est l'un des piliers de Abenomics.
- **GBP** : modérément haussier, contre l'euro. Les fondamentaux s'améliorent plus rapidement au Royaume-Uni qu'en zone euro.

	7/09/2015	Amundi + 6m.	Consensus T4 2015	Amundi + 12m.	Consensus T2 2016
<b>EUR/USD</b>	1,12	1,05	1,07	1,05	1,06
<b>USD/JPY</b>	120	125	125	130	126
<b>GBP/USD</b>	1,54	1,50	1,54	1,54	1,55
<b>USD/CHF</b>	0,98	1,05	1,00	1,05	1,01
<b>USD/NOK</b>	8,26	7,81	8,35	7,71	8,29
<b>USD/SEK</b>	8,43	8,86	8,79	8,86	8,83
<b>USD/CAD</b>	1,32	1,35	1,33	1,40	1,32
<b>AUD/USD</b>	0,70	0,65	0,70	0,65	0,7
<b>NZD/USD</b>	0,63	0,60	0,63	0,60	0,63



## 1 Yuan : une chute spectaculaire

MO JI, *Stratégie et Recherche and Économique – Hong Kong*

### Que s'est-il passé ?

Le 11 août 2015, contre toute attente, la PBOC (la banque centrale chinoise) a réduit le cours pivot du CNY de **1,9 %**, à 6,2298, ce qui équivaut à une dévaluation effective de sa devise. Après s'être déprécié pendant trois jours consécutifs suite à cette intervention, le yuan s'est stabilisé à 6,39630, **se repliant de 4,4 % au total**. Le 11 août, il est décidé que le point médian du yuan (le taux de référence) reposera dorénavant sur les cotations des teneurs de marché et sur les cours de clôture du marché des changes interbancaire. Quant aux teneurs de marché, pour établir leurs cotations, ils doivent tenir compte du cours au comptant (spot) de la séance de la veille, la demande et l'offre de devises ainsi que des taux de change des grandes devises internationales. La PBOC a donc modifié le mécanisme de formation du taux de parité central entre le dollar et le yuan (USD/CNY), **mais a maintenu la fourchette de fluctuation quotidienne à +/- 2 % par rapport au fixing**.

### Pourquoi maintenant et pourquoi des décisions d'une telle ampleur ?

Selon le communiqué de la PBOC, les anticipations croissantes de hausse des taux américains en 2015 se traduisent par une appréciation du dollar et une baisse de l'euro, du yen, des devises émergentes et des prix des matières premières. Toutefois, le point médian de la parité USD/CNY s'était **trop** écarté de l'offre et de la demande réelles pendant **longtemps**, compte tenu de la persistance de l'excédent des produits chinois dans le commerce mondial.

Le yuan s'est déprécié de 4,4 % en l'espace de trois jours, avant de se stabiliser grâce à l'intervention de la PBOC. La PBOC a déclaré qu'il s'agissait d'un ajustement ponctuel réalisé via les teneurs de marché en fonction des cotations de clôture de la veille, des anciens points médians, dans un contexte d'anticipations de baisse du RMB après la publication de données économiques mal orientées pour le mois de juillet. **Avec cette intervention exceptionnelle, les responsables politiques chinois prennent acte du ralentissement de l'économie chinoise, après quatre décennies marquées par une croissance forte et régulière depuis l'adoption de réformes et la libéralisation de l'économie en 1978.**

### Les cours du CNY et du CNH vont-ils converger ou s'écarter plus avant ?

Le taux de change au comptant du CNH (RMB off-shore) est entièrement dicté par l'offre et la demande sur le marché, tandis que le taux de change au comptant du CNY est fixé par la PBOC, à l'intérieur d'une fourchette de fluctuation de +/- 2 % (les forces de marché influent sur le cours du CNY mais la fourchette annule cet effet). L'absence d'intervention du gouvernement sur le marché du CNH, la liquidité moindre de ce marché et l'accès difficile aux stratégies d'arbitrage entre le CNY et le CNH expliquent l'écart de cours entre les deux monnaies. À l'avenir, l'ouverture progressive du compte de capital (les banques pourront accéder plus facilement au marché des pensions livrées de Chine continentale) pourrait entraîner un resserrement et une plus grande convergence des écarts de cours.

### Quel impact, en particulier pour l'inclusion dans les DTS ?

Cette décision constitue une étape majeure dans le cadre de la réforme du régime de change du RMB et ouvre la voie à l'inclusion du RMB dans le panier de devises des droits de tirage spéciaux (DTS) du FMI. **Cette flexibilité insuffisante du taux de change est précisément la contrainte technique empêchant l'inclusion du RMB dans les DTS.** Les mesures des autorités chinoises vont accorder un rôle accru aux forces de marché dans la formation du cours relatif du RMB.

### L'essentiel

**La Banque populaire de Chine a laissé le yuan (CNY) se déprécier de 4,4 % en l'espace de trois jours en août, à la plus grande surprise du marché, avant que la devise chinoise ne se stabilise grâce à l'intervention de la PBOC. Le taux de change USD/CNY devrait s'établir à 6,6 à fin 2015 et à 6,8 à fin 2016. Nous sommes intimement convaincus que nous passons donc d'un mode « rien n'est possible s'agissant de la rigidité du RMB » à un mode « tout est possible pour refléter le ralentissement de l'économie ».**

**Le ralentissement de la croissance chinoise incite-t-il la Fed à différer la première hausse de taux ?** Nous pensons que le rythme et l'ampleur du ralentissement de l'économie chinoise deviennent des facteurs de plus en plus importants aux yeux de la Fed à l'heure où cette dernière envisage la possibilité de relever ses taux. Rien ne permet d'affirmer à coup sûr que la dépréciation du yuan incitera la Fed à différer ses hausses de taux. La décision de la Réserve fédérale dépendra de la capacité de l'économie réelle chinoise à se stabiliser au quatrième trimestre, comme le prévoit le marché.

Nous pensons que la Banque populaire de Chine devra adopter des mesures d'assouplissement supplémentaires pour soutenir une économie en perte de vitesse, une devise en dépréciation et des marchés actions en forte baisse.



La forte dépréciation du CNY atteste d'un véritable ralentissement de l'économie chinois



### Quelles nouvelles mesures les autorités chinoises peuvent-elles prendre pour réformer le régime de change ?

Le taux de change USD/CNY sera davantage déterminé par les évolutions de marchés et donc davantage fonction de l'offre et la demande. De même, la fourchette de fluctuation sera encore élargie, selon le communiqué de presse de la PBOC. À moyen et long terme, la valeur de marché du RMB coïncidera davantage avec ses fondamentaux que par le passé. Les derniers développements témoignent d'une évolution radicale de l'état d'esprit des dirigeants chinois mais aussi des acteurs de marché. **Nous sommes intimement convaincus que nous passons donc d'un mode « rien n'est possible s'agissant de la rigidité du RMB » à un mode « tout est possible pour refléter le ralentissement de l'économie ».**

### La fuite des capitaux est-elle véritablement problématique ?

Selon nous, les craintes d'une nouvelle dépréciation du yuan expliquent en grande partie la fuite des capitaux. La fuite des capitaux en Chine a atteint près de 90 milliards de dollars en juillet, tandis qu'en août, elle a atteint un point haut de 70 milliards de dollars au cours d'une seule et même journée. La fuite des capitaux est-elle toutefois véritablement problématique ? Le gouvernement chinois peut puiser dans ses réserves de change de 3 700 milliards de dollars et mettre en place un contrôle des capitaux pour lutter contre la fuite des capitaux. Nous pensons qu'une utilisation excessive des réserves de change par la Chine, c.-à-d la vente de dollars, pénaliserait les États-Unis car cela pèserait sur les rendements obligataires américains. Mettre en place un contrôle des capitaux serait un moyen bien plus efficace de lutter contre la fuite des capitaux. Il s'agit là de deux outils dont peu de pays disposent.

### Que faut-il attendre de la part de la BPOC concernant sa politique monétaire ?

**La BPOC devrait poursuivre sa politique monétaire accommodante en 2015 et 2016, en utilisant plusieurs des outils dont elle dispose.** En effet, bien que l'agrégat monétaire M2 ressorte à 13,3 % en juillet, un chiffre supérieur à l'objectif modeste de 12 % fixé par le gouvernement, **la BPOC devra adopter de nouvelles mesures d'assouplissement pour soutenir une économie en perte de vitesse, une monnaie en dépréciation et des marchés actions en forte baisse.** La BPOC s'est abstenue de réduire le taux des réserves obligatoires immédiatement après la dévaluation du yuan. En réagissant dans la foulée de la dépréciation de la monnaie chinoise, la BPOC aurait confirmé le ralentissement de l'économie chinoise et la fuite des capitaux. Son attentisme s'explique par la volonté d'atténuer les répercussions négatives qu'aurait eues un tel message.

### Quelles sont les répercussions sectorielles au niveau local ?

**La dévaluation du RMB va surtout peser sur les secteurs des transports et des matériaux.** Dans le secteur des transports, le sous-secteur le plus malmené sera le transport aérien. S'agissant des matériaux, l'impact sera négatif car la plupart des entreprises chinoises interviennent en amont et importent l'essentiel de leurs matières premières en dollar, alors qu'une part relativement faible de leurs revenus est libellée en devises étrangères. **Ce sont les secteurs des biens d'équipement, de l'énergie et du matériel informatique qui en bénéficieraient le plus.** Cet impact positif s'explique par la part élevée des revenus que ces secteurs génèrent depuis l'étranger, alors que l'essentiel de leurs coûts est libellé en RMB. L'impact positif dans le secteur de l'énergie est dû à l'existence de nombreuses entreprises sur les segments en aval, qui génèrent des revenus en dollar.

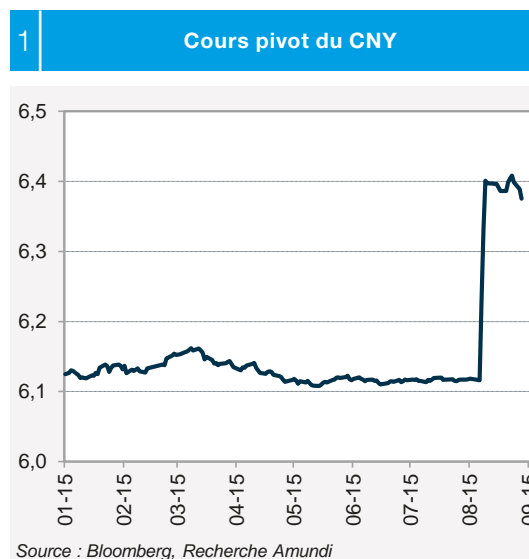
### Et à l'échelle mondiale ?

#### Le ralentissement de la croissance chinoise incite-t-il la Fed à différer la première hausse de taux ?

Nous pensons que la BPOC ne devrait déprécier le yuan qu'en dernier recours en cas de ralentissement économique. La BPOC a toutefois déclaré, probablement en toute bonne foi, qu'il s'agissait d'une correction exceptionnelle motivée par



Un pas de plus vers l'obtention du statut de monnaie éligible aux DTS



La fuite des capitaux n'est peut-être pas un véritable problème



l'écart technique observé entre le cours pivot du yuan et la demande réelle. La dévaluation marquée et inattendue du yuan a été interprétée comme la confirmation d'un ralentissement de l'économie chinoise, la deuxième plus grosse au monde. Tout ralentissement de l'économie chinoise entraînerait un ralentissement de la croissance mondiale. De la même manière, si l'économie chinoise vacille, c'est toute l'économie mondiale qui vacille. Le ralentissement marqué et rapide de l'économie réelle chinoise contribue à amplifier la contraction de la demande mondiale, d'ores et déjà faible, et la surproduction mondiale. Les États-Unis font figure d'exception, et notamment les pays émergents.

On observe que la Fed a tendance à relever ses taux bien plus tard que ne le prévoit le marché et à réduire ses taux bien plus tôt que ne l'anticipent les prévisionnistes. **Alors qu'ils tablaient sur une hausse des taux de la Fed en septembre 2015, les observateurs de marché tablent désormais sur un relèvement des taux en décembre. Nous pensons que le rythme et l'ampleur du ralentissement de l'économie chinoise deviennent des facteurs de plus en plus importants aux yeux de la Fed, à l'heure où celle-ci envisage de relever ses taux. Rien ne permet d'affirmer à coup sûr que la dépréciation du yuan incitera la Fed à différer ses hausses de taux. La décision de la Réserve fédérale dépendra de la capacité de l'économie réelle chinoise à se stabiliser au quatrième trimestre, comme prévu par le marché.**

**Qu'en est-il de l'impact sur les monnaies mondiales, et notamment les devises émergentes ?**

Le taux de change va selon nous continuer à baisser légèrement pendant quelque temps, le temps de refléter la prime de risque exigée en raison de la volatilité accrue des taux. Nous pensons que le CNY ne devrait pas se déprécier de plus de 6 % par rapport à l'USD d'ici fin 2015 et prévoyons un objectif de cours pour la paire USD/CNY de 6,6 à fin 2015 et de 6,8 à fin 2016. Cette intervention a fait plonger les devises, notamment les devises asiatiques. Le MYR s'est déprécié de 7,6 %, l'INR de 4,3 %, le TWD de 3,8 %, l>IDR de 3,5 %, le KRW de 3,1 %, le SGD de 2,2 % et le THB de 1,9 jusqu'à ce jour après la dépréciation du CNY survenue le 11 août 2015. Par conséquent, la dépréciation du taux de change réel du RMB sera moindre que ce que suggère le taux de change nominal pour la paire RMB/USD.

**Faut-il s'attendre à des mesures de dépréciation compétitive à plus long terme? Jusqu'à présent, nous ne prévoyons pas l'apparition d'une guerre des devises.** Il est trop tôt pour affirmer que la dépréciation du yuan aura un impact durable sur les marchés financiers internationaux à l'heure où les nouvelles commandes sont d'ores et déjà enregistrées. La BPOC s'efforce de faire perdurer la tendance haussière du yuan, malgré les difficultés causées par le ralentissement de l'économie.

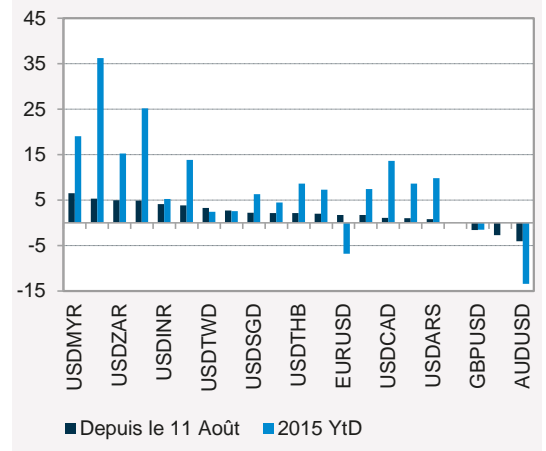
**Qu'en est-il de l'impact sur les matières premières ?**

La dépréciation du yuan et le ralentissement de l'économie chinoise qui en a résulté ont alimenté les craintes d'une nouvelle contraction de la demande mondiale de matières premières. Depuis la dépréciation du yuan survenue le 11 août 2015, l'indice Baltic Dry (BDIY) s'est replié de 17 %, le baril de brut WTI a reculé de 14 %, se repliant sous la barre des 40 dollars pour la première fois depuis la Grande Crise financière de 2008. Le cours du cuivre a enregistré une nouvelle baisse de 7,1 %, portant sa baisse à 20,9 % depuis le début de l'année. À l'inverse, l'or voyait son cours augmenter de 4,9 % après la dévaluation surprise du yuan. Cette tendance devrait se poursuivre du fait du ralentissement de la croissance réelle chinoise.

**Qu'en est-il de l'impact sur les marchés actions internationaux ?**

La dépréciation du yuan a entraîné une correction des marchés actions internationaux en août. Le marché actions de Chine continentale, le SHCOMP, s'est replié de 18 %, effaçant la hausse enregistrée au cours de l'année 2015. Parallèlement, l'indice indonésien JCI reculait de 12 %, le nikkei japonais (NKY) chutait de 11 %, le KOSPI perdait 9 %, le NIFTY 7 % et le SPX 6 %. Une capitulation mondiale ? Il est trop pour tirer des conclusions quant à l'ampleur

**2 Variations de change sur les marchés internationaux (en %)**

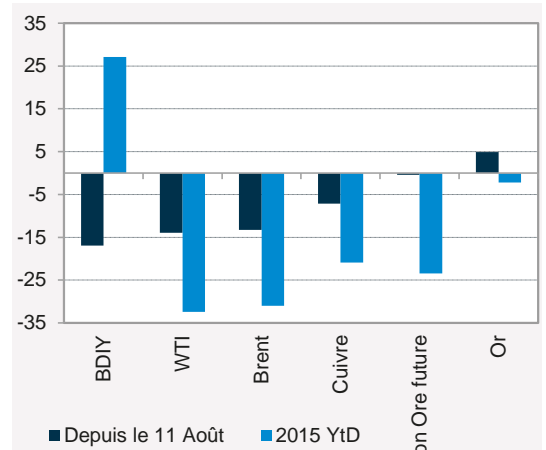


Source : Bloomberg, Recherche Amundi

“ La Fed décidera si elle relève ses taux en fonction de...”

“ Il est encore trop tôt pour dire s'il s'agit d'une guerre des devises ”

**3 Variations des cours des matières premières sur les marchés internationaux (en %)**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

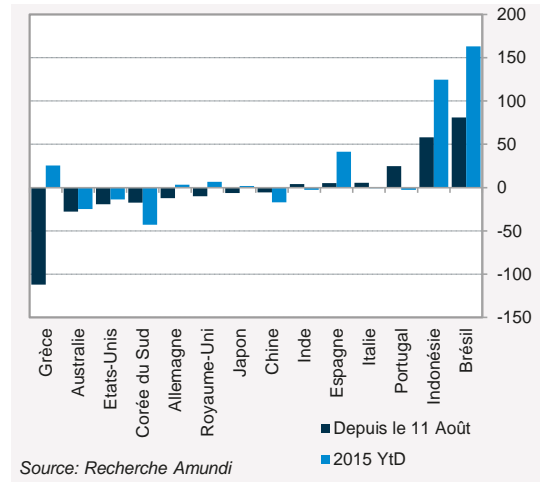


et la durée de la correction dans la mesure où celle-ci est bienvenue après les hausses observées précédemment. Toutefois, le ralentissement de l'économie chinoise est aujourd'hui plus que jamais un facteur d'une importance capitale pour les marchés actions.

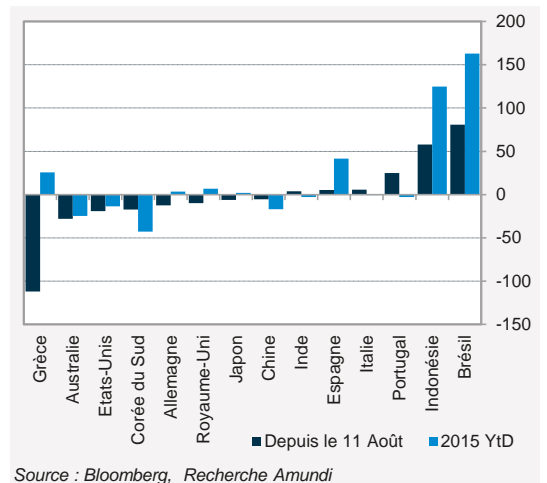
**Qu'en est-il de l'impact sur les rendements des obligations mondiales ?**

La dépréciation du yuan et la correction des marchés actions pèsent également sur les rendements obligataires, notamment. Le rendement des bons du Trésor américain à dix ans n'a franchi la barre des 2 % qu'à une seule reprise et s'est replié de 19 points de base depuis le 11 août, date à laquelle le yuan a commencé à se déprécier. Parallèlement, le rendement de l'emprunt d'État indonésien à dix ans a progressé de 58 points de base, pour atteindre 9,055, soit son plus haut niveau depuis le début de l'année. Nous continuons à penser qu'il convient de dénouer toute position sur les bons du Trésor américain à dix ans à l'heure actuelle, en raison du ralentissement de l'économie chinoise.

**4 Variations des cours des actions sur les marchés internationaux (en %)**



**5 Spreads des emprunts d'Etat à 10 ans (en pb)**



## 2 La fin des « belles années » (2005-15) : maintenant, le yuan est aussi le problème de l'Europe et des États-Unis

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Avec son entrée dans l'OMC en 2001, la Chine a débuté son ascension vers le rang d'économie mondialement systémique et de troisième acteur du système monétaire international (SMI). De fait, le poids de la Chine dans la production mondiale est passé de moins de 1 % à 12,5 % grâce à ses liens commerciaux avec les États-Unis et l'Europe<sup>1</sup>. En toute logique, cette expansion commerciale avait déjà placé le yuan au cœur du système monétaire international quatre ans seulement après l'entrée de la Chine à l'OMC.

Dix ans plus tard, la Chine est devenue un acteur central du système monétaire international, comme l'ont montré les répercussions des dévaluations de 2014 et 2015 sur le reste du monde. Et c'est précisément à cause de ce rôle central que la stratégie monétaire de la Chine sera déterminante dans les prochaines années : si elle dévalue le yuan, elle provoquera une guerre des changes ; dans le cas contraire, les États-Unis et l'Europe n'en ont pas plus fini avec les pressions déflationnistes.

