

Octobre 2015



Allocation d'actifs

Commerce mondial
Chine

Vers une Catalogne
indépendante ?

Yuan, réal, dollar

Les entreprises
s'endettent à nouveau

Marché des actions

Marchés émergents

Biosimilaires

Sommaire

Repères

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

Page 4

Chine, marchés émergents, croissance mondiale au centre des préoccupations

Cet article développe les thèmes qui nous préoccupent en ce moment et nous incitent à davantage protéger les portefeuilles ou à mettre en place des plans de protection. Trois thèmes majeurs sont devenus centraux au fil des trimestres : 1) la croissance de la Chine, 2) la santé des économies émergentes, et 3) la croissance mondiale, qui graduellement s'étiole.

Facteurs de risque

Page 8

Contexte macroéconomique

Page 9

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 10

Économie mondiale

1 Commerce mondial : le grand découplage (entre pays avancés et émergents) ?

Page 11

Pour la première fois depuis 2008, le volume du commerce mondial s'est contracté au 1^{er} semestre 2015. Ce sont les importations des pays d'Asie qui se replient le plus nettement, mais dans les pays avancés, les importations ont continué de progresser au 1^{er} semestre.

2 Les exportations américaines à l'épreuve du ralentissement mondial

Page 14

Les États-Unis devront compter, en 2016, avec la pression qu'exerceront sur leurs exportations la médiocrité ou la dégradation de la conjoncture dans d'autres régions du monde et le niveau plus élevé du dollar.

3 Croissance en Chine : la grande décélération

Page 18

La décélération de l'économie chinoise est inévitable dans un environnement où la croissance de la main-d'œuvre culmine, tout comme celle de la productivité. Malgré un PIB réel inférieur à son objectif, nous ne pensons pas qu'un atterrissage forcé soit le scénario le plus plausible.

Espagne

4 Catalogne : indépendance ou davantage d'autonomie ?

Page 22

Les élections en Catalogne ont livré un verdict clair : les indépendantistes ont gagné du terrain et ils ont même gagné les élections. Les espoirs/craintes d'une sécession de la Catalogne du Royaume d'Espagne ne sont désormais pas négligeables.

Change

5 La surévaluation du yuan a doublé les déséquilibres mondiaux, la solution est plus de QE en Europe (... et aux États-Unis)

Page 24

La dévaluation de l'été dernier a montré que le yuan est nettement surévalué face à l'euro et (dans une moindre mesure) au dollar, car la Chine a importé de facto les bulles financières européenne et américaine de 2008. Le fait que non seulement le yuan mais aussi le dollar soient surévalués face à l'euro témoigne de la défiance du marché envers la zone euro, face à laquelle la BCE doit massivement renforcer son QE. La Fed aussi doit intervenir davantage, au minimum en répondant à la hausse de la demande mondiale de dollar avec les lignes de swap rendues permanentes en 2013 (ou au moyen d'un « QE Twist »).

6 Brésil : la dépréciation du réal augure-t-elle d'une monétisation de la dette ?

Page 27

La baisse du cours du prix du pétrole ainsi que les scandales politiques ont plongé le Brésil en récession. Dans le contexte actuel, la sortie de crise se fait de plus en plus lointaine et de plus en plus incertaine.

7 L'appréciation du dollar en trois questions

Page 31

Le dollar s'est fortement apprécié depuis l'été 2014, d'environ 14 % en termes effectifs réels et d'un peu plus de 20 % en termes effectifs nominaux. Pourquoi s'apprécie-t-il ? Contre qui s'apprécie-t-il ? Est-il trop cher ?

Crédit

8 Les entreprises s'endettent à nouveau

Page 33

Les marchés du crédit euro et dollar ont été marqués ces derniers mois par un regain de volatilité et un fort écartement des *spreads*. Comment se positionner dans ce contexte sur les marchés du crédit euro et dollar ?

Actions

9 Baisse des marchés d'actions : que faut-il en penser et que faire ?

Page 35

La baisse des marchés vient ponctuer un cycle boursier particulièrement long, qui a démarré en 2009. Il est cependant probable que la baisse ne soit que temporaire et qu'elle ressemble à celle de 2011. La thématique de croissance domestique dans les pays développés devrait continuer de bien se porter.

Marchés émergents

10 Actifs cycliques émergents : après l'euphorie vient souvent le pragmatisme

Page 38

Depuis la dépréciation du yuan décidée par les autorités chinoises le 8 août dernier la correction des actifs cycliques émergents s'est accélérée. Faut-il craindre la mise en place d'une spirale baissière ou, au contraire, y voir de nouvelles opportunités ?