### I/ Les belles années du système monétaire international : quand la Chine faisait le gros du travail

#### 1. La soutenabilité du SMI de 2005 tenait au fait que la Chine acceptait la tendance haussière du yuan

Le SMI reposait sur l'appréciation continue du yuan (au départ sous-évalué) contre le dollar pour assurer la stabilité du système trilatéral de devises. Tel était l'objectif de l'arrimage souple de la parité nominale yuan/dollar (à deux petites exceptions près, avant fin 2005 et en 2008-2010) : intégrer la partie soutenable (c'est-à-dire fondée sur la productivité) de la hausse tendancielle des prix chinois dans le taux de change réel externe du yuan contre le dollar.

En revenant *de facto* à une parité fixe depuis la mi-2014 (qui était provisoire en 2008-2010), la Chine confirme la nécessité de ralentir le rythme de réévaluation de sa devise depuis 2010, puis 2012. En effet, l'analyse de la dynamique du déflateur du PIB chinois<sup>2</sup> montre qu'à partir de 2011 commencent à apparaître des pressions déflationnistes croissantes. Il était donc nécessaire de ralentir l'appréciation du yuan pour atténuer (à défaut de contenir) ces pressions.

#### 1. Les dévaluations du yuan en 2014 et 2015 indiquent clairement la présence de pressions déflationnistes naissantes sur les salaires

Le déséquilibre qui se creuse rapidement dans les boucles taux de change/salaires et prix/salaires, socles de la stratégie macroéconomique chinoise, confirme l'apparition de pressions déflationnistes<sup>3</sup>. En effet, les deux boucles ont pris un tour désinflationniste/déflationniste depuis fin 2011 tandis que la modération des salaires s'accroît visiblement depuis début 2014. Ce virage déflationniste est probablement à l'origine de la dévaluation de 2,5 % opérée en avril 2014 sous couvert d'élargissement de la fourchette de fluctuation du yuan.

Alors que la Chine avait déjà activé des « régulations macroéconomiques ciblées », elle s'est vue forcée d'opérer une seconde dévaluation en 2015 sous la pression des sorties de capitaux et a confirmé ce faisant le scénario déflationniste naissant. Plus massive que la précédente (plus de 3 % au

<sup>1</sup> Les PIB sont ici mesurés aux taux de change courants.

<sup>2</sup> Le déflateur du PIB est choisi pour représenter le niveau des prix d'une économie pour deux raisons : (i) c'est l'indice de prix qui regroupe tous les indices de prix importants d'un point de vue macroéconomique, à commencer par le prix des investissements ; (ii) il est considéré comme l'indice de prix chinois le plus fiable.

<sup>3</sup> Lire « La Chine sur la corde raide : tenter une stabilisation stérilisée au lieu d'une dévaluation classique » dans notre mensuel Cross Asset d'avril 2015.

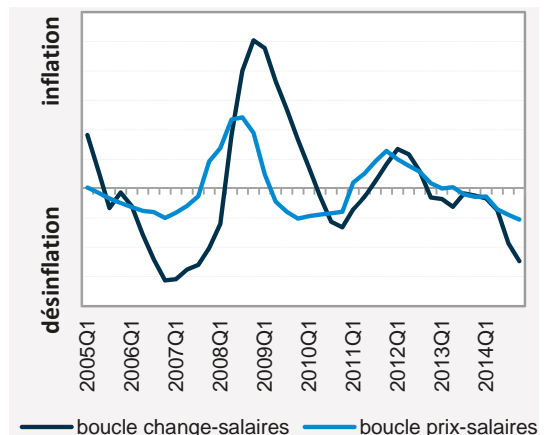
### L'essentiel

La double dévaluation du yuan en 2014 et 2015 a clarifié un point : compte tenu de son rôle systémique au niveau mondial, le yuan est maintenant aussi le problème des États-Unis et de l'Europe. En effet, depuis 2005 la tendance haussière du yuan a largement contribué à la stabilité du système monétaire international : ainsi, la Chine a beaucoup aidé les États-Unis à combattre les pressions déflationnistes. Mais depuis début 2014, la Chine est malade de la surévaluation de sa devise.

La dévaluation du yuan dénote d'importantes pressions déflationnistes sur les salaires et les prix, qui ont débuté en 2011 quand la Chine aurait dû arrêter sa relance par le crédit. En effet, pour résoudre les bulles financières qu'elle a elle-même créées, la Chine peut (au mieux) : (i) poursuivre sa stratégie de stabilisation de l'économie intérieure, lancée l'année dernière (mais celle-ci semble atteindre ses limites) ; (ii) se décharger d'une partie du problème sur les États-Unis et l'Europe (non sans un certain parfum de guerre des changes).

C'est pourquoi, les économies développées doivent compléter leurs stratégies monétaires avec une dose de relance (budgétaire) de la demande pour appuyer les efforts monétaires et budgétaires de la Chine. La meilleure solution serait une relance budgétaire et monétaire mondiale coordonnée entre la Chine, l'Europe et les États-Unis. Alors que dans la zone euro les modalités du plan Juncker restent à l'état d'esquisse, les États-Unis ne pourront statuer politiquement sur la question qu'après l'élection présidentielle de 2016.

### 1 Variations des boucles change-salaires et prix-salaires autour de leur équilibre



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

total), cette intervention ne se justifie (d'un point de vue macroéconomique) pas seulement parce qu'elle pourrait compenser le manque de compétitivité-prix : elle semble également chercher à amortir la baisse des salaires, de la demande intérieure et des agrégats monétaires.

**II/ Le système monétaire international après ses belles années : La déflation chinoise est le problème de tous**

**1. La Chine s'est révélée incapable de contenir efficacement le virage déflationniste qui s'est amorcé en 2011**

Les problèmes de la Chine ont recommencé fin 2011-début 2012, quand les autorités auraient dû stopper leur plan de relance (lancé en 2009 et 2010) pour empêcher la formation d'une bulle financière. En poursuivant cette stratégie macroéconomique, la Chine a fourni un soutien continu à l'économie mondiale (notamment aux États-Unis et à la zone euro), respectant ainsi les engagements pris en 2005 et lors de plusieurs réunions du G20 en 2009 et 2010 ; mais aujourd'hui cette stratégie se retourne contre elle.

La Chine est manifestement victime de son propre « miracle économique », confondant gains de productivité avec bulle du capital, ce qui a eu pour effet de compromettre l'équilibre macroéconomique du pays. Cela signifie que les « régulations macroéconomiques limitées et ciblées » mises en œuvre jusqu'ici n'ont pas atteint leur objectif. Il faut donc espérer que l'apurement inévitable des capacités de production excédentaires, par des mises en faillite, sera lui aussi conduit à son terme.

**2. La seule option pour la Chine, maintenant, consiste à se décharger d'une partie de son ajustement économique sur les États-Unis et l'Europe**

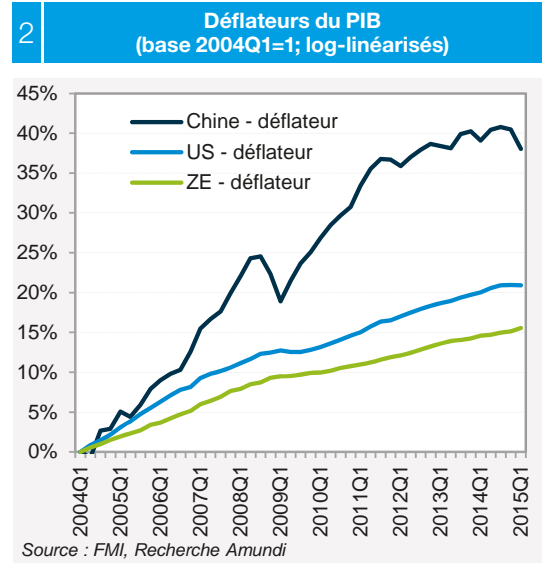
Les dévaluations ne peuvent offrir qu'un répit limité car leur multiplication étoufferait les entreprises dont les dettes sont libellées en dollars et ouvrirait une guerre des changes inutile en contrepartie de gains de compétitivité comparativement modestes. La Chine est désormais au pied du mur, puisque sa réussite ne dépend plus que (i) de la stabilisation de sa propre économie et (ii), si elles y consentent, de l'aide qu'apporteront les deux autres grandes puissances mondiales : les États-Unis et l'Europe. À défaut, ces dernières vont commencer à importer la désinflation/déflation chinoise.

La Chine a, en son temps, largement aidé à stabiliser l'économie mondiale après la crise financière ; aujourd'hui, c'est au tour de l'Europe et des États-Unis de soutenir la Chine... ou d'entrer en dans la déflation (et le reste du monde avec). En effet, la pérennité du système monétaire international post-2005 reposait sur un principe simple : la Chine devait laisser le yuan s'apprécier continuellement et durablement grâce à des gains de productivité élevés. Et maintenant que ces gains de productivité font défaut, le système est en panne.

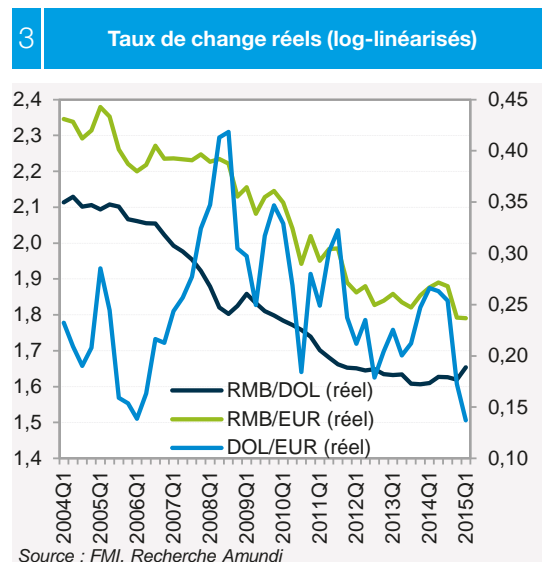
**Conclusion**

Bientôt, la coopération entre les trois puissances mondiales va se révéler aussi nécessaire qu'il y a cinq ans : elle implique que l'Europe et les États-Unis passent à la vitesse supérieure en termes de reflation. Dans le cas contraire, une guerre des devises en bonne et due forme semble plus que probable, ne serait-ce qu'au vu de l'importance apparente des pressions déflationnistes chinoises. Si la zone euro sera sans doute épargnée dans l'immédiat, les États-Unis sont eux en première ligne, et devraient réfléchir à quoi faire de plus que simplement s'abstenir de relever les taux.

Les économies développées doivent de fait compléter leurs stratégies monétaires avec une dose de relance (budgétaire) de la demande pour appuyer les efforts monétaires et budgétaires de la Chine. La meilleure solution serait une relance budgétaire et monétaire mondiale coordonnée entre la Chine, l'Europe et les États-Unis. Alors que dans la zone euro les modalités du plan Juncker restent à l'état d'esquisse, les États-Unis ne pourront statuer politiquement sur la question qu'après les élections présidentielles de 2016.



“ La seule option pour la Chine, consiste à se décharger d'une partie de son ajustement économique sur les États-Unis et l'Europe ”



**> L'éléphant chinois dans le magasin de porcelaine : le système monétaire international se retrouve sens dessus dessous**

Depuis que la Chine a réformé l'ancrage du yuan sur le dollar en 2005, le système monétaire international repose sur la dynamique des trois blocs suivants :

- (i) La parité nominale yuan/dollar américain est guidée par le ciblage chinois du taux de change et (du niveau) des prix ;
- (ii) La parité réelle euro/dollar américain s'ajuste via les niveaux de prix relatifs entre les États-Unis et la zone euro ;
- (iii) La parité réelle euro/yuan fait tampon entre les deux blocs précédents.

**Le résultat est un système qui s'auto-corrige, piloté par un seul facteur (le déflateur du PIB chinois), et dont le retour à l'équilibre est assuré par le(s) déflateur(s) de la zone euro (et des États-Unis)<sup>1</sup> :**

- (i) L'équation (1) pilote le système, dans la mesure où le déflateur du PIB chinois est exogène ;
- (ii) L'équation (4) est l'absorbeur de choc via le déflateur de la zone euro (et celui des États-Unis) ;
- (iii) Les équations (2) et (3) représentent le marché des changes qui fait tampon entre les équations (1) et (4).

$$rmb\_dol = -0.7dfl_{ch} + 2.1 \tag{1}$$

$$rmb\_dol = 3.3dfl_{us} - 2dfl_{ch} + 2 \tag{2}$$

$$eur\_dol = 5dfl_{ez} - 4dfl_{us} + 0.33 \tag{3}$$

$$-(0.7dfl_{us} - dfl_{ez}) = 0 \tag{4}$$

où :  $dol\_rmb$  est le taux de change nominal entre le yuan et le dollar américain  
 $dol\_eur$  est le taux de change nominal entre le dollar américain et l'euro ;  
 $dfl_{ch}$  est le déflateur du PIB chinois ;  
 $dfl_{us}$  est le déflateur du PIB américain ;  
 $dfl_{ez}$  est le déflateur du PIB de la zone euro.

Remarques :

1/ toutes les variables sont rebasées au T1 2004 et log-linéarisées ; les variables en **gras** assurent le mécanisme de correction (c'est-à-dire le retour à l'équilibre du système).

2/ l'équation (3) peut être réécrite comme l'équation (3') ci-dessous :

$$dol\_eur = 4dfl_{us} - 5dfl_{ez} - 0.33 \tag{3'}$$

3/ le taux de change (log-linéarisé) yuan/euro correspondant à la somme des taux de change (log-linéarisés) yuan/dollar et dollar/euro, il est intéressant de noter que :

$$rmb\_eur \equiv rmb\_dol + dol\_eur \tag{5}$$

si bien que la somme des équations (2) et (3') décrit la définition de cette troisième parité. En conséquence, l'équation (5) peut s'écrire comme suit :

$$rmb\_eur = 3.3dfl_{us} - 2dfl_{ch} + 2 - 4dfl_{us} + 5dfl_{ez} + 0.33$$

qui se simplifie ainsi :

$$rmb\_eur = 5dfl_{ez} - 2dfl_{ch} - 0.7dfl_{us} + 2.33 \tag{5}$$

4/ le taux de change interne Yuan/Euro (log-linéarisé) étant la somme des taux de change (log-linéarisés) Yuan/Dollar et Dollar/Euro, il convient de noter que :

$$rmb\_eur = -0.7dfl_{ch} + 2.1 + (0.7dfl_{us} - dfl_{ez})$$

$$rmb\_eur = dfl_{ez} - 0.7(dfl_{us} + dfl_{ch}) + 2.1 \tag{6}$$

**Considéré sous un autre angle, ce modèle à correction d'erreur permet de décomposer le système monétaire international en sous-systèmes cohérents de taux de change internes et externes :**

- (i) Les équations (1) et (4) représentent le taux de change interne yuan/dollar et euro/dollar, c'est-à-dire les niveaux de prix relatifs « purs » entre la Chine/les États-Unis et les États-Unis/la zone euro ;
- (ii) Les équations (2) et (3) représentent le taux de change externe des deux mêmes parités, à savoir les niveaux de prix relatifs « purs » corrigés à la marge par la parité nominale.

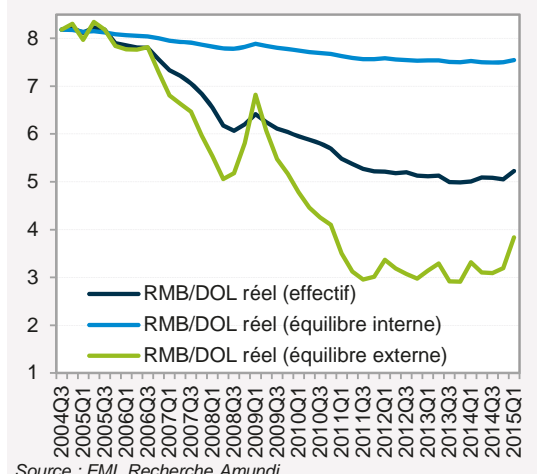
**Au final, ces équations nous montrent que (i) le dollar était surévalué par rapport au yuan et à l'euro entre 2004 et 2008 et (ii) sous-évalué ensuite.** Autrement dit, le dollar était fort contre le yuan et l'euro pendant la formation de la bulle du crédit et de l'immobilier aux États-Unis, jusqu'à ce que cet équilibre se brise entre la fin 2008 et mi/fin 2010. Depuis, le dollar est resté faible.

**À cet égard, les dévaluations du yuan en 2014 et 2015 montrent clairement que le système est à bout de souffle : la Chine ne peut plus tirer la zone euro et les États-Unis.** La raison en est simple : la déflation des salaires est probablement en train de s'installer dans la mesure où il existe une importante corrélation inversée entre le niveau des salaires et la parité yuan/dollar, voulue par la stratégie macroéconomique de la Chine au cours des dix dernières années. Cette double boucle salaires/taux de change et salaires/prix est décrite en détail dans l'article de notre mensuel d'avril 2015<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Ce système est estimé comme un Modèle vectoriel à correction d'erreur (VECM) d'ordre 1 avec les quatre vecteurs de cointégration présentés ci-dessus. Des résultats détaillés peuvent être fournis sur demande.

<sup>2</sup> Lire « La Chine sur la corde raide : tenter une stabilisation stérilisée au lieu d'une dévaluation classique » dans notre mensuel Cross Asset d'avril 2015.

**4 RMB/DOL réel (effectif et d'équilibre)**



Source : FMI, Recherche Amundi

### 3 Ralentissement de la Chine et contraction du commerce mondial : quel impact sur le PIB mondial ?

DIDIER BOROWSKI, Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Les turbulences financières du mois d'août s'expliquent par la crainte de voir la croissance mondiale chuter. Le changement de régime de change de la Chine et la communication très maladroite des autorités chinoises quant à leurs intentions réelles sont à l'origine du vent de panique qui a commencé à souffler (et souffle encore) sur les marchés financiers.

Pour certains, la précipitation des autorités chinoises révélait, en creux, (1) que le ralentissement économique chinois était beaucoup plus prononcé que prévu et (2) que les autorités locales étaient prêtes à utiliser tous les instruments à leur disposition pour stabiliser l'économie. Le thème de la « guerre de changes » est ainsi revenu sur le devant de la scène et les craintes de dévaluations en cascade ont fait vaciller de nombreuses devises asiatiques, implicitement ancrées à la devise chinoise (l'Asie est devenue en grande partie une « zone yuan »).

La Chine étant le 1<sup>er</sup> importateur mondial de matières premières, leurs cours ont chuté ce qui a entretenu la dépréciation des devises (celles des pays exportateurs de matières premières notamment). Un mini-cercle vicieux s'est ainsi mis en place, dans lequel la baisse des devises et des matières premières se sont mutuellement entretenues. L'onde de choc s'est ensuite transmise aux marchés boursiers en Asie et dans le reste du monde.

**Il est clair que la donne a changé pour de nombreux pays dans ce nouvel environnement macrofinancier** (moins de recettes chez les exportateurs de matières premières, ce qui exacerbe les contraintes budgétaires, plus d'inflation en raison de la baisse des devises et plus d'incertitude avec les sorties de capitaux et la baisse des bourses). D'autres grands pays émergents que la Chine, déjà très affaiblis, se trouvent ainsi fragilisés (Brésil, Russie). **Dans ces conditions, c'est la croissance des pays émergents prise dans son ensemble qui sera nettement plus faible que prévu en 2016.**

**En Chine, le ralentissement de l'activité dans le secteur manufacturier a commencé depuis plusieurs années mais s'est très nettement accéléré au 1<sup>er</sup> semestre 2015.<sup>1</sup> On observe parallèlement une contraction du commerce mondial au 1<sup>er</sup> semestre et ce pour la première fois depuis 2008.** La combinaison de ces deux évolutions, qui sont largement indépendantes l'une de l'autre, exacerbe les craintes d'un choc sur l'économie mondiale. Que faut-il en penser ?

**Nous nous concentrons ici sur les seuls canaux de transmission via l'économie réelle<sup>2</sup> et concluons sur deux points:** (1) le poids « réel » de l'économie chinoise dans l'économie mondiale est beaucoup plus faible que ce qui est avancé et (2) le ralentissement du commerce mondial, de nature structurelle, permettra aux économies dotées d'un solide moteur de croissance domestique de se découpler plus facilement lors de chocs externes. **Cela peut certes rassurer**

<sup>1</sup> La Chine traverse une crise de surinvestissement, liée à l'accumulation excessive de capital dans les 10 dernières années. Purger les excès de capacité prendra du temps et sera douloureux. Le secteur manufacturier sera probablement affaibli pendant plusieurs années. Nous n'aborderons pas ici la problématique de l'ajustement interne en Chine, ni des possibles relais de croissance domestiques (du côté de la consommation notamment). Nous nous concentrons sur les conséquences pour l'économie mondiale d'un ralentissement qui apparaît structurel à bien des égards. Avec le vieillissement de la population et la chute de productivité globale des facteurs, c'est en effet la croissance potentielle chinoise qui est en train de ralentir. Sans doute plus rapidement que prévu.

<sup>2</sup> Nous n'abordons pas le canal financier (contagion boursière à court terme), convaincus qu'au final - une fois passées les turbulences liées à l'incertitude - c'est l'économie réelle (croissance économique, inflation, dynamique des profits) qui jouera le rôle d'ancre pour les marchés financiers.

#### L'essentiel

**En Chine, le ralentissement industriel a commencé depuis plusieurs années mais s'est très nettement accéléré au 1<sup>er</sup> semestre. On observe parallèlement une contraction du commerce mondial au 1<sup>er</sup> semestre et ce pour la première fois depuis 2008.** La combinaison de ces deux évolutions exacerbe les craintes d'un choc sur l'économie mondiale. Que faut-il en penser ?

**Nous nous concentrons ici sur les seuls canaux de transmission via l'économie réelle et avançons:** (1) que le poids « réel » de l'économie chinoise dans l'économie mondiale est beaucoup plus faible que ce qui est avancé et (2) que le ralentissement du commerce mondial, de nature structurelle, permettra aux économies dotées d'un solide moteur de croissance domestique de se découpler du reste du monde.

Dans ces conditions, nous estimons qu'à court terme (2015-2016) la demande domestique dans les pays avancés compensera en grande partie le ralentissement de la Chine et la contraction du commerce mondial. Cette évolution « rassurante » ne doit toutefois pas occulter qu'à moyen terme, les taux de croissance (du PIB et du commerce mondial) sont en train de converger vers un rythme plus faible, probablement inférieur à 3 %.



Le commerce mondial s'est contracté au 1<sup>er</sup> semestre pour la première fois depuis 2008.



sur la dynamique de la croissance mondiale à court terme mais cela ne doit pas occulter le ralentissement généralisé qui se profile à moyen terme.

**Quel est le « poids réel » de la Chine dans l'économie mondiale ?**

Pour de nombreux observateurs, l'économie chinoise est devenue la première économie mondiale en 2014. S'il est clair que son importance n'a cessé de s'accroître au cours des 15 dernières années, le classement des économies entre elles est contestable. C'est le calcul du PIB de la Chine converti en dollar avec les « taux de change PPA » qui conduit à la conclusion que l'économie chinoise est plus importante que l'économie américaine (16,6 % du PIB mondial vs 16,1 % pour les États-Unis en 2014). Pour comprendre les enjeux, quelques éclaircissements s'imposent néanmoins sur la méthode permettant de parvenir à ce résultat (cf. encadré).

**> Comment mesurer l'importance d'une économie dans l'économie mondiale? Deux approches possibles : taux de change PPA vs taux de change courants**

Les comparaisons internationales sont rendues difficiles par le fait qu'il faut pondérer chaque économie par son « poids ». Comment estimer ce dernier ? Tout d'abord, il faut calculer un PIB mondial. Pour ce faire, il est nécessaire de convertir tous les PIB nationaux en une même unité monétaire. Mais quel taux de change retenir ? C'est là que les choses se compliquent. Si l'on retient les taux de change courants (observés), alors les fluctuations des devises (d'une année sur l'autre) peuvent conduire à des variations substantielles du poids de certaines économies sans rapport avec leur importance réelle. Pour éviter cet écueil, on privilégie donc dans les comparaisons internationales ce que l'on appelle des « poids PIB-PPA ». De quoi s'agit-il ?

Dans un premier temps, il s'agit de calculer les taux de change qui égalisent les pouvoirs d'achat entre deux monnaies (appelés « taux de change PPA »)<sup>1</sup>. Dans un deuxième temps, on convertit tous les PIB nationaux en dollars avec ces taux de change PPA, ce qui permet de calculer un PIB mondial (par agrégation de tous les PIB en dollars). Le calcul du poids d'un pays est ensuite trivial : il suffit de rapporter son PIB exprimé en dollar au PIB mondial en dollar. On appelle les poids ainsi calculés les « poids-PIB PPA ».

Pour mesurer la croissance mondiale, on dispose donc de deux approches possibles. Soit, on pondère les taux de croissance des PIB réels de chaque pays par les poids-PIB PPA, soit on les pondère par les poids PIB à taux de change courants. Le PIB mondial estimé sur la base des taux de change de marché diffère nettement de celui estimé sur la base des taux de change PPA. Il en résulte que les poids de chaque économie sont aussi très différents (cf. graphiques).

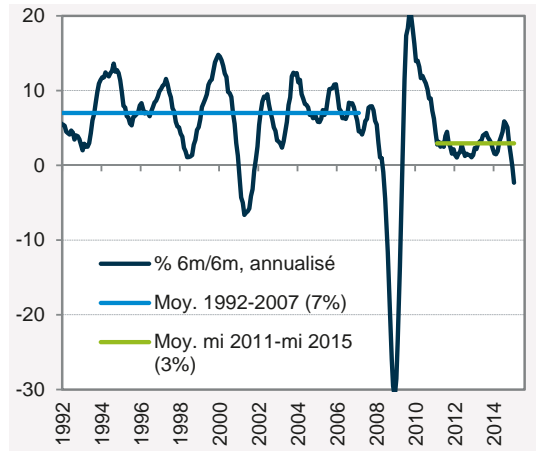
En pratique, les deux calculs ont leur utilité. Tout dépend de l'usage que l'on en fait. Les poids PIB PPA rendent sans doute mieux compte des évolutions de moyen terme (en supposant que les taux de change convergent vers leur taux de PPA) et permettent d'étudier les évolutions d'agrégats régionaux. C'est probablement la raison qui conduit le FMI à publier systématiquement deux calculs de croissance mondiale : l'un basé sur les taux de change PPA (dont la mesure est privilégiée), l'autre sur les taux de change courants.

<sup>1</sup> Ces derniers ne sont pas observables et peuvent être très différents des taux de change de marchés. Leur calcul, qui est complexe et qui nécessite des enquêtes lourdes, est effectué tous les 6 ans

Le calcul basé sur les taux de change PPA est en partie fictif ; il vise, avant tout, à assurer la comparabilité dans le temps d'agrégats régionaux ou mondiaux. En revanche, à une date donnée, on peut soutenir que ce qui compte, au final, pour l'activité mondiale (et donc pour les profits des entreprises), c'est l'importance de chaque économie estimée aux *prix courants* et aux *taux de change courants*. La même remarque est valable quand il s'agit d'estimer la contribution réelle d'une économie à la croissance ou les effets de diffusion d'un choc transitant par le commerce.

**La Chine a certes vu son poids quadruplé en 15 ans, mais en dollars courants, son poids économique reste beaucoup plus faible que celui**

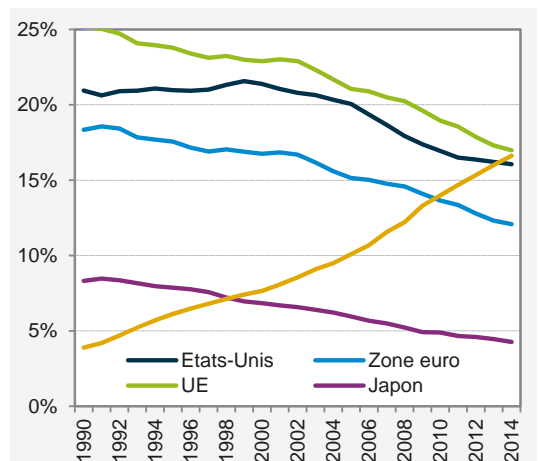
**1 Croissance du commerce mondial en volume**



Source : Datastream, Recherche Amundi

“ Le G-3 (États-Unis, UE et Japon) pèse toujours beaucoup plus que l'Asie hors Japon ”

**2 Poids dans le PIB mondial (taux de change PPA)**



Source : Banque mondiale, Recherche Amundi



des États-Unis (13,3 % vs 22,4 % en 2014). Et même si le poids du G3 (États-Unis, UE et Japon) a nettement baissé depuis 15 ans, il représente toujours plus de 50 % du PIB mondial (vs plus de 70 % en 2000)<sup>3</sup>.

L'usage de retenir les poids PIB PPA pour calculer la croissance mondiale conduit donc à surestimer la contribution de la Chine et de l'Asie émergente, et à minorer celle des pays avancés. **À court terme, les calculs aux taux de change courants traduisent sans doute beaucoup mieux les effets d'entraînement sur la conjoncture mondiale et sur les profits des entreprises.**

Sans compter que pour mesurer le rôle à l'échelle mondiale du consommateur, il faut en outre tenir compte de la part de la consommation dans le PIB (environ 40 % en Chine vs 70 % aux États-Unis). **En définitive, le « consommateur américain » pèse trois fois plus que le « consommateur chinois » (15,7 % du PIB mondial vs 5,3 %).**

### Commerce mondial: le ralentissement est structurel

Depuis plusieurs années on observe un très net ralentissement du commerce mondial, sans rapport direct avec le ralentissement observé en Chine. **Entre 1992 et 2007, la croissance du commerce mondial était près de deux fois supérieure à celle du PIB mondial (7 % vs 3,8 %). La crise financière globale de 2008 marque une rupture de tendance.** Depuis 4 ans, la croissance du commerce mondial est de 3 %, plus de moitié inférieure à ce qu'elle était au cours des 15 années qui ont précédé la crise. Le PIB mondial a ralenti mais dans une moindre mesure (3,6 %). Aujourd'hui, la croissance du commerce mondial est donc davantage en ligne avec celle du PIB mondial (proche de 3 %).

Techniquement, l'écart de croissance entre le commerce mondial et le PIB mondial signifie que l'élasticité des exportations (des importations) au PIB mondial (au PIB domestique) était très supérieure à 1 entre 1992 et 2007. Dit autrement, durant cette période chaque unité de croissance conduisait à une hausse plus élevée des flux de commerce, ce qui contribuait en définitive positivement à la croissance mondiale. **Cette période coïncide avec un mouvement d'accélération de la**

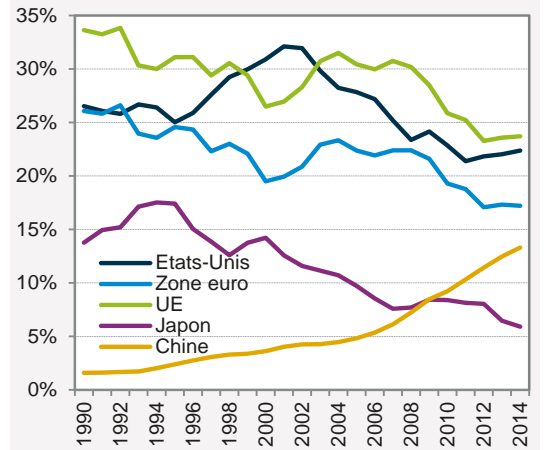
### > Ralentissement du commerce mondial: les raisons structurelles

**De nombreuses explications structurelles ont été avancées pour expliquer le ralentissement du commerce mondial observé depuis la grande crise financière de 2008.**

1. On ne peut pas expliquer, sur le plan théorique, une déformation continue du ratio commerce mondial/PIB mondial. La période durant laquelle les élasticités-revenu du commerce extérieur sont supérieures à 1 est nécessairement limitée dans le temps. C'est la période pré-crise (1990-2007) qui était anormale et non la période actuelle.
2. Les innovations technologiques passées ont temporairement dopé le commerce mondial avant 2007. La baisse de la sensibilité des échanges commerciaux à la demande globale résulterait d'un épuisement des effets des chocs technologiques et militerait en faveur d'une pause dans la fragmentation des processus de production.
3. On aurait atteint les limites organisationnelles de la fragmentation des chaînes de production. Le stress financier lié à la grande crise financière, le blocage des chaînes de productions lié à des événements extrêmes (tremblements de terre, inondations etc.) ont conduit les entreprises à reconsidérer les coûts associés à une fragmentation élevée des chaînes de production et à relocaliser certains pans de leur production.
4. Le processus d'intégration avec les pays à forte croissance (Asie) serait achevé.
5. L'accroissement tendanciel du prix des matières premières (jusqu'à une période récente) a accru les coûts de transport et diminué l'incitation à délocaliser la production vers des pays à plus faibles coûts.
6. Les politiques mercantilistes de soutien aux industries domestiques diminuent l'incitation à délocaliser la production.

<sup>3</sup> Les évolutions des devises en 2015 vont creuser l'écart entre l'Asie émergente et les économies avancées.

### 3 Poids dans le PIB mondial (taux de change courants)



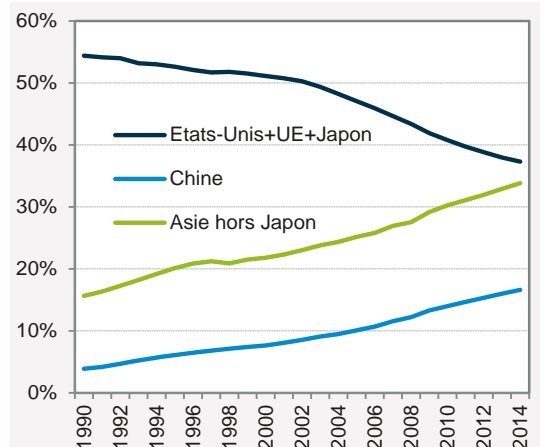
Source : Banque mondiale, Recherche Amundi



Le consommateur américain pèse trois fois plus que le consommateur chinois (15 % du PIB vs 5 %)



### 4 Poids dans le PIB mondial (taux de change PPA)



Source : Banque mondiale, Recherche Amundi



7. Les avantages comparatifs des pays à faibles coûts disparaissent à mesure qu'ils se développent (hausses de salaires) ou encore, à mesure que les coûts des processus automatisés diminuent.
8. La faiblesse de l'investissement depuis la grande crise contribue au ralentissement des dernières années. En effet, le contenu en importation des biens d'investissement est estimé deux fois supérieur à celui des biens de consommation.
9. Le commerce mondial se déplace vers de biens dont l'élasticité-revenu est plus faible.
10. À mesure que les pays à forte croissance rééquilibrent leur modèle de croissance vers la demande domestique (Chine), le contenu en import de la croissance diminue ce qui contribue à l'échelle mondiale à faire baisser la sensibilité des échanges commerciaux à la demande globale.

Ces explications ne sont pas incompatibles. Il est probable qu'elles jouent toutes un rôle à des degrés divers. On notera néanmoins que si le ralentissement du commerce mondial et celui de la croissance potentielle mondiale (ou celui de la croissance chinoise) peuvent avoir des racines communes (épuisement des gains de productivité, faiblesse de l'investissement), il y a des causes qui sont propres à l'organisation des chaînes de production et au commerce international (avantages comparatifs).

**mondialisation et de fragmentation croissante des processus de production qui semble révolue (cf. encadré).** L'évolution du commerce mondial est devenue plus neutre pour la croissance<sup>4</sup>. **Il y a là une bonne et une mauvaise nouvelle.**

**La bonne nouvelle** est que les effets de diffusion par le canal du commerce sont aujourd'hui plus faibles que par le passé (et notamment que lors de la grande crise financière de 2008). Le ralentissement chinois devrait moins peser sur la dynamique des échanges que ce que l'on pourrait craindre. La part des exportations des pays avancés vers la zone Asie - et la Chine en particulier - a certes nettement augmenté au cours des 20 dernières années (cf. graphique). Mais comme elles sont devenues moins sensibles à la croissance des pays émergents, l'impact sera au final atténué. En d'autres termes, les « multiplicateurs de commerce » chutent et la dynamique de la croissance mondiale devient (ou redevient) plus dépendante des demandes domestiques de chaque pays (ceci est vrai dans les pays avancés comme dans les pays émergents). **Dans ces conditions, les effets de redistribution exercés par la chute des matières premières sur la consommation dans les pays avancés (dans une phase où les fondamentaux domestiques sont porteurs pour la demande intérieure) peuvent aisément l'emporter sur les effets négatifs transitant par le commerce mondial.** Si cette tendance persiste, on pourrait donc assister à l'avenir à une déconnexion des cycles économiques entre pays. C'est très probablement ce qu'exprime, dans la plupart des pays (y compris en Chine), la divergence entre les enquêtes dans le secteur manufacturier (qui se dégradent) et celles dans les services (secteur par nature plus domestique) qui restent bien orientées.

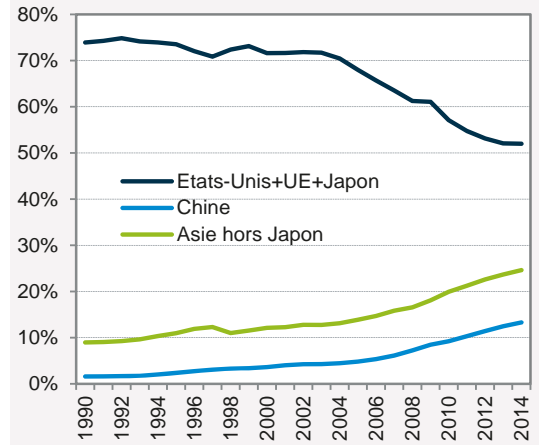
**La mauvaise nouvelle**, en revanche, est qu'il deviendra plus difficile pour une économie de stabiliser sa conjoncture en comptant sur la croissance externe (au moyen par exemple d'une dépréciation du change) ou, pour le dire autrement, plus difficile d'exporter sa déflation (ou d'importer de l'inflation) par le canal du change. Ceci va accroître la pression sur les politiques de stabilisation usuelles (budgétaires et monétaires) alors même que les degrés de liberté en la matière sont considérablement réduits (contraintes d'endettement pour les États, politiques de taux zéro des banques centrales) et où l'impact marginal d'un nouveau QE sera faible. **Les cycles économiques promettent donc d'être beaucoup plus heurtés que par le passé.**

**Conclusion**

**La bonne tenue de la demande domestique dans les pays avancés devrait compenser le ralentissement de la Chine et la contraction du commerce mondial à court terme ; mais le PIB mondial et le commerce mondial vont converger vers un rythme de croissance ralenti à moyen terme.**

<sup>4</sup> À court terme néanmoins la contraction du commerce mondial va peser sur la croissance.

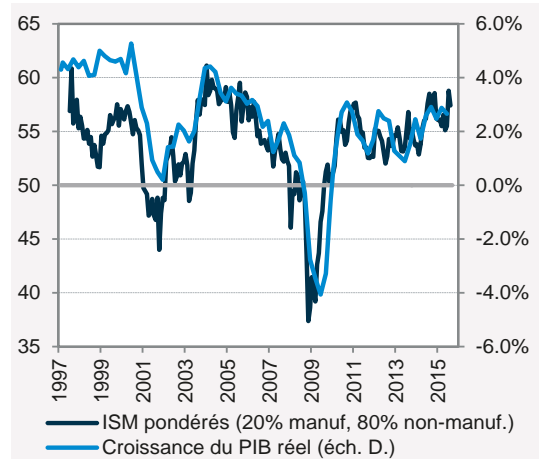
**5 Poids dans le PIB mondial (taux de change courants)**



Source : Banque mondiale, Recherche Amundi

“ Les pays sont en train de recentrer leur modèle de croissance sur la demande domestique ”

**6 US: ISM vs PIB réel (% , GA)**



Source : Datastream, Recherche Amundi

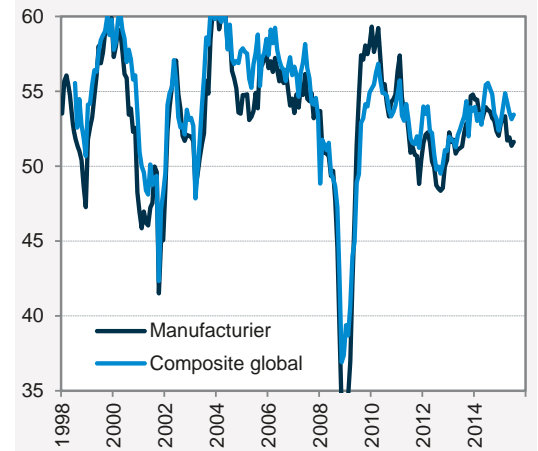


En dépit du développement rapide des économies émergentes au cours de 15 dernières années, **l'économie mondiale reste en définitive beaucoup plus dépendante de la consommation des pays avancés que de celle des pays émergents**. Le « consommateur en dernier ressort » demeure le consommateur américain et dans une moindre mesure le « consommateur européen ». C'est une bonne nouvelle à court terme en raison des puissants effets redistributifs dont vont bénéficier les consommateurs des pays avancés avec la chute des prix des matières premières. En 2015-2016, **la demande domestique dans les pays avancés devrait compenser le repli du commerce mondial et celui de la Chine**.

**En revanche, à moyen terme, le rythme d'expansion du commerce mondial va se caler sur celui de la production potentielle, à un niveau beaucoup plus faible que par le passé**. La plupart des pays voient en effet leur potentiel de croissance diminuer en raison du très net ralentissement de la productivité globale des facteurs et du vieillissement de la population (moins de croissance voire baisse de la population active). Aux États-Unis, on estime que la croissance potentielle est de l'ordre de 2 % (vs 3 % avant crise). Dans la zone euro, il est à peine supérieur à 1 % (vs 2 % avant crise). Mais c'est sans doute dans les pays émergents que le ralentissement sera le plus spectaculaire (car ils partent de plus haut). **Ceci plaide pour une lente convergence de la croissance mondiale (du PIB et du commerce) vers un niveau probablement inférieur en moyenne à 3 %**.