> FOCUS > Un indicateur simple d'aversion au risque

Éclairage sectoriel

11 Les biosimilaires : le nouveau sujet brûlant aux États-Unis

Page 41

Qu'est-ce qu'un biosimilaire ? En quoi est-il similaire au biomédicament de référence ? Pourquoi les biosimilaires deviendront-ils des armes essentielles de l'arsenal thérapeutique ? En quoi peuvent-ils aider à maîtriser l'augmentation des dépenses en médicaments aux États-Unis ? En quoi le système de santé américain a-t-il besoin d'eux ?

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

Chine, marchés émergents, croissance mondiale au centre des préoccupations

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

Nous avons une nouvelle fois présenté le mois dernier les éléments qui composent notre scénario central, ainsi que les facteurs de risque principaux (atterrissage en catastrophe de l'économie chinoise, erreur de politique monétaire de la Fed, effondrement des économies émergentes notamment). Le mois prochain, nous publierons un numéro spécial avec nos perspectives, stratégies, prévisions et *expected returns* pour 2016 et au-delà. Prévisions et *expected returns* seront présentés à la fois pour notre scénario central et pour l'ensemble des scénarios alternatifs de risque.

Nous allons ici développer les thèmes qui nous préoccupent en ce moment et nous incitent à davantage protéger les portefeuilles ou à mettre en place des plans de protection.

En ce qui concerne le scénario macroéconomique, trois thèmes sont devenus centraux au fil des trimestres. Rappelons-les :

Thème # 1 : la croissance de la Chine et le passage d'un modèle de croissance à un autre, avec en outre un repli très significatif de sa croissance potentielle.

La Chine reste notre premier sujet de préoccupation, car un atterrissage brutal de son économie entraînerait une vague supplémentaire de sortie de capitaux des marchés dits émergents. Il faut cependant noter deux choses cruciales :

- Ce qui se passe en Chine n'a rien d'extravagant, mais n'est pas nécessairement correctement ou totalement « *pricé* ». Il est naturel de voir la croissance d'un pays (et son taux d'épargne) fléchir au fur et à mesure de son développement : tous les pays : États-Unis, Europe, Japon, Corée sont passés par là. Il est également naturel de voir la croissance potentielle d'un pays fléchir en lien avec la baisse des gains de productivité et la baisse de la croissance de la population en âge de travailler. Nous l'avons signalé à de nombreuses reprises, et c'est un fait connu, la démographie et la productivité déterminent l'essentiel de la croissance potentielle. Ce qui est frappant, sans doute moins connu et certainement pas dans les cours, c'est que la croissance potentielle de la Chine a été divisée par deux en un peu plus d'une décennie. La Chine – pays qui n'est pas encore riche – a des problèmes démographiques de pays développés – c'est déjà un pays vieux -... elle a ainsi toutes les caractéristiques de la « grande stagnation » : une démographie défavorable, des gains de productivité plus faibles, une dette lourde...

- La demande interne chinoise reste assez solide. Ce qui trouble le message, c'est que la croissance fléchit, et que la composition de la croissance est désormais différente. La Chine est en train de passer d'un modèle « *export-led* » (les exportations comme moteur essentiel de croissance) à un modèle « *internal demand – led* » (la demande intérieure (investissement et consommation) comme moteur essentiel de croissance), ce qui, en soi, est très favorable à l'économie mondiale. Un tel changement de modèle et une telle baisse de la croissance potentielle ne peuvent toutefois pas se faire sans heurts, c'est une évidence, et nous sommes en train de vivre un de ces épisodes.

Au total, est-ce que la croissance chinoise tend vers 3 % à 4 % ? La réponse est oui. **Sera-t-elle à ce niveau en 2015, 2016 ?** Nous ne le pensons pas. **La Chine a-t-elle encore les moyens de tenir la croissance autour de 6 % ?** C'est ce en quoi nous croyons. **La PBoC est-elle en train d'orchestrer une vaste dépréciation du yuan ?** Sans doute pas, mais les événements du mois d'août ont généré des craintes légitimes. **Le changement de modèle de**

L'essentiel

Nous développons dans cet article les thèmes qui nous préoccupent en ce moment et nous incitent à davantage protéger les portefeuilles ou à mettre en place des plans de protection. En ce qui concerne le scénario macroéconomique, trois thèmes sont devenus centraux au fil des trimestres. Rappelons-les :

Thème # 1 : la croissance de la Chine et le passage d'un modèle de croissance à un autre, avec en outre un repli très significatif de sa croissance potentielle.