Alors que le FMI a récemment alerté sur le ralentissement de la croissance potentielle mondiale, il reste silencieux sur celui du commerce mondial et sur les conséquences de cette combinaison. Nous avons rapidement passé en revue les causes possibles. Les conséquences sont multiples. On se limitera à en citer trois : (1) les profits augmenteront beaucoup moins vite que par le passé (notamment pour les entreprises les plus internationalisées) – ce qui affectera la valorisation des marchés d'actions –, (2) les cycles macroéconomiques seront plus domestiques et plus volatils que par le passé, et (3) une menace de déflation ressurgira au moindre choc exogène (le cas de la Chine en 2015 en donne un parfait exemple). Dans cet environnement, les QE des banques centrales ont encore de beaux jours devant eux.

**7 Indices PMI monde (composantes production)**



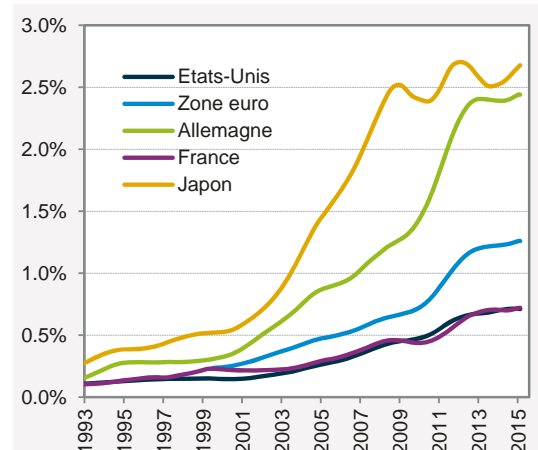
Source : Datastream, Recherche Amundi



L'économie mondiale converge vers un rythme de croissance affaibli



**8 Exportations vers la Chine (% du PIB)**



Source : Datastream, Recherche Amundi



## 4 Il ne faut pas s'attendre à une forte remontée des taux longs américains

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Depuis quelque temps, les membres du FOMC évoquent la possibilité de relever les *fed funds*, qui sont proches de zéro depuis près de sept ans. Dans ces conditions, il paraît opportun de se demander quelles conséquences cela pourrait avoir sur la courbe des taux américaine. Nous verrons notamment les raisons pour lesquelles les taux longs ne peuvent pas fortement remonter.

Étudions tout d'abord les raisons fondamentales. Le cycle de politique monétaire que nous venons de voir a été complètement atypique (voir encadré) et le prochain le sera vraisemblablement tout autant. **L'amplitude du resserrement de *fed funds* sera beaucoup plus faible que lors des cycles précédents et le resserrement sera également beaucoup plus lent.** Il y a plusieurs raisons à cela dont la principale est la forte baisse de la croissance potentielle américaine. Fin juillet, la Fed a révélé par inadvertance que ses économistes considéraient que la croissance potentielle des États-Unis tournait désormais aux alentours de 1,70 / 1,80%. **L'une des conséquences à cela est que le taux d'intérêt réel naturel – habituellement utilisé en tant que constante dans la règle de Taylor – est plus faible qu'auparavant :** plusieurs membres du FOMC, dont Janet Yellen, estiment que celui-ci serait désormais à 0 %, et non plus à 2 % comme sur le cycle précédent. Les règles de Taylor, vers lesquelles les membres du FOMC affirment revenir, indiquent que les *fed funds* ne seraient que de 1,5 % fin 2016 et 2 % fin 2017, soit des niveaux très bas. Les anticipations de marché sont, d'ailleurs, encore plus pessimistes.

**Pour la Fed, les obstacles sont nombreux :** divergence de politique monétaire alimentant l'appréciation du dollar et fragilisant la reprise, pressions déflationnistes venues de Chine (cf. texte de Nicolas Doisy dans cette publication), accélération des salaires qui tardent à se matérialiser, risques de déstabilisation du marché boursier... Autrement dit, **il est probable que le cycle de resserrement de *fed funds* soit d'une ampleur encore plus limitée que ce qui est actuellement envisagé par la Fed.**

Il est utile d'avoir en tête que les taux longs sont généralement au niveau des *fed funds* en fin de cycle monétaire. En imaginant que le taux terminal des *fed funds* lors du cycle à venir soit de 2 %, ou pire de 1 %, cela voudrait dire que les taux longs américains sont déjà relativement élevés. La courbe des taux devrait s'aplatir, par le biais d'une remontée de la partie courte.

**Les facteurs techniques pourraient jouer un rôle décisif sur les trimestres à venir.** Sur les 2480 Mds\$ d'obligations du Trésor détenues par la Fed, 232 arriveront à maturité en 2016, dont 92 Mds entre février et avril 2016. Que fera la Fed à ce moment-là ? Lors du FOMC de septembre 2014, la Fed avait expliqué :

- Qu'elle réduirait ses détentions de titres d'une manière graduelle et prévisible en cessant de réinvestir les titres arrivant à maturité.
- Qu'elle cesserait de réinvestir les titres arrivant à échéance après avoir commencé à remonter les *fed funds* et que le timing dépendrait de l'évolution des perspectives économiques et des conditions économiques et financières.
- Qu'elle ne prévoit pas de vendre des MBS.

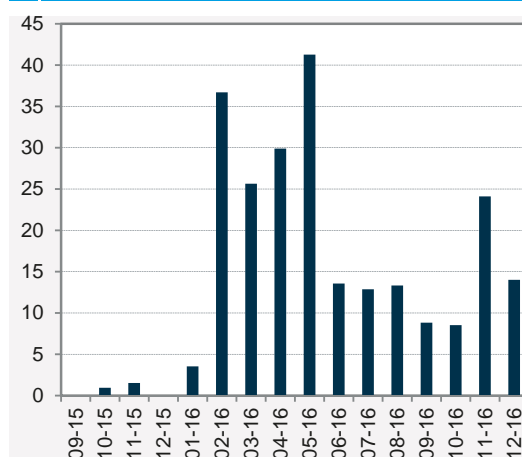
Théoriquement, l'arrêt des réinvestissements de titres du Trésor par la Fed devrait avoir un effet haussier sur les taux longs puisqu'il ferait grossir l'offre de titres du Trésor disponible pour les investisseurs. Par exemple, le Trésor rembourse 37 Mds\$ à la Fed en février alors que les émissions nettes de titres de maturité longue sont actuellement d'environ 50 Mds : dans le cas d'un réinvestissement, l'offre nette pour les investisseurs serait d'environ 50 Mds alors que dans le cas d'un non-réinvestissement, l'offre nette pour les investisseurs serait de 87 Mds. Cela dit, à en juger par les atermoiements des membres du FOMC rien qu'en ce qui concerne la première hausse de *fed funds*, mais aussi par la faiblesse chronique de l'inflation et des salaires (dont l'accélération est censée assurer une remontée de l'inflation vers la cible de 2 %), **il est très vraisemblable que**

### L'essentiel

**La Fed devrait débiter prochainement son cycle de resserrement de *fed funds* et les projecteurs sont donc braqués sur le marché obligataire américain.**

Pourtant, les taux longs américains n'ont qu'un potentiel de hausse limité, notamment car le cycle de resserrement des *fed funds* sera d'une ampleur très limitée. Par ailleurs, il est peu probable que la Fed cesse de réinvestir rapidement les titres du Trésor arrivant à échéance qu'elle détient.

1 Titres du Trésor détenus par la Fed arrivant à échéance (Mds\$)



Source : New York Fed, Recherche Amundi



Il est probable que le cycle de resserrement de *fed funds* soit d'une ampleur encore plus limitée que ce qui est actuellement envisagé par la Fed



**la Fed prend son temps pour cesser de réinvestir les obligations arrivant à échéance et que cela n'arrive pas avant au moins le second semestre de l'année 2016.** Lors d'un discours le 5 juin, William Dudley, président de la Fed de New York, avait indiqué que, selon lui, le non-réinvestissement des titres ne devrait commencer qu'une fois les *fed funds* ayant atteint un « niveau raisonnable ». Étant donné la lenteur du cycle de resserrement qui s'annonce, **nous pouvons donc être raisonnablement confiants sur le fait que la Fed réinvestisse ses titres arrivant à échéance pendant un bon moment.**

Cela dit, les facteurs techniques jouant un rôle plus prépondérant qu'auparavant ne se limitent pas qu'à la Fed. Comme nous l'avons vu pendant la décennie 2000 avec le fameux « conundrum » (expression d'Alan Greenspan) à propos de la faiblesse « inexplicable » des taux longs américains, en réalité expliqué par les achats massifs de titres du Trésor par les banques centrales asiatiques, l'intervention du secteur officiel étranger peut avoir des effets très importants sur le marché obligataire. En particulier, la Chine détient plus de 1 200 Mds \$ de titres du Trésor. Sur les derniers mois, la PBoC a vendu des montants importants de titres du Trésor pour empêcher une dépréciation trop importante du yuan face au dollar (les sorties de capitaux ont été supérieures à 800 Mds \$ sur les douze derniers mois). Toutefois, si la PBoC devrait continuer à vendre des titres du Trésor, la gestion de la détention de titres du Trésor par la PBoC revêt un caractère relativement imprévisible et il est difficilement imaginable que les autorités chinoises liquident rapidement cette richesse nationale.

Par ailleurs, les investisseurs internationaux sortent en net des marchés obligataires européens depuis déjà plusieurs trimestres, notamment à cause de la faiblesse des rendements (parfois négatifs) en Europe, pour être réalloués en partie sur les marchés obligataires américains, offrant des rendements plus intéressants. Cela pèse également sur les taux longs.

**En conclusion, les taux longs américains ne devraient pas remonter fortement, même si la Fed entame son cycle de resserrement monétaire.**

**> Un cycle de politique monétaire atypique**

Depuis quelque temps, les membres du FOMC évoquent la possibilité de relever les *fed funds*, qui sont à 0,25 % depuis décembre 2008, soit près de sept ans. Rappelons quelques éléments d'histoire. À l'époque, la crise immobilière et la faillite de la banque Lehman Brothers avaient précipité la plus grave crise économique et financière de l'après-guerre, avec d'importantes répercussions au niveau mondial. Aux États-Unis, près de 9 millions d'emplois avaient été détruits et le taux de chômage aux États-Unis avait grimpé à 10 % (niveaux inobservés depuis 1983). La sévérité de la crise avait amené la Fed à baisser les *fed funds* de 2 % juste avant la faillite de Lehman Brothers (septembre 2008) à 0,25 % quelques mois plus tard puis à lancer plusieurs plans d'achats d'actifs afin de favoriser la reprise.

Petit à petit, et à un rythme qui n'est guère impressionnant, l'économie américaine s'est relevée de la Grande Récession et le taux de chômage a baissé de façon continue pour atteindre 5,1 % en août 2015. Environ 12 millions d'emplois ont été créés depuis le début de l'année 2010. Le taux de chômage étant désormais proche de son niveau d'équilibre (aux alentours de 5 % selon les membres du FOMC), en deçà duquel des pressions salariales puis des pressions inflationnistes sont censées se matérialiser. La Fed a arrêté progressivement ses achats de titres en 2014 (politique non-conventionnelle) et il se pose désormais la question de la remontée des taux directeurs (politique conventionnelle).

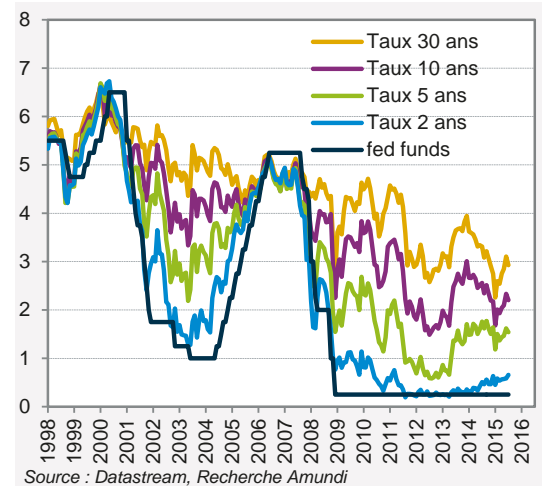
Au-delà des achats de titres (qui ont déjà été largement commentés dans cette publication), le cycle de politique monétaire aura aussi été atypique dans le sens où, contrairement aux dernières décennies, les *fed funds* n'ont pas été en phase avec le cycle économique, à cause de la contrainte de positivité des taux directeurs. Les *fed funds* ont traditionnellement été en phase avec l'investissement des entreprises pris en % du PIB. Ce lien a été rompu sur les dernières années, le taux d'investissement des entreprises ayant remonté depuis 2010, à des niveaux restant plus bas qu'avant la crise, alors que les *fed funds* sont restés à zéro. L'explication réside dans le fait que des taux d'intérêt très bas ont été insuffisants pour soutenir la demande, bien plus faible qu'auparavant.



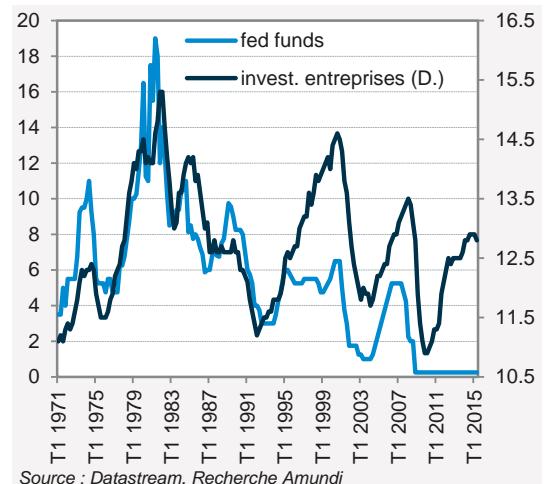
il est très vraisemblable que la Fed prend son temps pour cesser de réinvestir les titres qu'elle détient arrivant à échéance



**2 États-Unis: fed funds et rendements obligataires**



**3 États-Unis: fed funds vs investissement des entreprises en % du PIB**



## 5 Dette grecque : mythes et réalités

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

Pour faire simple, depuis 2009, la Grèce, c'est 7 ans de crise, 9 plans d'austérité, 4 gouvernements, 3 plans d'aide internationale, et 3 plans d'allègement de la dette. C'est également 6 nouveaux instruments de politique « monétaire » plutôt non conventionnels (SMP, LTRO, TLTRO, OMT, ABSPP et CBPP), et la création graduelle d'un dispositif anti-contagion à la disposition de la BCE.

Depuis 2009<sup>1</sup>, toutes les négociations entre la Grèce et ses créanciers ont donc porté sur les réformes structurelles, des plans d'aide, la recapitalisation des banques, mais aussi sur la dette publique et le service de la dette. La question de la solvabilité de la Grèce se pose réellement, et avec la forte récession (en fait, la Grèce connaît une sévère dépression, l'une des plus sévères depuis le XIX<sup>e</sup> siècle), l'austérité budgétaire, et la faible capacité de collecte d'impôts notamment, il y a peu de chance de voir la situation s'améliorer sans une aide extérieure importante. Selon les données d'Eurostat, le PIB de la Grèce aurait ainsi reculé de plus de 37 % entre 2008 et 2014, et le taux de chômage serait passé de 7 % à plus de 26 %. Certains pensent également que le poids de la dette est trop fort et que le service de la dette pèse sur l'action de l'État. Qu'en est-il exactement ? De nombreuses questions appellent à une clarification.

### La dette grecque est-elle soutenable ? Comment évalue-t-on la soutenabilité d'une dette ?

La capacité à rembourser une dette dépend de la croissance potentielle, du taux d'intérêt (effectif et d'équilibre), de la capacité à dégager des excédents primaires (excédents budgétaires hors service de la dette)... Pour définir la soutenabilité, on a coutume d'utiliser trois critères additionnels :

- **La dette est-elle acceptable ?** Force-t-elle un pays à mener une politique économique qui « détruit » croissance et emplois ? La dette entraîne-t-elle des mesures qui ne sont plus acceptées par les populations ? Le service de la dette devient-il prohibitif ?
- **La dette est-elle facile à financer ?** Le pays a-t-il encore accès au marché des capitaux ? Le financement de sa dette se dégrade-t-il ? Le niveau des taux et le déroulement des adjudications entraînent-ils un changement radical dans l'origine des acheteurs des obligations d'État ? Assiste-t-on à un retrait des investisseurs non-résidents ?
- **La dette est-elle réversible ?** Le niveau de la dette est-il maîtrisable ? Comment évoluent le stock de dette et le ratio dette/PIB ? Quid de la qualité de la gouvernance ?

Au regard des critères évoqués ci-dessus, tout le monde s'accorde à reconnaître que la dette publique grecque est excessive et insoutenable – ce qui signifie que le pays est en incapacité de la payer, et ce même s'il est en surplus primaire. En fait, il faudrait, pour rembourser la dette, que l'État dégager un excédent primaire de 4,5 % du PIB durant une très longue période, et c'est ce que « demandait » la Troïka, d'où les réformes souhaitées. S'agissant de la nécessité de l'alléger, les avis sont partagés : la Grèce le souhaite, la France était prête à l'accepter, mais l'Allemagne, ainsi que des pays comme l'Autriche ou la Finlande y sont farouchement opposés. Christine Lagarde, a affirmé qu'une restructuration de la dette est néanmoins « *nécessaire, afin que la Grèce ait une dette viable* ». Dans le même temps, La chancelière allemande Angela Merkel rappelait son hostilité à une réduction de cette dette. Quant au ministre des finances Schauble, il considère que « *si le FMI pense qu'une restructuration est nécessaire, il doit avoir raison* ». Où en était-on exactement en matière de dette, la veille des négociations ?

**Quel est le montant de la dette grecque ?** Rappelons que la Grèce doit rembourser le FMI et les pays européens, ainsi que des dettes émises,

### L'essentiel

Pour faire simple, depuis 2009, la Grèce, c'est 7 ans de crise, 9 plans d'austérité, 4 gouvernements, 3 plans d'aide internationale, et 3 plans d'allègement de la dette. Depuis le début de la crise, toutes les négociations entre la Grèce et ses créanciers ont porté sur les réformes structurelles, des plans d'aide, la recapitalisation des banques, mais aussi sur la dette publique et le service de la dette. La question de la solvabilité de la Grèce se pose réellement, et avec la forte récession, l'austérité budgétaire, et la faible capacité de collecte d'impôts notamment, il y a peu de chance de voir la situation s'améliorer sans une aide extérieure importante.

Le poids de la dette est également trop fort et le service de la dette pèse sur l'action de l'État. L'adoption du récent plan de sauvetage a une conséquence importante : il n'est plus question de s'interroger sur la capacité de la Grèce à remplir ses engagements immédiats (remboursements des échéances au FMI, à la BCE et autres prêteurs ou échéances obligataires). En revanche, il est désormais question de surveillance, de mise en application des réformes promises... Quatre échéances seront suivies de près. 1) Le résultat des élections générales (sans doute le 20 septembre) qui forceront A. Tsipras à constituer une nouvelle coalition. 2) Après l'été, la BCE et le MSU (Mécanisme de Surveillance Unique des banques) évalueront les besoins de recapitalisation et les réformes nécessaires au secteur bancaire. 3) Fin 2015/début 2016, aura lieu la première revue de l'économie grecque dans le cadre du MoU (Memorandum of Understanding) négocié entre la Grèce et les institutions prêteuses au mois d'août. 4) Début 2016, débiteront vraisemblablement les négociations en vue d'alléger la dette grecque. Il sera question de taux d'intérêt, d'allongement de maturités et de période de grâce sur les taux d'intérêt... pas d'effacement de dette.

<sup>(1)</sup> Pour une chronologie détaillée de la crise grecque, voir notre site internet de recherche [www.research-center.amundi.com](http://www.research-center.amundi.com)

notamment en yen. Elle doit rembourser les deux précédents plans de sauvetage (2010 et 2012), dont le total est de 220 Mds €. La dette grecque est détenue à 80 % par les institutions publiques, pour un montant de 252 Mds € : 52,5 Mds € de prêts bilatéraux, 142 Mds € d'emprunts au FESF/MES, 32 Mds € de prêts du FMI, 52,5 Mds € de prêts bilatéraux européens depuis 2010, et 25 Mds € auprès de la BCE. L'essentiel étant encore à rembourser. La Grèce doit ainsi 56 Mds € à l'Allemagne, 42 Mds € à la France (soit 700 euros par habitant), 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. Elle était de 171 % en 2011, avant la réduction de la dette. En 2012, la Grèce avait « bénéficié » de l'une des plus importantes opérations de réduction de dette au monde, de l'ordre d'une centaine de milliards d'euros : les investisseurs privés avaient été mis à contribution, avec des pertes allant de 60 % à 75 %. Malgré cette opération de grande ampleur, la dette publique grecque, en pourcentage du PIB, n'a pas baissé durablement, la chute du PIB compensant rapidement cette réduction de dette.

**À quoi a servi l'aide à la Grèce ?** On estime que 81 Mds € ont été utilisés pour rembourser la dette publique, 36 Mds € pour des paiements d'intérêt, 12,9 Mds € pour des remboursements au FMI, et 37 Mds € pour recapitaliser le système bancaire. En somme 170 Mds € ont servi à « remettre à flot » la Grèce, pas à relancer son économie. Cette remise à flot a quand même permis à la Grèce d'assurer son financement à court terme.

**La dette de la Grèce par rapport aux pays cœur de la zone euro, est-elle vraiment déraisonnable ?** Faisons une simple comparaison entre les pays comme l'Allemagne ou la France et la Grèce. Les dépenses publiques par ménage sont de 19 250 € en Allemagne, 22 500 € en France, et de 8 275 € en Grèce. Les recettes par ménage sont de 19 550 € en Allemagne, 20 950 € en France, et 7 680 € en Grèce. Ce qui frappe au regard de ces chiffres, c'est le déficit entre recettes et dépenses en Grèce. Au total, la dette par ménage est de 32 640 € en Allemagne, de 37 300 € en France et de 31 940 € en Grèce. Plus que les montants, c'est bien la capacité à rembourser qui fait défaut en Grèce : déficit de croissance, faible capacité de collecte d'impôts, écart entre dépenses – recettes trop élevées...

**La charge de la dette grève-t-elle l'action de l'État ?** Absolument pas, car ce serait passer sous silence ou sous-estimer tous les avantages obtenus par la Grèce sur le paiement des intérêts, tant sur les prêts du MES que des prêts bilatéraux. La BCE elle-même paye son écot.

- **Qu'en est-il des prêts du MES ?** Il faut rappeler que la Grèce ne paie pas d'intérêt sur les 141,8 Mds € prêtés par le MES : en novembre 2012, elle a obtenu un moratoire de dix ans (et la durée des prêts est passée à 32 ans). Autrement dit, c'est partir de 2023 que la Grèce commencera à payer les intérêts aux taux auxquels le MES a emprunté, soit 1,5 % en moyenne, une somme à laquelle s'ajouteront les dix ans d'intérêts non payés entre 2013 et 2023. Dans une de ses conférences, Klaus Regling, le président du MES, estimait que l'avantage accordé à la Grèce représentait 8,6 mds € par an, soit plus de 4 % du PIB grec. Ajoutons enfin que la Grèce devra rembourser le capital en 2045.

- **Qu'en est-il des prêts bilatéraux des pays de la zone euro ?** Ces prêts ont été accordés en 2010. Ils totalisent 52,5 Mds € : 15,17 Mds € pour l'Allemagne, 11,39 Mds € pour la France, 10,01 Mds € pour l'Italie, 6,65 Mds € pour l'Espagne, 3,19 Mds € pour les Pays-Bas, 1,94 Md € pour la Belgique, 1,55 Md € pour l'Autriche, 1,10 Md € pour le Portugal, 1 Md € pour la Finlande, 0,35 Md € pour l'Irlande, 0,24 Md € pour la Slovénie, 0,14 Md € pour le Luxembourg, 0,11 Md € pour Chypre et 0,05 Md € pour Malte. En 2012, la maturité de ces prêts a été également étendue, et ils sont désormais contractés pour 30 ans. Un moratoire de dix ans sur le paiement des intérêts a par ailleurs été accordé. Enfin, les taux d'intérêt de ces prêts ont été réduits plusieurs fois, et ils sont désormais à 50 pb au-dessus de ceux du marché.

“ La dette grecque est-elle soutenable, facile à financer, et réversible ? ”

“ La dette publique grecque, en pourcentage du PIB, n'a pas baissé durablement, la chute du PIB compensant rapidement les opérations de réduction de dette ”

“ La Grèce a obtenu de gros avantages sur le paiement des intérêts ”



• **Qu'en est-il des prêts de la BCE ?** Il faut rappeler que la BCE ne fait pas de bénéfice sur les obligations qu'elle a achetées. Elle reverse en effet à la Grèce l'intégralité des intérêts perçus et les éventuelles plus-values. Autrement dit, la Grèce ne rembourse que le prix payé à l'achat par la BCE.

Grâce à ces mesures, la charge de la dette représentait, en début d'année, moins de 3 % du PIB, à comparer au Portugal (5 %), l'Italie (un peu plus de 4,5 %), l'Irlande (4 %), la France (2,2 %) ou encore l'Allemagne (1,9 %). Au total, la charge de la dette grecque se résume aux créances détenues par la BCE, le FMI et les quelques créanciers privés. Les créanciers ont accordé à la Grèce des avantages considérables, c'est un fait. Mais force est de reconnaître que cela n'est pas suffisant : en 2015, la Grèce fait face à une montagne de remboursements de Bons du Trésor, d'obligations et de prêts (près de € 38 Mds)... et au cours des 10 prochaines années, en plus des remboursements annuels du même type, entre €6 Mds et €7 Mds en moyenne par an, la Grèce devra rembourser 48,5 Mds de capital (27 à la BCE et 21,5 au FMI) et 7,3 Mds d'intérêts (5,2 à la BCE et 2,1 au FMI). Difficile de ne pas miser sur de nouveaux gestes de la part des créanciers. Ce n'est donc certainement pas la charge de la dette qui pénalise la Grèce et gêne l'action de l'État. A noter toutefois, pour nuancer ces propos, que même si la charge de la dette ne semble pas exorbitante, la dette n'est pas soutenable. Le FMI estimait, en 2014, que pour que la Grèce atteigne un ratio dette/PIB de 120 % en 2022 (un ratio généralement considéré — sans aucun doute avec excès — comme critique pour la soutenabilité), il faudrait un surplus primaire de 3 % du PIB en 2015 et de 4 % les années suivantes. Il faudrait aussi que les exportations progressent de 4 % environ par an, et que l'investissement progresse de 10 % à 14 % au cours des 3 prochaines années, puis de 7 % par an ensuite... tout ceci serait susceptible de générer une croissance du PIB de 3,5 % environ d'ici à 2019, et de 2 % ensuite, en « rythme de croisière ». On est bien loin de tout cela. C'est pour cela que le thème de la réduction de dette fait régulièrement surface.

**Que représenterait une réduction de dette supplémentaire de 100 Mds d'euros ?** Rappelons qu'un allègement de la dette grecque de 100 Mds, cela représente environ 1 % de la dette publique de la zone euro. Autant dire que cela n'entraînerait pas la zone euro en récession, car cela coûterait environ 300 euros par habitant de la zone euro. Une telle opération sur 50 ans, cela représenterait une charge d'environ 10 euros par an et par foyer. Le seul problème – de taille -, c'est que les traités interdisent le défaut ou la réduction de dette à l'intérieur de la zone euro, cela étant jugé comme un financement entre États membres... et c'est pour cela que le thème de la sortie de la Grèce de la zone euro fait régulièrement surface.

**Effacer la dette ou sortir de l'UEM: que doit-on préférer ?** Il vaut mieux effacer de la dette en conservant la Grèce dans l'UEM que subir un inévitable défaut de paiement d'une Grèce qui sortirait de l'UEM. Les montants ne seraient pas les mêmes : dans le premier cas, il est aisé de maîtriser les paramètres, alors que dans le second cas, les effets indirects sont largement imprévisibles : effets de contagion, impacts géopolitiques, immigration... devrait-on multiplier le coût par 2, par 3, voire plus ? Nul ne peut vraiment répondre à une telle question.

**Quel est l'échéancier des négociations sur la dette grecque ?** L'adoption du troisième plan de sauvetage, le 11 août dernier, a une conséquence importante : il n'est plus question de s'interroger sur la capacité de la Grèce à remplir ses engagements immédiats (remboursements des échéances au FMI, à la BCE et autres prêteurs ou échéances obligataires). En revanche, il est désormais question de surveillance, de mise en application des réformes promises... Quatre échéances seront suivies de près par les marchés financiers.

• Le 20 septembre (très probablement) auront lieu les élections anticipées. Bien qu'une victoire d'Alexis Tsipras soit probable, la composition de son gouvernement est encore incertaine. Il est confronté au départ de nombreux membres de son parti (les plus radicaux se sont opposés au plan de sauvetage, puis à la tenue de nouvelles élections anticipées...), et un nouveau parti de gauche (l'Unité populaire, parti dirigé par Panagiotis Lafazanis, ancien ministre de l'Énergie) a même été tout récemment créé. Alexis Tsipras aura du mal à obtenir une majorité parlementaire s'il ne compte

“ La Grèce fait face, en 2015, à une montagne de remboursements de bons du Trésor, d'obligations et de prêts ”

“ Il vaut mieux effacer de la dette en conservant la Grèce dans l'UEM que subir un inévitable défaut de paiement d'une Grèce qui sortirait de l'UEM ”

“ La grande incertitude sur la capacité de la Grèce à respecter les objectifs quantitatifs demeure ”

que sur les députés restants de Syriza. Il devra donc former une coalition, soit avec les Grecs indépendants, son partenaire actuel — si ceux-ci sont (suffisamment) représentés au nouveau parlement, soit avec les principaux partis de centre-droit (Nouvelle Démocratie) et du centre (Potami et PASOK), des partis « d'opposition ».

- Après l'été, la BCE et le MSU (Mécanisme de Surveillance Unique des banques, dirigé par la BCE) expertiseront les banques grecques en vue d'évaluer les besoins de recapitalisation et les réformes nécessaires à ce secteur.
- Fin 2015/début 2016, aura lieu la première revue de l'économie grecque dans le cadre du MoU (Memorandum of Understanding) négocié entre la Grèce et les institutions prêteuses au mois d'août.
- Début 2016, et uniquement si la première revue s'est bien déroulée, débiteront vraisemblablement les négociations en vue d'alléger la dette grecque. Il sera question de taux d'intérêt, d'allongement de maturités et de période de grâce sur les taux d'intérêt. La grande incertitude sur la capacité de la Grèce à respecter les objectifs quantitatifs demeure. Nul doute que de nouvelles tensions entre la Grèce et ses créanciers reviendront au premier plan.



Nul doute que de nouvelles tensions entre la Grèce et ses créanciers reviendront au premier plan

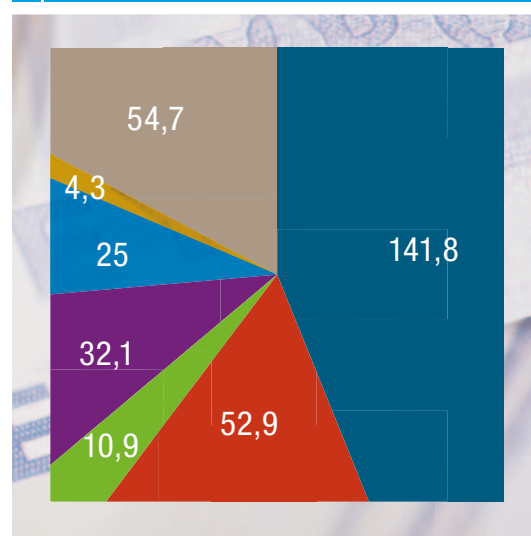


### Grèce : aides publiques de la zone euro (Mds d'euros) avant le troisième plan d'aide

	FESF	Prêts bilatéraux	Total
Allemagne	41,3	15,2	56,5
France	31,0	11,4	42,4
Italie	27,3	10,0	37,3
Espagne	18,1	6,7	24,8
Pays-Bas	8,7	3,2	11,9
Belgique	5,3	1,9	7,2
Autriche	4,2	1,6	5,8
Finlande	2,7	1,0	3,7
Slovaquie	1,5	0,0	1,5
Portugal	0,0	1,1	1,1
Luxembourg	0,4	0,1	0,5
Estonie	0,4	0,0	0,4
Irlande	0,0	0,3	0,3
Malte	0,1	0,1	0,2
Chypre	0,0	0,1	0,1
Grèce	0,0	0,0	0,0
<b>TOTAL</b>	<b>141,9</b>	<b>52,9</b>	<b>194,8</b>

Créanciers	Montants (Mds d'euros)
<b>Créanciers publics</b>	<b>251,5</b>
Mécanisme Européen de Stabilité	141,8
Pays de la zone euro	52,9
FMI	31,8
BCE	25,0
<b>Créanciers privés</b>	<b>69,5</b>
Banques allemandes	19,0
Banques britanniques	18,0
Banques françaises	3,0
Autres	29,5
<b>TOTAL</b>	<b>321</b>

### 1 Qui détient la dette grecque ?



- EFSF
- Prêts bilatéraux
- Banques grecques
- FMI
- BCE
- Banque centrale grecque
- Autres

**Deette totale : 321,7 mds d'euros**

## > Chronologie d'une crise

(en gris ce qui concerne directement la Grèce, et en bleu les mesures prises par la BCE pour atténuer les effets néfastes de la crise)

<b>Automne 2009</b>	Premier programme d'austérité.
<b>Juillet 2009 – juin 2010</b>	La BCE effectue son premier programme d'achat d'obligations sécurisées (« covered bonds »), avec un objectif (atteint) de 60 milliards d'euros pour le CBPP1.
<b>3 mars 2010</b>	Deuxième programme d'austérité (4,8 milliards d'euros).
<b>2 mai 2010</b>	Premier plan d'aide international de 110 milliards d'euros.
<b>6 mai 2010</b>	Troisième programme d'austérité (30 milliards d'euros).
<b>10 mai 2010</b>	Le programme SMP (Securities Markets Programme) de la BCE, qui lui permet d'acheter des obligations d'État) est effectif.
<b>Novembre 2011 – octobre 2012</b>	La BCE effectue son deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées (« covered bonds »), avec un objectif de 40 milliards d'euros pour le CBPP2 (16 milliards réalisés).
<b>Juin 2011</b>	Quatrième programme d'austérité (28,4 milliards d'euros).
<b>20 juillet 2011</b>	Ébauche d'un deuxième plan d'aide international (158 milliards d'euros).
<b>21 septembre 2011</b>	Cinquième programme d'austérité (7,5 milliards d'euros).
<b>27 octobre 2011</b>	Effacement d'une partie de la dette grecque Les créances sont réduites de 50 % (soit 100 milliards d'euros sur un endettement total de 350 milliards d'euros) et 30 milliards sont accordés aux banques les plus concernées. De nouveaux prêts internationaux, à hauteur de 100 milliards d'euros, sont également octroyés à Athènes (remplaçant le programme de 109 milliards d'euros décidé en juillet 2011).
<b>Novembre 2011</b>	Papandréou annonce un référendum, y renonce devant l'opposition et démissionne. L'ancien gouverneur de la Banque centrale grecque, Lucas Papademos, devient premier ministre.
<b>Décembre 2011</b>	La BCE met en place le premier LTRO (Long Term Refinancing Operations), prêts à long terme (trois ans) destinés aux banques de la zone euro.
<b>Décembre 2011</b>	La BCE met en place le second LTRO (Long Term Refinancing Operations), ce qui porte le total de ce programme à 1 000 milliards d'euros.
<b>13 février 2012</b>	Sixième programme d'austérité (350 millions d'euros).
<b>21 février 2012</b>	Deuxième plan d'aide international (238 milliards d'euros).
<b>17 juin 2012</b>	Antonis Samaras (droite) forme une coalition avec la gauche.
<b>6 septembre 2012</b>	La BCE annonce la création des OMT (Outright Monetary Transactions) devant permettre les achats directs – sous certaines conditions – des obligations d'État de la zone euro. Ce programme met fin au SMP. Jugé illégal par certains membres (dont l'Allemagne), il n'est pas mis en place. Le 14 janvier 2015, ce programme est néanmoins validé.
<b>7 novembre 2012</b>	Septième programme d'austérité (18 milliards d'euros).
<b>26 novembre 2012</b>	Nouveau plan d'allègement de la dette de 40 milliards d'euros.
<b>Janvier 2013</b>	Huitième programme d'austérité (2,5 milliards d'euros).
<b>5 juin 2014</b>	La BCE annonce, pour la première fois, un taux négatif sur les liquidités détenues par les banques pour pousser les banques vers le crédit.
<b>5 juin 2014</b>	Annnonce du programme de TLTRO (Targeted Longer Term Refinancing Operations), un système de prêts conditionnels à long terme (4 ans) destinés aux banques pour relancer le crédit aux PME.
<b>1<sup>er</sup> septembre 2014</b>	Mario Draghi annonce qu'il souhaite que le bilan de la BCE revienne à son niveau de 2012, soit une expansion de 700 milliards à 1000 milliards d'euros (+50 %).
<b>4 septembre 2014</b>	La BCE annonce le lancement d'un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées (« covered bonds »). Début du CBPP3 en octobre, durée 2 ans minimum.
<b>Novembre 2014</b>	La BCE annonce le lancement d'un programme d'achat de titres adossés à des actifs (ABS) pour fluidifier le crédit en zone euro et relancer l'économie. Début du ABSPP une fois les partenaires externes sélectionnés, durée 2 ans minimum.
<b>26 janvier 2015</b>	Vainqueur des élections, la gauche radicale Syriza porte Alexis Tsipras au pouvoir.
<b>26 juin 2015</b>	Après l'ultimatum des créanciers, Tsipras annonce un référendum et ferme les banques.
<b>5 juillet 2015</b>	Les Grecs se prononcent à 61 % contre la proposition formulée par les créanciers.
<b>16 juillet 2015</b>	Neuvième programme d'austérité.
<b>11 août 2015</b>	Troisième plan d'aide international (85 milliards d'euros).



## 6 Évaluation du cycle du crédit : où en sommes-nous ?

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique – Milan*

### Dette, levier, et indicateurs de crédit : cycle actuel vs deux cycles précédents

#### Définition du cycle de crédit

La plupart de nos lecteurs sont familiers avec les différentes phases du cycle de crédit et avec les relations qu'elles entretiennent avec les phases macroéconomiques. En un mot, le cycle de crédit suit l'expansion et la contraction du levier financier des entreprises dans le temps. Pour l'investisseur, le cycle de crédit est intéressant car, en tant que déterminant final des indicateurs de crédit, il a tendance à devancer dans le temps les tendances des *spreads* de crédit. Il permet également de mieux comprendre pourquoi le crédit joue généralement le rôle d'indicateur avancé des points d'inflexion des marchés actions.

Comme la notion de crédit fait référence à la capacité des entreprises à rembourser leurs dettes, elle est intimement liée aux flux de bénéfices et au montant que représente leur dette. Commençons par le marché du crédit américain qui, s'agissant du cycle macro, présente un historique bien plus long que son homologue européen. La croissance des bénéfices a tendance à précéder la croissance de la dette, alors que les bénéfices sont plus volatils que la dette, notamment à la baisse. Ainsi, la croissance combinée de la dette et des bénéfices des entreprises précède l'évolution des *spreads* de crédit lors des cycles à long terme. Au cours des dernières décennies, les taux de croissance relatifs de ces deux variables ont entretenu une relation récurrente. Au cours des 40 dernières années (marquées par 7 récessions), l'écart entre la croissance de la dette et la croissance des bénéfices a atteint un pic, en moyenne, neuf mois avant les pics des *spreads* de crédit.

Les quatre phases « classiques » permettent d'expliquer plus facilement le lien entre les cycles micro et macro. Nous indiquons pour chaque phase le comportement habituel des obligations d'entreprise et des actions :

**Phase A : reprise macro et réduction de la dette des entreprises.** Du fait de la stabilisation des perspectives macroéconomiques, les entreprises cherchent à se désendetter. La croissance des bénéfices redémarre après avoir atteint un plancher, tandis que la croissance de la dette ralentit, les entreprises préférant se désendetter et renforcer leur bilan. Toutes ces mesures sont favorables aux porteurs d'obligations. Au début de cette phase de rétablissement, les obligations ont tendance à surperformer les actions.

**Phase B : expansion macro et reprise micro.** La reprise économique accélère, et les conditions de crédit s'assouplissent. Les bilans des entreprises se renforcent. Les bénéfices sont soutenus et continuent à augmenter plus vite que la dette. Les obligations d'entreprise et les actions enregistrent des performances solides.

**Phase C : croissance macro mature et réendettement des entreprises.** La reprise suit son cours et l'accès au crédit devient plus facile. Les entreprises accélèrent leurs investissements et les opérations d'acquisition. La croissance de la dette accélère alors que celle des bénéfices ralentit ; de fait, les marges sont à un pic et les entreprises préfèrent jouer davantage sur leur levier financier pour empêcher leur ROE de baisser. Pendant cette phase, les actions enregistrent des gains mais les obligations commencent à souffrir.

**Phase D : contraction/récession.** La croissance des bénéfices ralentit fortement, alors que la croissance de la dette reste soutenue et s'approche de son pic. Les entreprises commencent à se restructurer pour réduire leur levier et améliorer leur efficacité, et finissent par revenir dans les conditions de la phase A. Dans cette phase, les actions et les obligations sont malmenées.

### L'essentiel

La plupart de nos lecteurs sont familiers avec les différentes phases du cycle de crédit et avec les relations qu'elles entretiennent avec les phases macroéconomiques.

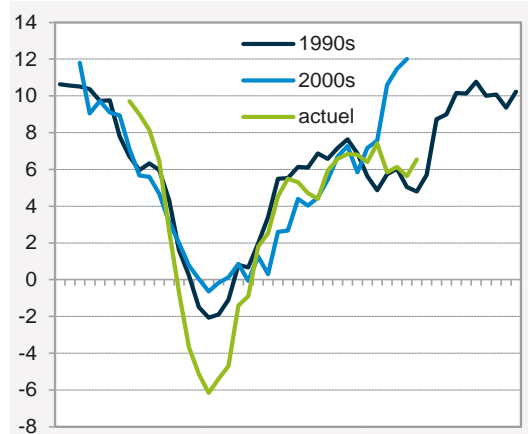
Pendant les deux précédents cycles, le levier des sociétés américaines non-financières a eu tendance à accélérer lors des phases de croissance mature ou de fin de cycle, alors qu'aujourd'hui les entreprises font encore preuve de prudence dans l'utilisation de leurs ressources financières. Cet article compare en détail le cycle actuel avec les deux précédents, en analysant notamment les principaux indicateurs de crédit, pour déterminer dans quelle phase il se trouve aux États-Unis, mais aussi en zone euro. Après l'analyse du cycle de crédit, nous étudions le cycle des taux de défaut et les valorisations, par rapport aux tendances des indicateurs de crédit.