Thème # 2 : la santé des économies émergentes, frappées tout d'abord par les anticipations de fin du QE américain (2013), par la fin effective de ce programme (2014) et la correction des (excès de) flux qui étaient partis vers ces marchés, puis la baisse du prix des matières premières et enfin par la Chine, et les craintes d'inflexion de son régime de change (2015) et de resserrement monétaire aux États-Unis.

Thème #3 : la croissance mondiale, qui graduellement s'étiole, du fait de révisions de la croissance dans les grands pays émergents, alors que la croissance des pays développés nous paraît plus solide au fil des trimestres, dans l'attente, néanmoins, d'un ralentissement en 2017.

Le fait que la croissance des pays développés progresse alors que celle des économies émergentes s'étiole, avec en outre un risque de poursuite du ralentissement chinois conforte, bien évidemment en l'absence de crise, notre allocation d'actifs. Les risques – parfois systémiques – grandissants nous poussent néanmoins à protéger des positions.



Trois thèmes majeurs :
la Chine, les émergents
et la croissance mondiale



croissance évoqué ci-dessus va-t-il se poursuivre? Oui, sans le moindre doute. Le « new normal » de la Chine, c'est donc une croissance tirée par la demande intérieure, une croissance plus faible, et une croissance potentielle de l'ordre de 3 à 4 %.

Thème # 2 : la santé des économies émergentes, frappées tout d'abord par les anticipations de fin du QE américain (2013), par la fin effective de ce programme (2014) et la correction des (excès de) flux qui étaient partis vers ces marchés, puis par la baisse du prix des matières premières et enfin par le fléchissement de la croissance en Chine, les craintes d'inflexion de son régime de change (2015) et de resserrement monétaire aux États-Unis.

Le repli des **marchés émergents** n'est pas non plus nouveau, et cela fait déjà un moment que ces marchés font également l'objet de beaucoup de discussions au sein de notre institution. La question essentielle est bien de définir à quel moment (dès à présent?) il convient de réinvestir dans cette classe d'actifs.

En tout cas, les raisons qui ont justifié les sorties de capitaux de ces marchés sont bien établies :

- Le **QE américain** avait amené un afflux de capitaux très important, à la recherche de zones de croissance et de rendement. Les marchés émergents et les matières premières avaient attiré les investisseurs au-delà des anticipations. Certaines estimations montrent que plus de 20 % des injections de liquidités de la Fed sont parties vers les marchés émergents.

- Il va sans dire que dès que les anticipations de **fin de QE** se sont manifestées, le repli des émergents a été immédiat. Ce repli s'est poursuivi lorsque la Fed a réellement abandonné son programme non conventionnel.

- Le **ralentissement de la Chine** (visible dès 2011 dans des indicateurs comme la consommation de pétrole ou d'électricité) est à l'origine de la poursuite de ce mouvement, qui s'est également amplifié au rythme de la **forte chute du prix du pétrole**: ralentissement chinois, excès de capacités d'exploration, d'exploitation et de production au cours des 15 dernières années, pétrole de schiste américain (hausse de la production de brut américain de +65 % en 5 ans), sables bitumineux canadiens, nouvelle géopolitique au Yémen, décision de l'Arabie Saoudite d'abandonner son soutien au cours du baril... bref une situation semblable à celle de 1985-1986, qui avait provoqué une baisse du prix du baril de plus de 50 %. Pour certains pays, dont les exportations et les recettes budgétaires sont sensibles au pétrole, c'est soit l'asphyxie (Venezuela), soit l'assurance de voir chuter les excédents courants (Russie, Bahrein, Nigeria...) et les excédents budgétaires (Oman, Venezuela, Arabie Saoudite, Azerbaïdjan...) ou une dégradation des déficits déjà existants.

- Le ralentissement économique et la baisse du prix du pétrole ont entraîné une **baisse de l'ensemble des prix des matières premières**, ce qui a impacté des pays comme le Brésil, la Russie...

- Le mouvement sur le **yuan** en août dernier a entraîné une nouvelle phase de dépréciation de l'ensemble des devises émergentes.

- Les **perspectives de resserrement monétaire de la Fed**, deuxième étage de la fusée après la fin du QE, ont affaibli nombre de pays, sensibles aux taux d'intérêt notamment.

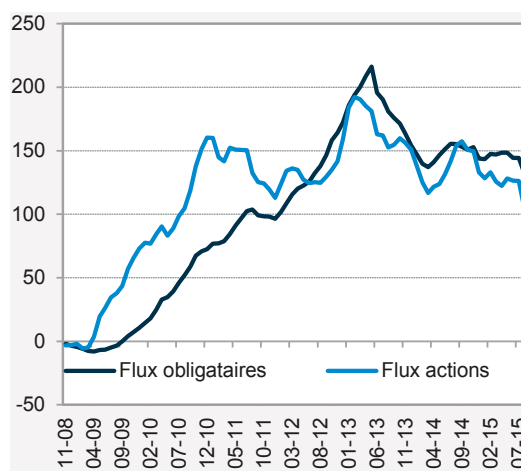
- **Quel est le « new normal » des pays émergents?** Il n'y a malheureusement pas de réponse globale, tant ce « segment » est fragmenté. Il est cependant aisé de montrer que la proximité géographique ne suffit plus à justifier les investissements. **Il n'y a pas plus de bloc Asie, de bloc Europe ou de bloc Latam qu'il n'y a de bloc émergent.** La capacité à avoir une croissance autonome, la relation aux matières premières (producteurs ou consommateurs), le niveau de croissance potentielle (gains de productivité + croissance de la population en âge de travailler) ou encore la soutenabilité de la dette sont devenus des critères incontournables pour assurer une typologie de ce « groupe » de pays. Voilà ce qui ressemblerait au « new normal » des pays émergents. Il faut cependant rappeler que **si les émergents ne sont pas un bloc en temps « normal » (hors crise, les critères d'investissement**



Ce qui se passe en Chine n'est pas étonnant mais pas bien « pricé » non plus



1 Flux cumulés vers les marchés émergents par classe d'actifs



Source : EPFR, Recherche Amundi



Le repli des marchés émergents a débuté en 2013!



Fin du QE, baisse du prix du pétrole et des matières premières, Fed, ralentissement chinois, yuan... les ingrédients pour une baisse des marchés émergents sont nombreux



évoqués ci-dessus sont puissants), il n'en va pas de même en période de crise, où tous les marchés, toutes les devises sont impactés. Les deux derniers mois en sont une preuve évidente, si besoin était.

Thème #3: la croissance mondiale, qui graduellement s'étiole du fait de révisions de la croissance dans les grands pays émergents, alors que la croissance des pays développés nous paraît plus solide au fil des trimestres, dans l'attente, néanmoins, d'un ralentissement en 2017

En tout cas, le niveau de la **croissance mondiale** est le troisième sujet de discussion dans nos réunions d'allocation d'actifs. Rappelons pour mémoire qu'Amundi fait partie des maisons en dessous du consensus pour de nombreuses prévisions macroéconomiques. Le niveau de la croissance mondiale est évidemment important, mais sa composition l'est bien davantage.

Au total, notre prévision est passée de 3,8 % à 2,9 % en l'espace de deux ans. L'essentiel de cette révision à la baisse a eu lieu en 2014, et depuis un an, notre prévision oscille autour de 3 %. À noter que cette baisse est uniquement liée à la partie concernant les économies émergentes, Chine, Russie et Brésil en tête. Pour le reste (États-Unis, Europe notamment), nos prévisions ont été révisées à la hausse.

Le fait que la croissance des pays développés progresse alors que celle des économies émergentes s'effrite, avec en outre un risque de poursuite du ralentissement chinois conforte, bien évidemment en l'absence de crise, notre allocation d'actifs qui faut-il le rappeler :

- est favorable aux actifs risqués ;
- est favorable à la recherche de rendement ;
- mise sur des thématiques actions telles que i) les dividendes (environnement de taux bas) ; ii) les *Consumers* : Europe et États-Unis (taux longs bas, prix du pétrole bas, pouvoir d'achat, salaires et emploi), Europe (cycle de crédit), Chine (transition vers un modèle davantage basé sur la consommation) ; iii) la reprise en Europe et au Japon (cycle plus mûr aux États-Unis) ; iv) les spécificités régionales : le *buyback*, le M & A et le *momentum* des bénéfices au Japon et en Europe, la qualité aux États-Unis ;
- est surpondérée en actions européennes d'abord et ensuite Japon ;
- est surpondérée actions européennes vs. actions américaines ;
- est surpondérée en obligations américaines vs. noyau dur européen ;
- est surpondérée en crédit vs. crédit souverain du noyau dur ;
- mise sur des thématiques taux comme la recherche de *spread* et de rendement,
- n'a plus vraiment actuellement de préférence entre le high yield et l'investment grade en Europe ;
- mise sur des thématiques change telles que la recherche de valeur : devises matières premières (CAD, NOK, et quelques devises EMG) et autres devises sous-évaluées (JPY) ;
- ne mise plus vraiment sur la poursuite de la dépréciation du yen (les positions longues en actions japonaises sont graduellement « dé-hedgées » depuis trois mois) ;
- est sous-pondérée en actifs émergents, actions et dette, les investissements étant depuis bien longtemps très sélectifs : pays consommateurs de matières premières, capables d'avoir une croissance autonome (faible lien avec la Chine aujourd'hui, faible lien avec les pays développés hier), ayant une politique économique crédible, une stabilité politique, une dette modérée et plutôt en monnaie locale... ;
- est sous pondérée en pays/devises matières premières ;
- ne croit plus vraiment en une baisse supplémentaire de l'euro : la meilleure santé économique, la velléité moindre de la Fed à relever ses taux, et les comptes courants constituent de belles forces de rappel pour la devise européenne.