Croissance bénéficiaire : le véritable chaînon manquant

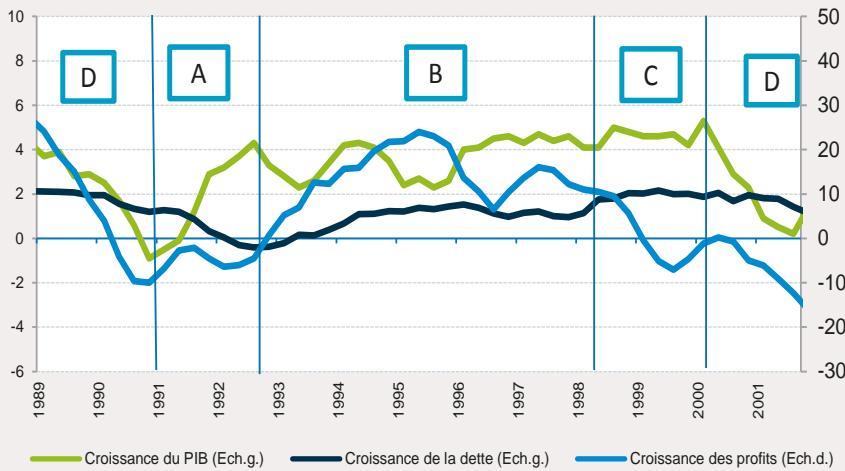


1 3 derniers cycles : croissance de la dette des entreprises US non-fin avant et après (en %)



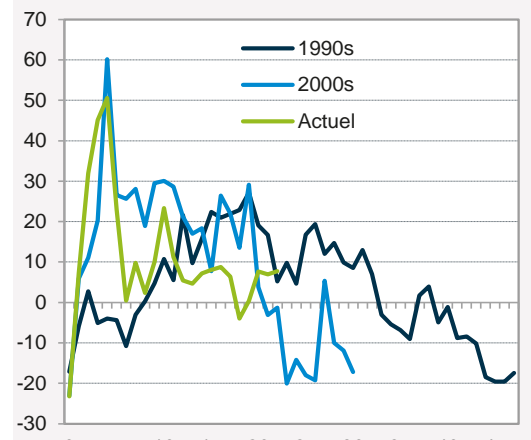
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

**Le cycle des années 90**



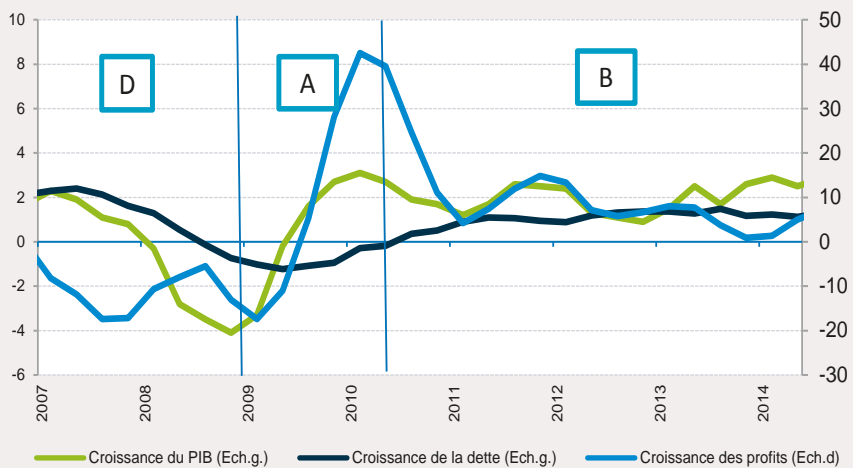
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

**2 3 derniers cycles : croissance des profits des entreprises Non-Fin (en %)**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

**Le cycle actuel**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

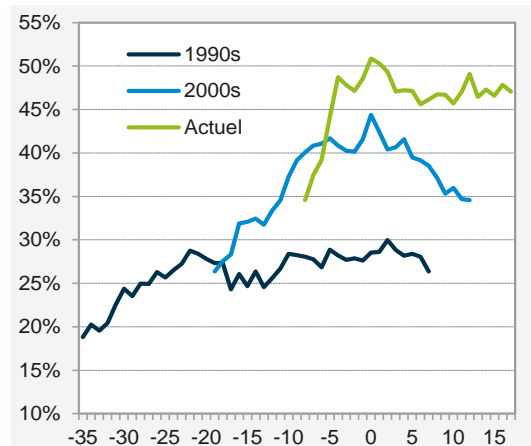
“ Les spreads réduisent leur écart avec le différentiel de croissance de la dette et des bénéfices ”

**De la théorie à la pratique : comparaison détaillée du cycle actuel et des deux précédents**

**Croissance de la dette :** en hausse mais pas encore en territoire dangereux

Trois cycles de crédit se sont succédé ces 25 dernières années, dont le cycle actuel qui est toujours en cours. Le premier cycle de crédit a débuté au tout début des années 1990 et a duré près de 10 ans ; le second a duré moins que le premier et s'est arrêté brutalement avec la grande crise financière. Le troisième a débuté avec la reprise qui a suivi la Crise financière mondiale et l'on ne connaît toujours pas sa durée : selon nous, nous nous approchons de la phase C, mais nous n'y sommes pas encore. Pour simplifier les choses, nous ferons référence au premier cycle par les années 1990, au second par la décennie 2000 et au troisième par « cycle actuel ». Commençons donc par comparer la croissance de la dette : le graphique 1 présente la trajectoire de croissance de la dette des entreprises non-financières lors des trois cycles avant et après chaque creux. On constate que les entreprises étaient beaucoup plus enclines à se désendetter lors du cycle actuel, la croissance de la dette étant retombée à -6 % par rapport au plus bas précédent de -2 %, voire un niveau quasiment inchangé. Dans le même temps, la croissance de la dette n'a pas accéléré comme lors du cycle

**3 3 derniers cycles : quick ratio des entreprises Non-Fin avant et après (en %)**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

des années 2000 et semble plutôt suivre la tendance du cycle plus long des années 1990. La croissance de la dette reste cependant inférieure aux niveaux historiques critiques (entre 8 % et 12 %) inhérents à la phase C, et ne montre aucun signe d'accélération vers ces niveaux.

**Croissance des bénéfices :** pour l'heure, le vrai chaînon manquant, avec un potentiel d'amélioration ?

Comme le montre le graphique 2, davantage que la croissance de la dette, c'est la croissance des bénéfices qui est le chaînon manquant par rapport aux deux cycles précédents. Dans le cycle actuel, le rebond initial post-crise (de la croissance des bénéfices) a été conforme à celui du cycle des années 2000, mais elle a ensuite décéléré lors des trimestres suivants avant de finalement se stabiliser à des niveaux bien plus faibles. Ce ralentissement s'explique essentiellement par la lenteur de la croissance macroéconomique et la faiblesse de l'inflation. Les marges ont certes augmenté rapidement et sont toujours proches de records historiques. Toutefois, la croissance modeste des revenus n'a pas contribué à la dynamique persistante des bénéfices des entreprises, et la diminution du pouvoir de fixation des prix est due (encore aujourd'hui) au recul de l'inflation. Au cours des prochains trimestres, les chiffres d'affaires domestiques des entreprises américaines devraient être soutenus par le rebond du PIB américain, la contribution accrue de la demande des ménages dans le sillage de la baisse des prix du pétrole et, enfin, par le rebond de l'immobilier. Les marges, qui sont encore à des niveaux élevés, auront probablement tendance à baisser légèrement.

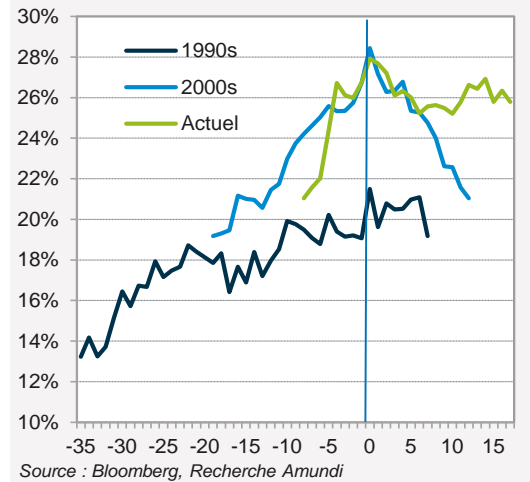
**Niveaux de liquidité et ratios de couverture :** toujours proches de pics

Le cycle actuel se distingue tout particulièrement par l'attitude des entreprises envers les actifs liquides : sept ans se sont écoulés depuis la Crise financière mondiale et les ratios de liquidité à court terme représentent toujours à peine la moitié de la dette à court terme et environ un quart de la dette globale. Ces ratios sont calculés à partir de données agrégées et ne tiennent donc pas compte de la distribution ni du dénominateur ni du numérateur des différents secteurs et catégories de notation. Ils confirment néanmoins que les entreprises restent prudentes dans la gestion de leurs liquidités, malgré des conditions bancaires encore assez souples et le dynamisme du marché primaire des obligations d'entreprise. Ce que l'on pourrait qualifier d'héritage « structurel » de la Grande crise financière. Ces niveaux de liquidité élevés maintenus par les entreprises sont inévitablement liés au trou d'air du cycle d'investissement lors de la phase de reprise, qui semble être l'effet d'un facteur cyclique. Intéressons-nous maintenant au ratio de couverture des intérêts ; les flux de trésorerie ont renoué avec leurs plus hauts historiques par rapport au service de la dette, grâce essentiellement à la longue politique de taux zéro et des trois opérations d'assouplissement quantitatif (QE). Ils ont ensuite légèrement diminué, et leur recul modeste le plus récent s'explique par l'augmentation des volumes de dette qui ont fini par annuler l'avantage de la baisse des rendements. Cependant, le service de la dette payé par les entreprises demeure tout à fait raisonnable d'un point de vue historique. En conclusion, nous pouvons donc dire que la liquidité et le service de la dette sont des facteurs positifs et qu'ils sont actuellement proches de leurs niveaux optimaux, ce qui est inhabituel pendant cette phase. Cela témoigne déjà d'une détérioration des indicateurs de crédit. Au cours des prochains trimestres, la normalisation des taux de la Fed fera inévitablement peser des risques sur le service de la dette mais, dans le même temps, ces risques semblent aujourd'hui relativement limités. En effet, le cycle de resserrement monétaire sera probablement modéré et progressif, avec un taux cible final probablement plus faible que par le passé.

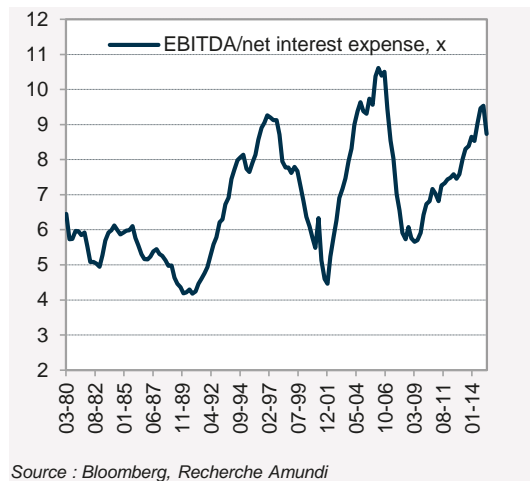
**Couverture de la dette :** croît lentement mais reste faible, les entreprises gérant prudemment leurs dépenses

**Le levier a augmenté et poursuit sur sa lancée car la dette croît plus vite que les flux de trésorerie et les chiffres d'affaires : les dépenses défavorables aux porteurs d'obligations restent faibles.**

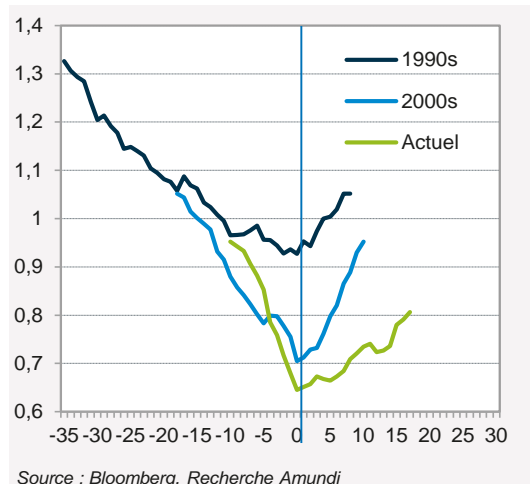
**4 3 derniers cycles : ratio de liquidité sur dette des entreprises Non-Fin avant et après (en %)**



**5 Ratio de couverture des intérêts proche des plus hauts historiques malgré des niveaux de dette croissants**



**6 3 derniers cycles : US Non-Fin dette nette/EBITDA par trimestre avant et après**

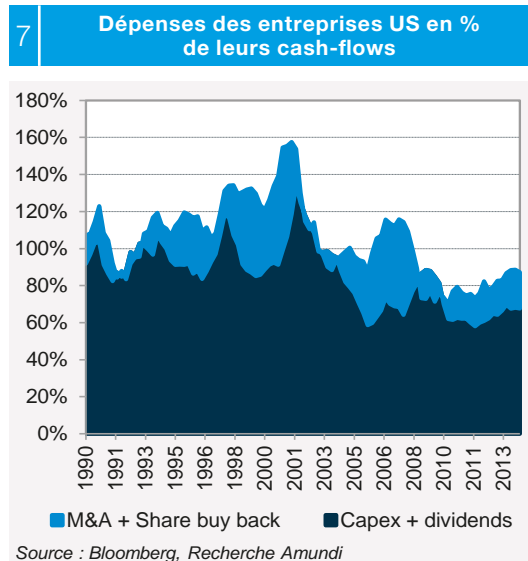


Lors des deux précédents cycles, le levier des entreprises américaines non-financières était surtout déterminé par deux postes de dépenses qui apparaissent et se développent rapidement lors des phases de croissance mature ou tardive: la fin des années 1990 a été marquée par une fièvre de fusions-acquisitions, tandis que l'augmentation du levier sur la période 2005-2007 était due essentiellement à l'envolée des rachats d'actions, les entreprises ayant cherché à profiter de sources de financement peu onéreuses sur le marché obligataire pour accroître les dividendes. Le graphique 6 montre à quel point le cycle actuel d'endettement est différent. Nous avons défini deux agrégats distincts reflétant les dépenses des entreprises. Le premier est plus stable dans le cycle, avec un effet neutre, voire positif, sur les créanciers. En revanche, le second est beaucoup plus volatil et relativement défavorable au crédit. Les investissements constituent le principal poste de dépenses du premier agrégat et sont synonymes de stabilité et de croissance de l'EBITDA, ce qui est favorable aux perspectives des investisseurs en crédit. Plusieurs éléments sont intéressants dans le graphique 7 : premièrement, les entreprises ont eu tendance à dépenser la quasi-totalité de leurs cash-flows internes en investissements et en dividendes jusqu'au milieu des années 2000 ; en revanche, elles ont beaucoup moins dépensé (à peine 60 %) les années qui ont suivi, en particulier depuis la Crise financière mondiale. Deuxièmement, les fusions-acquisitions et les rachats d'actions représentent toujours à peine 20 % des cash-flows, contre 50 % lors des deux pics précédents du cycle d'endettement. Autrement dit, les entreprises semblent utiliser leurs ressources bien plus prudemment que par le passé, ce qui est plutôt rassurant et dissipe les craintes liées à la divergence entre les tendances microéconomiques et des spreads évoqués dans la première partie de cet article. Dans les années 1990, le taux de croissance du PIB réel américain était proche de 4 % en moyenne lors des années de reprise ; il était de 3 % lors de la reprise plus courte des années 2000, avant d'atteindre à peine 2 % en moyenne ces dernières années. Dans le contexte actuel d'atonie de la croissance et de l'inflation, la croissance des bénéfices ralentit et les entreprises ont moins besoin et sont moins incitées à déployer des stratégies de croissance financées par la dette.

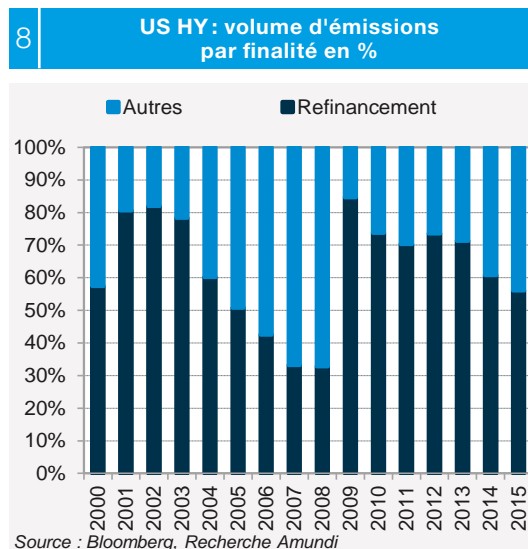
**Conclusions de nos analyses comparatives et de la situation actuelle**

Le graphique 9 en radar illustre les mêmes similitudes et divergences entre les deux cycles précédents et le cycle actuel. Le référentiel de ce graphique est le cycle le plus ancien et les plus longs, à savoir celui qui a duré la quasi-totalité de la décennie des années 1990. Toutes les données sont « normalisées » en fonction des chiffres moyens enregistrés lors de la phase des années 1990, qui est similaire à celle dont nous nous approchons dans le cycle actuel. Face à ce panorama relativement complet de la situation, il est tout d'abord intéressant de constater que le cycle des années 2000 avait été plus dynamique que le précédent au niveau de la croissance des bénéfices, de la croissance de la dette et de la liquidité, malgré une croissance macroéconomique et un levier plus faibles. Quoi qu'il en soit, les deux cycles déjà achevés ne diffèrent pas vraiment s'agissant des indicateurs de crédit, alors que le cycle actuel est très différent des deux précédents. Le cycle actuel présente plusieurs avantages : des coussins de liquidités élevés, de très bons niveaux de couverture des intérêts, une croissance plus modeste de la dette et des dépenses d'endettement et, enfin, des ratios d'endettement plus faibles.

La croissance des bénéfices et la croissance macroéconomique, toutes deux moins dynamiques que lors de la même phase des deux cycles précédents, expliquent en grande partie les structures financières bien moins agressives des entreprises américaines. Cela permet également de comprendre pourquoi les entreprises conservent encore des trésoreries aussi abondantes et ne procèdent pas à des dépenses plus agressives. En résumé, les indicateurs de crédit ne semblent pas avoir atteint des niveaux dangereux, mais cela est dû selon nous à de bonnes raisons. Les excès en matière de dépenses favorables aux actionnaires ou des hausses



“ Le cycle actuel présente plusieurs avantages : des coussins de liquidités élevés, de très bons niveaux de couverture des intérêts, une croissance plus modeste de la dette et des dépenses d'endettement et, enfin, des ratios d'endettement plus faibles ”



rapides de l'endettement sont toujours limitées, mais ces tendances sont essentiellement dues à une croissance relativement faible des bénéfices : dans l'ensemble, ce trou d'air ne caractérisera pas seulement la reprise macroéconomique mais aussi les tendances microéconomiques, ce qui empêchera les entreprises d'adopter des pratiques trop favorables aux actionnaires. Voici nos principales conclusions : 1) nous ne sommes pas encore entrés dans la dangereuse phase C (la phase mature) du cycle, et 2) à moins d'une accélération marquée lors des prochains trimestres, les entreprises n'y entreront probablement pas non plus.

**Comparaison des taux de défaut et des valorisations des trois derniers cycles**

**Le cycle actuel des taux de défaut reste favorable, malgré la Crise financière mondiale**

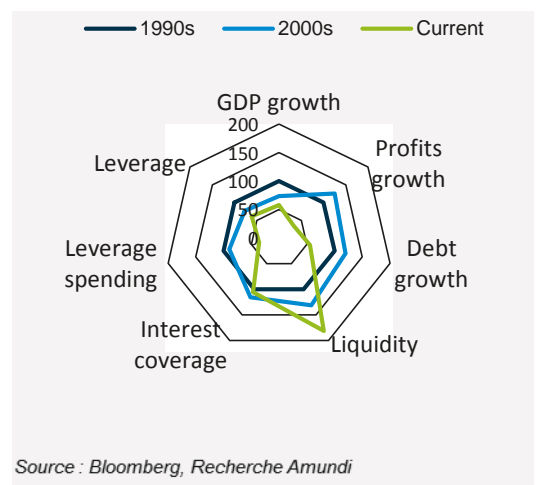
Par rapport aux deux cycles précédents, le cycle de défaut actuel semble encore dans une phase favorable. La progression vers son pic a certes été rapide, mais son repli ultérieur a aussi été relativement brutal. Même s'ils ont dépassé des pics absolus au pire moment du cycle, en réalité les taux de défaut du cycle actuel n'ont été supérieurs à la moyenne à long terme que pendant les 9 mois précédant leur plus haut et pendant les 10 mois suivants, soit au total pendant moins de 2 ans. Sur le graphique 11, on peut voir à quel point les cycles précédents ont été différents : au début des années 1990 et des années 2000, les défauts sont restés supérieurs à la moyenne à long terme pendant respectivement 37 et 57 mois, soit presque deux et trois fois plus longtemps qu'au cours du cycle actuel. Alors que les conditions financières et économiques affichent une divergence plutôt paradoxale, il semblerait que cette différence soit liée au nombre beaucoup plus faible de défauts cumulés des entreprises de rang spéculatif après la Grande crise financière. De plus, le nouveau pic atteint par les taux de défaut des obligations HY en 2009 pourrait aussi fausser la comparaison avec les cycles précédents.