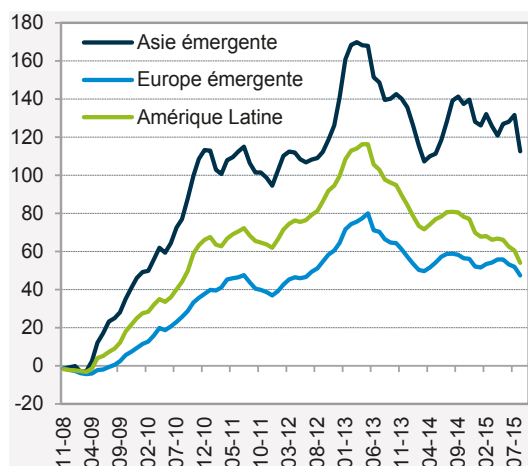
Le « bloc émergent » de plus en plus fragmenté... de belles perspectives d'investissement... plus tard



Plus que le niveau de la croissance mondiale, c'est sa composition qui est cruciale



2 Flux cumulés vers les marchés émergents par région



Source : EPFR, Recherche Amundi



Concevoir/mettre en place des stratégies de macro-hedging prend tout son sens dans l'environnement actuel



Cette allocation d'actifs a peu varié depuis 2014, hormis dans les thématiques jouées. Il faut tout de même insister sur le fait que de nombreux risques inquiètent désormais les marchés financiers (des risques bien plus systémiques que la Grèce ou des élections européennes), et ils sont résumés dans le tableau ci-dessous. Ces risques ne sont pas exclusifs l'un de l'autre.

Les risques extrêmes que craignent les marchés financiers

Événement déclencheur	Crainte	Risque	Référence récente
1. Une hausse des taux mal comprise	Krach obligataire	Modéré	Février 1994
2. Un « hard landing » chinois	Nouvelle chute des marchés émergents	Modéré	1997 – 1998
3. Des craintes d'effondrement de la croissance mondiale	Krach boursier	Faible	2000, 2008
4. Une modification brutale de la politique de change chinoise	Forte dévaluation du yuan	Faible	1994
5. Une nouvelle chute du prix du pétrole et des matières premières	Nouvelle chute des pays producteurs	Modéré	1985-1986, 2013-2014

Toutes ces craintes sont légitimes, et indépendamment des probabilités d'occurrence (difficiles à quantifier), leurs conséquences sont tellement grandes que l'allocation d'actifs ou les activités de macro-hedging doivent en tenir compte.

Accroître l'exposition longue en US TBonds et Bunds a du sens pour protéger les portefeuilles des risques 2, 3, 4 et 5.

Être long volatilité prend tout son sens dans les cas de figure 1, 2, 3 et 4.

Accroître la liquidité des portefeuilles est en ligne avec les risques 1, 2 et 3.

Être long USD est utile dans le cas des scénarios 2, 3, 4 et 5.

Être long JPY dans les scénarios 2, 4 et 5.

ALLOCATION D'ACTIFS PERSPECTIVES COURT TERME



(-) 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

- Surpondération crédit.
 Pas de préférence forte entre IG et HY.
- Réduction du budget de risque sur les actifs risqués.
- Aplatissement des courbes des taux.
- Préférence US par rapport au cœur de la zone euro.
- Dettes émergentes :
 - préférer la dette en devises dures (long USD),
 - ne préférer la dette locale que dans certains cas spécifiques,
 - jouer des thématiques sur les EMG,
- 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).
- Augmentation de la duration.
- 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

OCTOBRE

NIVEAU DE RISQUE

FED: UNE POLITIQUE MONÉTAIRE MAL COMPRISE

La Fed a pré-annoncé sa première hausse des taux : celle-ci devrait avoir lieu fin 2015. 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... sans oublier (4) le contexte international qui a incité la Fed à passer son tour lors de son dernier FOMC.

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 attermoissements 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 prix 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 a été adopté en août dernier, 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 de productivité plus solides. La Chine a les moyens d'accompagner cette – longue – transition, mais la tâche à accomplir est particulièrement difficile et la croissance potentielle s'étiolle. Elle a sans doute chuté de 50 % en l'espace de 10 ans (impact de la démographie et de la productivité). L'assouplissement de la politique monétaire va se poursuivre, et les regards restent rivés sur la politique de change du yuan.

RISQUE MODÉRÉ



CHINE: UNE DÉPRÉCIATION SOUDAINE DU YUAN

La Chine a donné l'impression pendant quelques jours qu'elle abandonnait sa politique de change, préparant les marchés à une vaste dépréciation du yuan. Au-delà des conséquences immédiates très négatives sur les marchés financiers, une telle décision pourrait (devrait ?) être interprétée comme un aveu de faiblesse quant à la politique économique dans son ensemble. Un risque modéré, mais des dégâts potentiels très importants.

RISQUE MODÉRÉ



ÉCONOMIES ÉMERGENTES: UN REPLI PLUS PRONONCÉ DE LA CROISSANCE

Les anticipations de remontée des taux directeurs américains à partir de la 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



Contexte macroéconomique

OCTOBRE		
AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
ÉTATS-UNIS	<p>La reprise continue, portée par la demande des ménages, mais l'industrie reste à la peine</p> <ul style="list-style-type: none"> > La dynamique du marché intérieur reste bonne, portée par l'amélioration du marché de l'emploi (malgré des chiffres de septembre décevants), l'effet bénéfique de la baisse du pétrole sur le pouvoir d'achat des ménages et la progression de la demande de logements. La hausse des salaires, en revanche, manque toujours à l'appel. > 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 pays émergents. > La Fed ne normalisera sa politique que lentement. Les chiffres décevants de l'emploi en septembre réduisent la probabilité d'une hausse de taux dès 2015. Dans tous les cas, le cycle de resserrement sera très graduel. 	<ul style="list-style-type: none"> > Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire »). > Contagion des difficultés économiques et/ou financières du reste du monde. > Hausse excessive du dollar
BRÉSIL	<ul style="list-style-type: none"> > La détérioration des comptes publics s'accroît. Le déficit et la dette publique sont ressortis respectivement à -9.2 % et 65.3 % du PIB. Le marché du travail continue de se dégrader avec un taux de chômage qui atteint les 8.6 %. En lien avec ces mauvais chiffres tous les indicateurs de confiance sont à la baisse (consommateur, industrie, construction, services et retails). > Il est difficile de prévoir une sortie de crise à un horizon court. Le facteur principal de résorption de ces problèmes demeure la restauration de la crédibilité du Gouvernement. 	<ul style="list-style-type: none"> > Une dérive de l'inflation > Un relâchement du policy mix > L'accentuation de l'instabilité politique
EUROPE		
ZONE EURO	<p>La demande interne se reprend progressivement, soutenue par un policy mix favorable.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Les indicateurs du climat des affaires indiquent une poursuite de la reprise au début du T3. La montée des incertitudes concernant les pays émergents n'a pas causé, pour l'heure, de « choc de confiance » sur l'économie européenne. > Les indicateurs portant sur la consommation sont bien orientés. En revanche, l'industrie allemande donne quelques signes de faiblesse en raison de la baisse de régime des pays émergents. > La reprise va se poursuivre, soutenue par la politique monétaire, l'amélioration du crédit et le reflux de l'austérité. La dépréciation de l'euro et du pétrole va continuer de jouer positivement. > 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 et/ou de croissance. 	<ul style="list-style-type: none"> > Contagion des difficultés économiques et/ou financières du monde émergent > Intensification des pressions déflationnistes > Risque politique (montée des partis anti-institutions lors des élections prévues en 2015)
ROYAUME-UNI	<p>Poursuite de la reprise à un rythme soutenu.</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'activité se maintient à un rythme soutenu et bénéficie de la reprise en zone euro, principal partenaire économique du Royaume-Uni. > Le marché de l'emploi poursuit son amélioration et les salaires progressent. > Le calendrier de resserrement de la BoE, très attentive au taux de change, dépendra de celui de la Réserve fédérale américaine. 	<ul style="list-style-type: none"> > Hausse de la livre > Référendum prévu en 2016 (ou 2017) sur la sortie de l'UE
ASIE		
CHINE	<p>La Chine dans l'ère des "3D" : décélération économique, dépréciation du yuan et déflation</p> <ul style="list-style-type: none"> > Décélération de l'économie : Avec la baisse des bénéfices de la croissance de la main-d'œuvre et de la productivité, la décélération de la croissance est inévitable en Chine. Un atterrissage forcé n'est pas le scénario le plus plausible, mais sa probabilité s'est accrue. Facteur critique : la façon dont le marché ajuste ses anticipations à l'ampleur et à la vitesse du ralentissement économique. > Dépréciation du yuan : Les interventions en cours sont coûteuses et le CNY se stabilise, après une nette dépréciation en août. Facteur critique : la façon dont les autorités chinoises gèrent les anticipations (coordination des politiques et indications prospectives sensées). > Déflation : Cela fait exactement 4 ans que l'IPP recule ; sa baisse se prolonge et continue de s'accroître, pesant grandement sur les bénéfices des entreprises. 	<ul style="list-style-type: none"> > Décélération de l'économie > Dépréciation du yuan > Déflation des prix
INDE	<p>La croissance indienne est sur le point de se redresser, dans un contexte d'inflation contenue/politiques accommodantes à la faveur du report de la hausse des taux de la Fed</p> <ul style="list-style-type: none"> > Comme prévu, la décélération plus rapide que prévu de l'inflation officielle et le report de la hausse des taux de la Fed ont poussé la RBI à réduire ses taux plus qu'attendu (-50 pb) en septembre 2015. > Nous anticipons toujours davantage de mesures d'assouplissement monétaire et de probabilités de nouvelle baisse des taux (réduction du coût réel du financement) avant la fin de l'année. > Selon nous, la patience portera ses fruits et l'économie indienne est sur le point de se redresser, soutenue par les politiques et la faiblesse prolongée des prix des matières premières. 	<ul style="list-style-type: none"> > La croissance indienne va se redresser grâce à l'inflation contenue, aux politiques accommodantes et aux prix durablement bas des matières premières
JAPON	<p>L'économie s'est contractée au T2.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Les chiffres économiques portant sur le début du T3 sont, dans l'ensemble, décevants. Quelques signes encourageants sont observés concernant la consommation, mais le Japon est très exposé au ralentissement chinois. > Des mesures budgétaires devraient cependant venir soutenir la croissance en 2016. > La probabilité de mesures supplémentaires de la part de la BoJ s'accroît. 	<ul style="list-style-type: none"> > Exposition au ralentissement chinois > Reflux de l'inflation avec la baisse du prix du pétrole