En effet, le niveau plus élevé de ce pic par rapport aux cycles précédents ne découlait pas d'une détérioration des taux de défaut dans toutes les catégories de notation, mais surtout de l'impact d'une représentation plus forte de la dette CCC (la moins bien notée) sur le marché spéculatif mondial juste avant la crise. Les mois et les trimestres les plus récents n'ont pas dévié de la tendance précédente de relative stabilité. Dans l'autre section de cette publication dédiée aux marchés du crédit, nous analysons plus en détail les perspectives des taux de défaut et l'impact des émetteurs des secteurs de l'énergie et des mines et métaux sur la situation globale des taux de défaut des obligations HY américaines. Ces taux de défaut vont vraisemblablement s'établir entre 3 % et 4 % en raison de ces secteurs mais, dans le même temps, la grande majorité des composantes de l'univers spéculatif devraient toutefois afficher des taux défaut historiquement bas au cours des prochains trimestres.

**Les spreads réduisent leur écart avec le différentiel de croissance de la dette et des bénéfices**

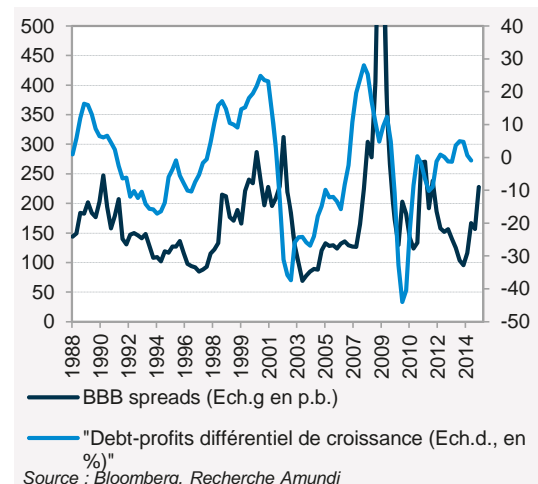
En ce qui concerne les valorisations, une divergence est apparue aux États-Unis au cours du cycle actuel entre le différentiel de croissance de la dette et des bénéfices et les tendances des spreads. La croissance de la dette s'est rapprochée de celle des bénéfices et l'a même récemment dépassée, tandis que les spreads ont eu tendance à baisser. Une situation en total contraste avec les épisodes précédents. Cette divergence récente s'explique en grande partie par les réactions des banques centrales à la Crise financière mondiale. Ces dernières années, si la liquidité est restée abondante c'est en grande partie à cause de la politique de taux zéro et de l'assouplissement quantitatif de la Fed, qui ont aussi contribué à l'amélioration de la configuration technique et, partant, concouru au maintien d'une faible volatilité implicite des actions et à la compression des spreads, sur fond de quête de rendement. Dans le même temps, l'écart de croissance entre la dette et les bénéfices, bien

**9 Évolution des paramètres de crédit par rapport à la phase C**



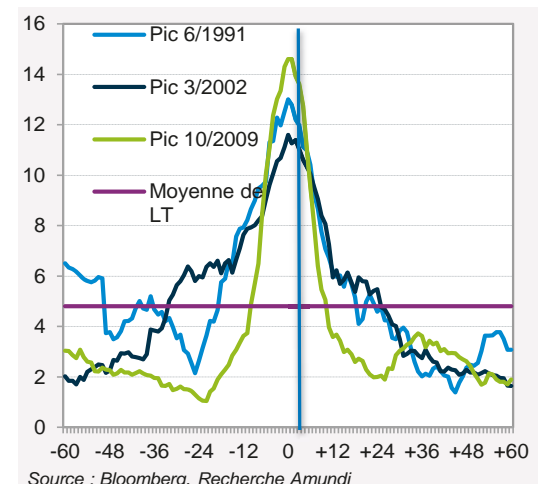
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

**10 US non-fin BBB spread (Ech g, en pb) vs différentiel de crois. dette/profit (Ech d, en %)**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

**11 Les 3 derniers cycles : des taux de défaut du HY 70 mois avant et après le pic**

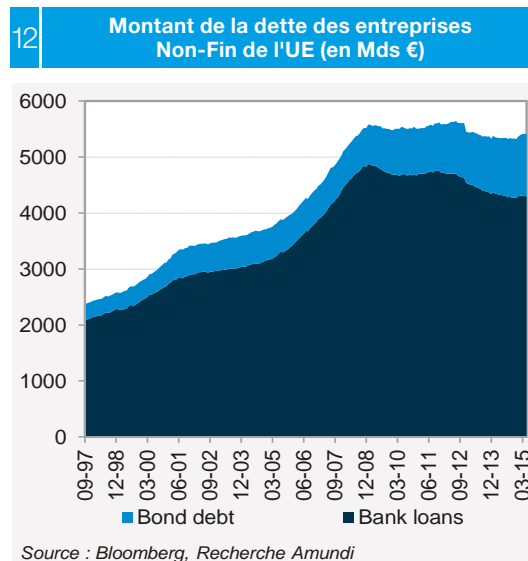


Source : Bloomberg, Recherche Amundi

qu'il soit positif, est encore inférieur de moitié par rapport à son niveau des cycles précédents, et bien loin des pics observés avant l'éclatement des bulles de la fin des années 1990 et du milieu des années 2000. En outre, les valorisations se sont récemment rapprochées des indicateurs de solvabilité, qui se sont à leur tour stabilisés après une précédente détérioration.

### Le cycle de crédit des marchés en euro encore à la traîne du cycle de crédit américain

Le dernier graphique 12 confirme le retard important du cycle de crédit de la zone euro par rapport aux États-Unis. Nous l'avons vu, la croissance de la dette des entreprises américaines est redevenue positive en 2011 et s'est stabilisée entre 5 % et 6 % ces quatre dernières années ; en revanche, les entreprises de la zone euro n'ont même pas encore atteint les niveaux de dette d'avant-crise. Le graphique 12 montre que le désendettement des banques a été quelque peu compensé par un recours croissant aux marchés obligataires : les dernières données de la BCE, déjà évoquées dans nos dernières publications, témoignent d'une reprise des prêts bancaires aux entreprises non-financières à l'échelle de la zone euro, mais l'écart avec les entreprises américaines se mesure clairement en années. Cet écart reflète en grande partie l'écart macro et le fait que le Vieux continent a subi deux récessions, alors que l'économie américaine est en phase de reprise depuis 2010, même si celle-ci est plus faible que les phases de reprise du passé. Selon nous, grâce à l'amélioration des conditions macro et microéconomiques en zone euro, la remontée récente des niveaux de dette des entreprises non-financières va se poursuivre, mais à un rythme limité : ce qui finira par relancer le cycle de crédit également en zone euro, mais il faudra beaucoup de temps pour rattraper le cycle américain.



**7 Été agité pour les obligations HY américaines : impact de la baisse des prix du pétrole et des matières premières sur les taux de défaut futurs**

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique – Milan*

**Les titres HY américains ont fini par pâtir du recul des prix des matières premières**

L'effondrement des prix des matières premières et du pétrole aux mois de juillet et d'août a entraîné une sous-performance quasiment automatique des obligations HY américaines par rapport à leurs homologues européennes. L'été en cours ressemble à s'y tromper à la fin de l'année 2014 : dans notre édition *Cross Asset* de janvier 2015, nous avons décrit et analysé le découplage intervenu entre les deux classes d'actifs lors des dernières semaines de 2014 (cf. : « *High Yield américain vs High Yield européen : une différence notable* »). Nous avons montré que des facteurs *bottom-up* étaient à l'origine de la résistance plus solide de l'univers des titres spéculatifs en EUR par rapport aux titres HY américains aux violentes fluctuations des prix du pétrole et au *re-pricing* soudain des spreads. Deux facteurs jouent notamment un rôle majeur : l'exposition aux secteurs de l'énergie/des matières premières et le poids des émetteurs de faible qualité. Sur ces deux aspects, les obligations spéculatives en USD semblent plus vulnérables puisque leur exposition à l'énergie et aux métaux et aux mines est importante et, surtout, nettement plus élevée que celle des obligations de la zone euro (17 % de l'univers américain vs. 5 % pour l'univers des titres en EUR). Parallèlement, 14 % de la dette HY américaine est noté CCC ou inférieur et 40 % est dans la catégorie intermédiaire (B), contre respectivement 5 % et 28 % en Europe. En outre, l'exposition des obligations HY européennes au secteur de l'énergie s'explique presque exclusivement par deux groupes énergétiques intégrés bien notés (BB1), qui souffrent généralement moins des fluctuations des prix que de nombreux émetteurs américains de petite taille et moins bien notés. Précision très importante néanmoins, la surperformance des obligations HY européennes est également due à la résolution du dossier grec, qui a atténué les craintes de risque systémique et entraîné un rebond des actifs risqués libellés en euro.

**Surperformance des oblig. HY américaines et européennes vs emprunts d'État correspondants, en %**

US HY	BB	B	CCC	EUR HY	BB	B	CCC
août-14	0,84	0,61	0,23	août-14	0,08	0,40	-1,36
sept-14	-1,38	-1,54	-2,62	sept-14	-0,34	-1,56	-4,90
oct-14	0,98	0,12	-1,36	oct-14	0,20	-0,20	0,19
nov-14	-1,32	-1,47	-1,41	nov-14	0,91	0,71	0,92
déc-14	-0,59	-1,57	-2,99	déc-14	-0,32	-0,87	-3,73
janv-15	-1,12	-1,39	-2,08	janv-15	0,52	1,32	-2,14
févr-15	3,21	3,73	3,95	févr-15	1,66	2,49	3,39
mars-15	-1,10	-1,04	-1,26	mars-15	-0,29	0,08	-1,60
avr-15	1,18	1,52	1,84	avr-15	0,85	0,94	1,62
mai-15	0,31	0,41	-0,11	mai-15	0,21	0,27	1,01
juin-15	-0,82	-0,83	-1,77	juin-15	-1,38	-1,19	-2,73
juil-15	-0,63	-1,34	-2,77	juil-15	0,78	0,50	1,33
<b>12 mois glissants</b>	<b>-0,44</b>	<b>-2,79</b>	<b>-10,34</b>	<b>12 mois glissants</b>	<b>2,87</b>	<b>2,87</b>	<b>-</b>

**L'essentiel**

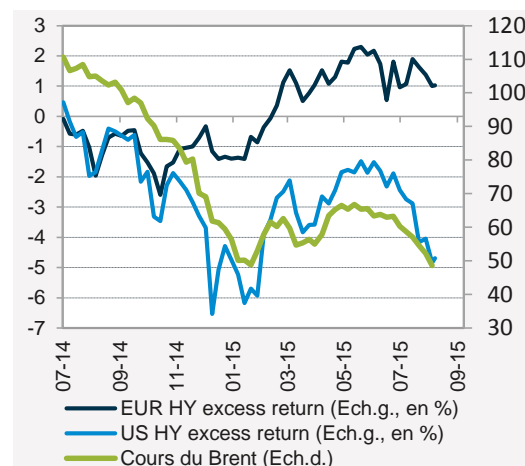
L'effondrement des prix des matières premières et du pétrole aux mois de juillet et d'août a entraîné une sous-performance quasiment automatique des obligations HY américaines par rapport à leurs homologues européennes. En outre, bien que les taux de défaut des obligations HY américaines restent faibles, les secteurs américains de l'énergie et des mines montrent des signes croissants de difficulté et subissent des événements de crédit de plus en plus nombreux.

Nous avons associé notre régression *top down* à une analyse approfondie des obligations spéculatives américaines du secteur de l'énergie en termes de risques potentiels, en appliquant plusieurs scénarios défavorables aux taux de défaut sur un horizon d'un an. Les secteurs liés aux matières premières représentent actuellement 60 % des défauts des obligations HY américaines, et selon nos scénarios, cette proportion devrait encore augmenter d'ici un an.



Les secteurs liés aux matières premières représentent actuellement 60 % des défauts des obligations HY américaines

**1 EUR et US\$ HY rendement excédentaire vs cours du Brent**



**Performance sur l'année écoulée : HY américain vs HY européen**

Les graphiques et les tableaux ci-dessous décryptent ce découplage des deux côtés de l'Atlantique : en résumé, sur la période de 12 mois close en juillet 2015, le HY américain a subi une sous-performance cumulée de -3 % par rapport aux emprunts d'État, alors que les obligations HY européennes ont affiché un gain de +2 %. Dans le même temps, si l'on exclut les secteurs de l'énergie et des matières premières, le HY américain repasse tout juste en territoire positif, puisque l'intégralité des performances négatives cumulées est le fait des secteurs de l'énergie et des mines et métaux. Nous avons notamment remarqué que les secteurs des matières premières ont largement contribué, par exemple, aux mauvaises performances de décembre 2014 et de juillet 2015, deux mois lors desquels les prix du pétrole ont nettement baissé. Mais ces deux secteurs n'ont pas joué de rôle moteur dans les mouvements de reprise des mois de février ou d'avril, durant lesquels les performances ont été positives. Le point commun entre la dette HY américaine et européenne est la différenciation opérée sur la base de la qualité de crédit : les titres notés CCC ont nettement sous-performé aux États-Unis, mais aussi en Europe. Les obligations de la catégorie BB ont surperformé, en particulier aux États-Unis, et ont figuré parmi les meilleures performances en Europe, dans le sillage des titres notés B. Comme la normalisation des taux d'intérêt devrait commencer prochainement aux États-Unis, la qualité (et son corolaire la liquidité) restera un facteur essentiel de l'autre côté de l'Atlantique, mais jouera également un rôle non-négligeable en Europe.

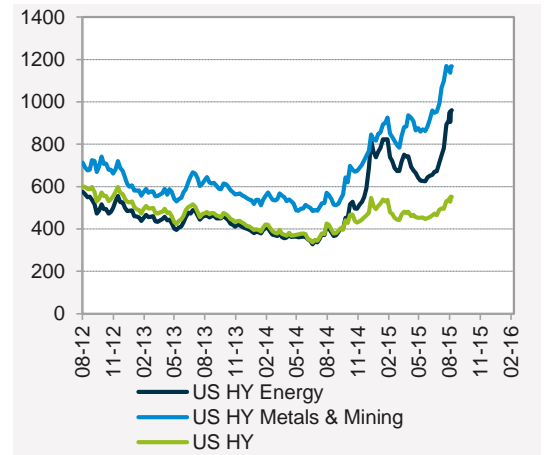
**Les taux de défaut des obligations HY américaines restent faibles, mais ils subissent l'influence croissante des secteurs de l'énergie et des mines et des métaux**

Au premier semestre 2015, le taux de défaut des obligations HY américaines est resté relativement stable à des niveaux historiquement bas : selon les données de Moody's, le taux de défaut des obligations HY américaines sur une période glissante de 12 mois a commencé l'année à 2,1 % en janvier avant de remonter à 2,3 % en juin. Si le taux de défaut ne s'est pas vraiment écarté de ses niveaux du 1<sup>er</sup> semestre ou du 2<sup>e</sup> semestre 2014, il s'est concentré essentiellement dans seulement deux secteurs. En fait, selon les données publiées par les principales agences de notation, les secteurs de l'énergie et des mines et métaux ont représenté respectivement 10 et 3 émetteurs (sur 22 entreprises ayant fait défaut lors des sept premiers mois de l'année), soit près de 70 % du total. Si l'on prend également en compte les échanges sur la dette des entreprises en difficulté (transactions dans le cadre desquelles les détenteurs des titres reçoivent moins que le pair), les événements de crédit sont encore plus concentrés : sur 10 titres, sept entreprises appartenaient au secteur de l'énergie et une à celui des mines et métaux. En outre, le nombre d'événements de crédit a accéléré ces derniers mois, passant de seulement 3 et 4 respectivement en janvier et février à six en mars et en avril, avant d'attendre neuf en mai et en juin. Selon Fitch, à l'heure où nous écrivons, les émetteurs américains de titres spéculatifs du secteur de l'énergie ont enregistré un taux de défaut de 2,3 %, tandis que celui des émetteurs du secteur des mines et métaux a atteint 10 % après les derniers événements de crédit.

**Ratios de titres en difficultés (distress ratios) et taux de défaut : les premiers devancent les seconds**

Différents paramètres sont utilisés pour définir ce qu'est une dette *distressed*, mais généralement il s'agit essentiellement du niveau des spreads par rapport aux rendements des emprunts d'État ou des prix des obligations. Dans le premier cas, le seuil est généralement fixé à un spread ajusté des options (OAS) de où supérieur à 1000 pb au-dessus des rendements des bons du Trésor américain ; dans le second cas, une obligation est jugée en difficulté si elle s'échange en dessous de 75 cents du pair. Nous avons une préférence pour la première approche, car elle ne dépend pas du coupon et du rendement mais seulement de la prime de risque payée par l'émetteur par rapport aux actifs sans risque. Ainsi, si l'on tient compte des spreads supérieurs à 1000 pb, on aboutit au graphique suivant : celui-ci montre que les taux de défaut ont généralement

**2 Spread: US HY, US HY secteur énergie, US HY secteur métallurgique et minier**

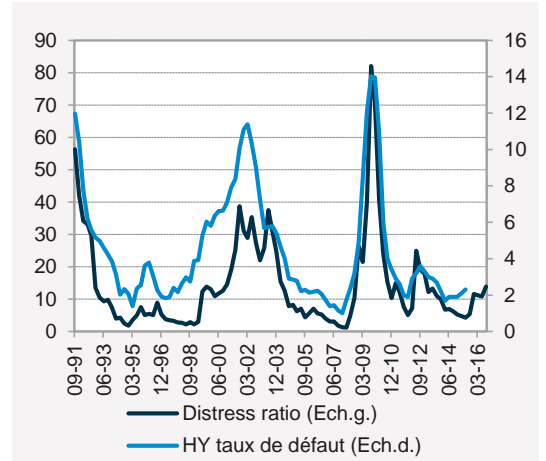


Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Tous les groupes énergétiques ne sont pas aussi vulnérables à l'évolution des prix du pétrole

**3 US HY: distress ratio versus taux de défaut (retardé de 4 trimestres)**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



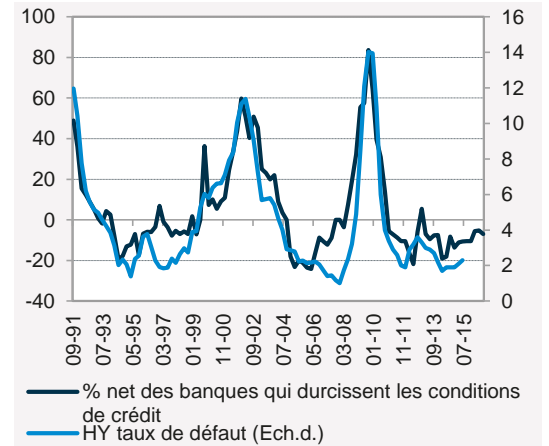
près de 4 trimestres de retard sur la proportion des émissions affichant des niveaux *distressed*. Pour un titre, le fait d'afficher un spread supérieur à un certain niveau signifie que les investisseurs anticipent un défaut très probable et, par conséquent, des conditions quasiment impraticables pour satisfaire les besoins de refinancement via le marché obligataire : autrement dit, le marché est quasiment fermé pour ces émetteurs. Dans l'autre canal traditionnel de financement, à savoir le marché des prêts bancaires, l'équivalent du *distress ratio* est le pourcentage des banques durcissant leurs conditions de crédit envers les entreprises. Notre modèle de régression des taux de défaut repose sur ces deux facteurs, et se traduit tous deux par des défauts après environ un an. Dans le cadre de notre modèle, le coefficient de régression du *distress ratio* est proche de 10 % ; en d'autres termes, un *distress ratio* de 10 % se traduit généralement par un taux de défaut de 1 % un an plus tard. Le graphique montre que le ratio de titres en difficulté du HY américain a commencé à augmenter au 4<sup>e</sup> trimestre 2014, passant de 5 % à un peu plus de 10 %, avant d'atteindre quasiment 14 % fin juillet. Toutes choses étant égales par ailleurs, cela signifie que notre modèle de régression a rapidement témoigné de la hausse anticipée de près de 1 % sur un an des taux de défaut. L'essentiel de l'augmentation du *distress ratio* vient du secteur de l'énergie et, de plus en plus ces derniers temps, du secteur des mines et des métaux. Celui du secteur de l'énergie était de 12 % en juillet et de 30 % un an plus tard. La situation du secteur, plus modeste, des mines et des métaux est encore plus défavorable avec actuellement un *distress ratio* de 50 %. Ainsi, non seulement 70 % du taux de défaut actuel s'explique par l'impact de deux secteurs, mais au moins la moitié du *distress ratio* du HY américain leur est imputable.

**Analysons maintenant plus en profondeur le segment HY du secteur américain de l'énergie : toutes les entreprises sont-elles aussi vulnérables à l'évolution du prix du pétrole ?**

Ces cinq dernières années, en raison essentiellement d'une activité très dynamique sur les marchés primaires, le secteur de l'énergie est devenu le plus important du segment de l'univers des obligations spéculatives américaines : le nombre d'émissions est passé de 242 en août 2010 à actuellement 367, tandis que la valeur nominale de la dette a nettement augmenté, passant de 94 Mds USD à 212 Mds EUR sur la même période. Le nombre d'émissions et la valeur nominale des émissions représentent désormais environ 15 % à 16 % de la classe d'actifs, contre 10 % à 11 % il y a 5 ans. La vigueur de l'activité de financement est due aux investissements considérables réalisés dans les technologies liées au schiste, mais aussi à d'autres facteurs. Malgré ce poids très important, le secteur de l'énergie se compose de sous-secteurs affichant une sensibilité très variable à l'évolution des prix du pétrole et des produits énergétiques. Pour évaluer précisément l'impact du marché des matières premières sur les perspectives du taux de défaut, il convient de tenir compte à la fois de la vulnérabilité à une baisse potentielle des prix du pétrole et de la notation/ qualité de crédit moyenne de chaque sous-secteur. Le tableau suivant synthétise cette combinaison de facteurs, à savoir qualité haute/basse et sensibilité haute/basse à l'évolution des prix énergétiques. L'exploration et la production et les équipements et services parapétroliers semblent bien plus vulnérables à une baisse des prix de l'énergie que les deux autres sous-secteurs, la distribution de gaz et le raffinage et la commercialisation de pétrole. Dans le même temps, nous avons divisé chaque sous-secteur en trois catégories de qualité de crédit, en fonction de leur notation (BB, B et CCC ou inférieur).

Segmentation de la dette HY du secteur énergétique américain, par notation et sensibilité aux prix du pétrole					
Dette HY du secteur énergétique américain : valeur nominale en %		Notation			
		Élevée (BB)	Moyenne (B)	Faible (CCC et inférieure)	Total
Sensibilité aux prix du pétrole	Faible	24,9	8,0	1,6	34,5
	Élevée	27,8	26,8	10,9	65,5
Total		52,8	34,8	12,5	100,0

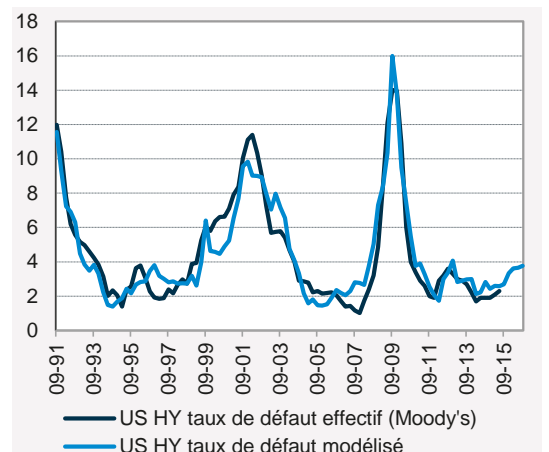
**4 US HY : conditions de crédit bancaire vs taux de défaut (retardé de 4 trimestres)**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

“ L'essentiel de l'augmentation du *distress ratio* vient du secteur de l'énergie et, de plus en plus ces derniers temps, du secteur des mines et des métaux ”

**5 US HY taux de défaut : effectif versus modélisé**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Au final, les résultats semblent atténuer les craintes relatives à l'impact de la baisse des prix du pétrole sur le risque des taux de défaut. Le risque de défaut le plus important est celui du gisement de titres faiblement notés/très sensibles, qui représente près de 11 % du secteur. Les émissions faiblement notées et peu vulnérables aux fluctuations du pétrole ne représentent que 1,6 %, tandis que les émissions moins vulnérables/avec une notation intermédiaire ont un poids très important, avec 27 %. Il est toutefois rassurant de constater que 25 % de la dette du secteur de l'énergie est de bonne qualité, peu sensible aux fluctuations du pétrole, et que 8 % présente une notation intermédiaire peu exposée à la volatilité des matières premières. Ainsi, au total, deux-tiers de la dette sont soumis à des risques, mais 53 % conservent une bonne notation.

Le second tableau présente les niveaux de spread de chaque gisement, en combinant les notations et une sensibilité simplifiée aux prix du pétrole, à fin juillet : il semble confirmer la situation et les profils rendement-risque relativement différents de chaque sous-groupe identifié. La sensibilité aux cours du pétrole semble être le principal facteur discriminant pour les spreads, alors que la qualité joue aussi un rôle important dans les deux autres groupes de sous-secteurs.

<b>Spreads des émetteurs HY américains du secteur de l'énergie, par notation et sensibilité aux prix du pétrole</b>				
US HY energy OAS (b.p.)		Notation		
		Élevée (BB)	Moyenne (B)	Faible (CCC et inférieure)
Sensibilité aux prix du pétrole	Faible	347	497	716
	Élevée	524	1 034	2 948

**Quel est le niveau des taux de défaut reflétés par les spreads actuels des groupes énergétiques ?**

Les taux de défaut implicites varient sensiblement entre les gisements ci-dessus : il est très faible (1,2 %) pour le gisement de bonne qualité/peu sensible (en haut à gauche), puis s'établit entre 3,5 % et 4,0 % pour les deux gisements en vert clair ; il passe ensuite à 11 % pour les signatures de notation moyenne/très sensibles, et finit à 38 % pour le gisement le plus risqué (en bas à droite). Il s'agit de taux de défaut implicites à un an sur la base d'hypothèses de recouvrement de 30 % et après soustraction d'une performance excédentaire moyenne de 260 pb offerte historiquement par les titres HY. En moyenne, pour l'ensemble du secteur, le taux de défaut implicite à un an est proche de 10 %.

**Appliquons maintenant quelques scénarios de stress aux taux de défaut d'ici un an**

Nous l'avons déjà mentionné, les taux de défaut actuels des secteurs de l'énergie et des mines et métaux s'établissent à 2,3 % et 10 %, respectivement. Celui du secteur de l'énergie reste assez bas et en ligne avec la moyenne globale du marché HY. Cela est dû au fait que les volumes en défaut n'ont commencé à augmenter que ces derniers mois et en partant de niveaux inférieurs la moyenne. Comme le taux de défaut est un ratio glissant sur 12 mois, il faut du temps pour refléter intégralement la tendance. Faisons l'hypothèse que les *distress ratios* sont de bons indicateurs avancés des défauts futurs : actuellement, près de 30 % du secteur de l'énergie est « en difficulté », ce qui correspond à un taux de 3 % d'ici un an. Dans un scénario particulièrement défavorable, on peut aussi faire l'hypothèse (dans le cas d'un financement par des prêts bancaires) d'un durcissement récent des conditions de crédit accordées aux groupes énergétiques, même si elles restent globalement accommodantes par rapport à celles de la majorité des entreprises non-financières américaines. Nous multiplions ainsi par deux l'incidence des difficultés sur le marché obligataire, en faisant l'hypothèse d'un impact comparable dû au durcissement des conditions de crédit des banques. Nous tablons donc sur des taux de défaut de 6 % d'ici un an. Si ce scénario se détériore encore, avec une augmentation rapide du *distress ratio* qui atteindrait 50 %, on peut alors tabler sur un taux de défaut entre 5 % et 10 % lors des 12 à 15 prochains mois. Comme le secteur de l'énergie

“ 25 % de la dette du secteur de l'énergie est de bonne qualité, peu sensible aux fluctuations du pétrole ”

“ Les taux de défaut actuels des secteurs de l'énergie et des mines et métaux s'établissent à 2,3 % et 10 %, respectivement ”

représente 14 % du marché des obligations spéculatives, cela aboutirait au pire à un taux de défaut de 1,4 %. Le taux de défaut du secteur des mines et des métaux est déjà de 10 %, mais sa taille est relativement plus modeste. Doubler son taux de défaut ajouterait 0,6 % au taux moyen global. 2 % supplémentaires venant de ces deux secteurs seraient donc à ajouter aux volumes des autres secteurs, qui sont aux alentours de 1,5 %. Cela aboutirait à un résultat de 3,5 %, niveau très proche du résultat de notre régression (un peu plus élevé à 3,8 %). Contrairement au secteur des mines et des métaux, l'énergie abrite une proportion assez conséquente d'entreprises assez peu sensibles à l'évolution des prix énergétiques. Et comme les dernières années l'ont montré, les défauts concernant surtout les obligations notées CCC ou inférieur.

### Conclusion

Le lien prononcé entre les prix du pétrole et deux-tiers des émetteurs HY du secteur américain de l'énergie va inexorablement faire monter les taux de défaut au cours des 12 à 24 prochains mois. Ces derniers mois, nous avons déjà observé une augmentation du volume d'événements de crédit concentrés dans les secteurs de l'énergie et des matières premières. Cette tendance devrait se poursuivre au cours des trimestres à venir. Les spreads actuels reflètent une probabilité de défaut relativement importante au cours des 12 prochains mois (10 % vs. 2,3 % actuellement). Les défauts concerneront probablement les émetteurs faiblement notés et fortement exposés, dont les spreads indiquent déjà un niveau de difficultés important. Ainsi, la contribution des émetteurs de l'énergie et des mines et des métaux sera donc importante et pourrait même représenter plus de la moitié du niveau global des défauts. Notre régression (réalisée sur la base du levier financier, des conditions de crédit des banques et du *distress ratio*) fait ressortir un taux de défaut de 3,8 % d'ici un an, un niveau cohérent avec une contribution absolue de 2 % des deux secteurs susmentionnés, plus un taux de 1,5 % pour tous les autres secteurs. Si le taux de défaut devait atteindre 4 %, cela équivaldrait à un quasi-doublement du taux actuel (2,3 %), mais il resterait très nettement en deçà de sa moyenne historique et, comme cela a été le cas ces 5 dernières années, il devrait rester concentré sur les signatures les plus faiblement notées. En outre, la baisse des prix du pétrole et des matières premières est favorable à la majorité des secteurs hors énergie, et le calendrier des échéances des 2 à 3 prochaines années semble gérable. Dans le même temps, le cycle de normalisation des taux de la Fed constitue un risque potentiel pour le haut rendement, et la modification récente de la politique de changes des autorités chinoises (et ses implications sur les matières premières) menacent également notre scénario. Compte tenu de ces risques et de ces tendances, nous continuons à préférer les segments de bonne qualité et de faible durée du marché HY américain.



Le lien prononcé entre les prix du pétrole et deux-tiers des émetteurs HY du secteur américain de l'énergie va inexorablement faire monter les taux de défaut au cours des 12 à 24 prochains mois



Le cycle de normalisation des taux de la Fed constitue un risque potentiel pour le haut rendement, et la modification récente de la politique de changes des autorités chinoises (et ses implications sur les matières premières) menacent également notre scénario



## 8 Secteur minier en détresse, une opportunité d'achat ?

VIVIANE TING, *Analyse Actions – Paris*

Les prix des matières premières ont beaucoup baissé ces 5 dernières années et atteignent aujourd'hui des niveaux bien en deçà des prix records de 2011. Cette baisse s'est récemment accélérée avec l'augmentation des craintes d'un « hard landing » en Chine. Dans cette note, nous allons essayer de transcrire les fondamentaux de long terme du marché des matières premières avec l'hypothèse que l'économie chinoise s'oriente vers un ralentissement graduel de son économie.

Depuis 2003, la Chine a développé son économie avec des méga projets d'investissement qui ont consommé beaucoup de matières premières mais qui ont aussi généré de nombreuses surcapacités dans un certain nombre d'industries comme l'acier, l'aluminium ou le ciment. **Aujourd'hui la demande chinoise représente la moitié de la demande globale pour de nombreuses matières premières.** Ces niveaux sont soutenables? Quelles sont nos attentes sur la demande, l'offre et les prix? Nous allons essayer d'éclaircir ces problématiques à travers différentes questions/réponses.

### Que se passe-t-il au niveau de la demande ?

Depuis 2003, la Chine n'a cessé d'augmenter sa consommation de matières premières. Aujourd'hui, la Chine représente 40 % à 50 % de la demande globale pour la plupart des minerais et métaux. **La Chine avec une population représentant 20 % de la population globale ne pourra pas continuer indéfiniment à consommer d'avantage de matières premières surtout que l'une des priorités du gouvernement est de passer d'une économie chinoise tirée par l'investissement vers une économie tournée vers la consommation.** Cette transition est difficile mais absolument nécessaire pour que la croissance de l'économie chinoise soit saine et durable. D'un point de vue purement macroéconomique, les statistiques chinoises sont mitigées malgré une politique monétaire accommodante. Le marché de l'immobilier chinois, contributeur clé à la consommation des matières premières, reste fragile. Les ventes et les prix dans les grandes villes se sont améliorés mais les nouvelles constructions sont toujours en baisse (-18 % depuis le début de l'année). La Chine continue de souffrir d'un excès de stocks dans les villes de moyennes et petites tailles.

**Fondamentalement, la consommation des matières premières en Chine devrait décélérer graduellement.** Cependant, **les entreprises minières ont réduit significativement leurs investissements** ces dernières années et, en conséquence, la production à long terme devrait diminuer. **Nous pensons que l'équilibre offre/demande devrait à nouveau être en déficit dans les années à venir.**

**Peut-on trouver d'autres sources de croissance de la demande en dehors de la Chine?** Alors que la demande chinoise commence à décliner, **l'Inde devrait à l'avenir contribuer de plus en plus à la demande globale pour les matières premières.** Le profil de la démographie indienne et l'urbanisation devraient soutenir la demande. En comparaison à la Chine, **la consommation de l'Inde représente aujourd'hui à peine 10 % de celle de la Chine alors que la superficie de l'Inde est un tiers de celle de la Chine et que la taille de population est assez comparable.** L'Inde a donc énormément de potentiel en tant que consommateur mais l'Inde a également un grand potentiel en tant que producteur puisque son sol est très riche en minerai ferreux. Les sociétés minières sont dans l'attente d'un cadre juridique plus souple pour l'exploitation des ressources minières.

Une autre source de demande devrait provenir du plan « Yi Dai Yi Lu » (Une ceinture et une route) qui regroupe deux initiatives: la « **ceinture économique sur la route de la soie** » et « **la route de la soie maritime** ». Il s'agit de deux plans d'investissement de la Chine en direction des pays voisins. **Ces deux plans ont pour ambition d'accroître les échanges culturels et touristiques, de renforcer les coopérations militaires et surtout accroître les échanges commerciaux avec les pays voisins au sens large.** La première étape consiste à construire l'infrastructure nécessaire pour faciliter ces échanges. **Beaucoup de pays émergents dans la région restent**

### L'essentiel

**Les prix des matières premières ont beaucoup baissé depuis leurs pics de 2011.**

Le regain de crainte d'un « hard landing » en Chine a exacerbé le sentiment négatif envers le secteur. **À court terme, le marché risque de rester volatil.** À la vue des fondamentaux nous pensons **que le secteur n'a pas encore atteint son plus bas. Le marché a besoin d'autres relais de demande pour compenser la décélération de la demande chinoise.** Que ce soit avec l'Inde ou avec le projet « Yi Dai Yi Lu », cela prendra du temps. En parallèle, la réduction des investissements miniers ces dernières années devrait conduire à une diminution des productions dans les années à venir et **entraîner un rééquilibrage favorable entre l'offre et la demande.**



Avec 20 % de la population globale et une consommation qui a déjà atteint la moitié de la demande globale, une décélération de la demande chinoise est inévitable



1 Évolution Indice S & P GSCI Métaux



**sous-investis en termes d'infrastructure.** Quelques projets ont déjà été identifiés mais le détail du plan reste encore à être défini. Il semblerait que la Chine soit prête à contribuer à hauteur de 100 milliards de RMB à travers diverses institutions financières. La Chine a également mis en place la Banque Asiatique d'Investissement pour les Infrastructures (BAII) avec actuellement 57 pays membres cofondateurs afin de financer les projets de construction dans les pays émergents asiatiques. « Yi Dai Yi Lu » semble certainement très attrayant sur le papier et a le potentiel de résoudre en partie le problème d'excès de capacité dans certaines industries, mais il est encore trop tôt pour en mesurer l'impact réel sur les prix des matières premières.

**Et au niveau de l'offre ?**

Après des années de sous-investissement puis de surinvestissement, **l'offre est en général abondante sur le marché.** En dépit des prix toujours plus bas, les producteurs continuent de produire coûte que coûte en essayant de réduire au maximum leur coût unitaire par **des réductions de coûts et des augmentations de productivité** qui se traduisent souvent par une augmentation des volumes. Bien sûr, toutes les matières premières ne bénéficient pas du même niveau de productivité, certains métaux comme le cuivre ont plus de contraintes géopolitiques et environnementales que d'autres mais en général la production globale des minerais et métaux a augmenté.

À cela s'ajoutent **l'effondrement des cours pétroliers et les dépréciations significatives des devises des pays producteurs de matières premières qui ont également fortement accru la pression déflationniste sur les coûts de production des acteurs miniers.**

**Un renforcement du protectionnisme**

Le secteur minier est une source de revenus essentielle pour certains pays. Afin de préserver l'emploi et une certaine stabilité sociale, **certains gouvernements n'ont pas hésité à prendre des initiatives pour atténuer le poids des taxes minières ou protéger le marché domestique à travers des taxes pour les produits importés.**

Le gouvernement australien a décidé par exemple en début d'année, de différer les taxes minières pour les petits producteurs de minerai de fer. Alors que la Chine a décidé elle aussi de diminuer les taxes pour ses producteurs domestiques.

En Europe, nous avons vu une série d'investigations pour des cas de « dumping » dans l'acier inox ou l'acier carbone contre notamment les producteurs chinois. L'impact de ces interventions protectionnistes dépend de la structure de chaque sous-marché. *In fine*, pour retrouver un marché plus sain, la Chine doit résoudre ses problèmes de surcapacités, notamment dans l'acier et l'aluminium.

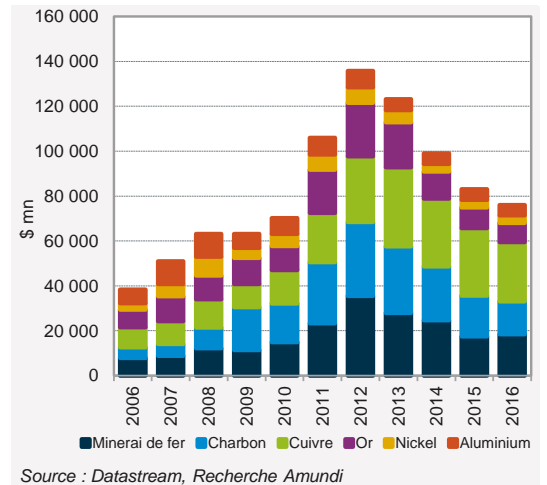
**Les risques liés à la dévaluation du yuan**

**Si le yuan devait encore se déprécier d'avantage, cela serait un message clairement négatif pour les matières premières.** Les matières premières sont vendues en dollar, donc une dépréciation du yuan rendrait plus chère les matières premières pour la Chine, le premier consommateur mondial. Il ne faut pas non plus oublier que beaucoup de producteurs marginaux à coûts élevés sont en Chine, et donc une dépréciation de la devise les rendrait plus compétitifs et moins enclins à couper leur production (une décision très attendue par les professionnels du marché). Il s'avère également que les développeurs immobiliers ont beaucoup de dettes libellées en dollar, donc une dépréciation de la devise locale les rendrait encore plus vulnérables. Et enfin, cela limiterait l'efficacité des droits douaniers sur les importations de produits chinois.

**Conclusion**

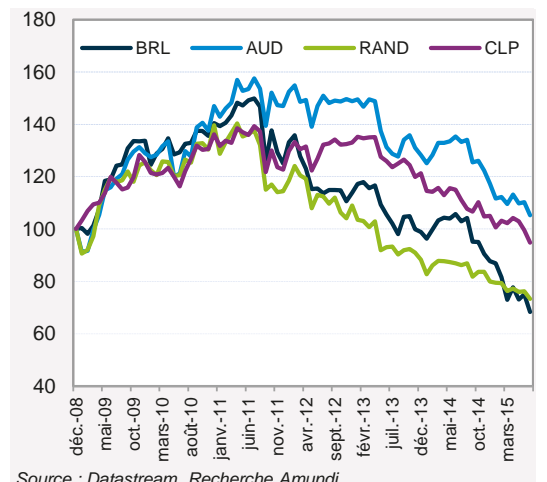
Même si la réaction des marchés a été extrême sur les deux derniers mois, il est difficile de croire dans l'état actuel des choses qu'un rebond durable des matières premières soit possible aujourd'hui. Oui, il y a certainement des **opportunités dans certains segments** mais **à moyen terme nous pensons que les prix des matières premières devraient continuer à baisser et que les sociétés minières devraient voir leurs résultats encore se détériorer. Nous sommes plus optimistes quand au potentiel à long terme de ce marché.**

**2 Évolution des investissements miniers**



“ Si la devise chinoise venait à se déprécier d'avantage, cela pèserait clairement sur le cours des matières premières ”

**3 Évolution des devises des matières premières vs USD**





## Amundi Research Center

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



**Foreign Exchange**  
Money Markets  
**Equities**

**Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:**  
[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

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

## Publications récentes

### Working Papers

- **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](mailto:info@amundi.com)

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

Crédit photo: Thinkstock by Getty Images