Prévisions macroéconomiques et financières

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- États-Unis**: le cycle d'expansion est inachevé. Le marché de l'emploi poursuit son amélioration (malgré une légère décélération) 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 ménages doivent s'adapter à des prix plus élevés. La hausse des salaires est la clef d'une reprise durable mais le ralentissement chinois pèse sur la confiance des entreprises. L'évolution des salaires est la clef de la reprise, les ménages devant s'adapter aux hausses de prix.
- 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. À noter, que face à la détérioration de la situation économique et politique, nous avons révisé nos prévisions de croissance à la baisse -3 % pour 2015 et -1,5 % pour 2016 début septembre.
- Russie**: La croissance du PIB est ressortie à -4,6 % au T2 et les indicateurs conjoncturels au troisième trimestre font état d'une amélioration de la situation. Nous maintenons notre scénario de forte récession en 2015 (-4,5 %) suivi de -1,8 % en 2016.

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
États-Unis	2,4	2,4	2,4	1,7	0,3	1,8
Japon	-0,1	0,6	1,5	2,6	0,6	1,5
Zone euro	0,9	1,4	1,5	0,4	0,2	0,9
Allemagne	1,6	1,7	1,6	0,8	0,4	1,5
France	0,2	1,1	1,2	0,6	0,3	0,8
Italie	-0,4	0,8	1,2	0,2	0,1	0,5
Espagne	1,4	2,9	2,3	-0,2	-0,3	0,5
Royaume-Uni	3,0	2,4	2,2	1,5	0,3	1,7
Russie	0,6	-4,5	-1,8	7,8	14,0	10,0
Turquie	2,9	2,9	2,5	8,9	7,3	7,5
Chine	7,4	6,5	6,0	2,0	1,5	1,2
Inde	7,3	7,2	7,4	6,0	5,2	5,4
Indonésie	5,0	4,8	5,0	6,4	7,0	6,8
Brésil	0,1	-3,0	-1,5	6,3	9,0	7,0
Pays développés	1,6	1,8	2,0	1,4	0,5	1,5
Pays émergents	4,7	3,8	3,9	3,9	4,4	4,1
Monde	3,3	2,9	3,0	2,7	2,6	2,9

Source: Recherche Amundi

PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- Fed**: la probabilité d'une première hausse de *fed funds* en décembre a baissé mais elle pourrait toutefois se matérialiser pour des raisons politiques. Quoiqu'il en soit, le cycle de resserrement monétaire sera très 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 très élevée. La BCE gardera des taux zéro pendant plusieurs années.
- BoJ**: face aux mauvais chiffres japonais, la BoJ va vraisemblablement étendre sa politique d'assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE).
- BoE**: la 1^{re} hausse de taux directeurs arrivera après celle de la Fed.

	8/10/2015	Amundi + 6m.	Consensus T1 2016	Amundi + 12m.	Consensus T3 2016
États-Unis	0,25	0,50	0,60	1,00	1,05
Zone euro	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,65	1,00	1,00

PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- États-Unis**: la hausse des taux longs américains sera très faible. Les taux courts grimperont davantage.
- Zone euro**: les pressions baissières sur les taux, liées au QE de la BCE, vont continuer à peser.
- Royaume-Uni**: la hausse des taux longs britanniques sera lente et limitée.
- 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					
	8/10/2015	Amundi + 6m.	Consensus T1 2016	Amundi + 12m.	Consensus T3 2016
États-Unis	0,64	1,00/1,20	1,11	1,20/1,40	1,54
Allemagne	-0,25	-0,20/0,00	0,05	-0,20/0,00	0,19
Japon	0,01	0,00/0,20	0,03	0,00/0,20	0,06
Royaume-Uni	0,59	0,60/0,80	1,10	1,00/1,20	1,50

Taux 10 ans					
	8/10/2015	Amundi + 6m.	Consensus T1 2016	Amundi + 12m.	Consensus T3 2016
États-Unis	2,08	2,20/2,40	2,49	2,20/2,40	2,80
Allemagne	0,59	0,60/0,80	0,90	0,60/0,80	1,15
Japon	0,33	0,20/0,40	0,46	0,20/0,40	0,60
Royaume-Uni	1,82	2,00/2,20	2,28	2,20/2,40	2,53

PRÉVISIONS DE CHANGE

- EUR**: les perspectives sont asymétriques, la BCE n'hésitera pas à intervenir en cas d'appréciation de l'euro.
- USD**: le dollar devrait s'apprécier 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.

	7/10/2015	Amundi + 6m.	Consensus T1 2016	Amundi + 12m.	Consensus T3 2016
EUR/USD	1,13	1,05	1,07	1,05	1,07
USD/JPY	120	125	124	125	125
GBP/USD	1,53	1,50	1,54	1,54	1,55
USD/CHF	0,97	1,05	1,02	1,05	1,05
USD/NOK	8,14	8,76	8,46	8,76	8,34
USD/SEK	8,24	8,76	8,70	8,67	8,67
USD/CAD	1,30	1,35	1,35	1,40	1,32
AUD/USD	0,72	0,65	0,69	0,65	0,68
NZD/USD	0,66	0,60	0,61	0,60	0,61

1 Commerce mondial : le grand découplage (entre pays avancés et émergents) ?

DIDIER BOROWSKI, Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Pour la première fois depuis 2008, le volume du commerce mondial s'est contracté au 1^{er} semestre 2015 (-3 % en rythme annualisé). Une telle évolution n'est pas anodine car on ne l'observe qu'à deux reprises au cours des 25 dernières années : en 2001, suite à l'explosion de la bulle technologique, et en 2008-2009, lors de la grande crise financière.

S'il existe des raisons structurelles qui peuvent expliquer le ralentissement du commerce mondial (pause dans le mouvement de mondialisation, relocalisation de certains pans de la production¹), **c'est clairement la dimension conjoncturelle qui domine dans le repli observé au 1^{er} semestre 2015**. En effet, les retournements du côté des importations retracent en règle générale, avec un temps d'avance sur les comptes nationaux, les points de retournement du côté de la demande intérieure². La décomposition par zone géographique de l'évolution est riche d'enseignements et vient nourrir la thèse du découplage entre les pays avancés et les pays émergents.

L'Asie et le Moyen-Orient sont à l'origine de la contraction du commerce mondial...

Ce sont les importations des pays d'Asie qui se replient le plus nettement (-10 % en rythme annualisé au 1^{er} semestre), une contraction presque aussi forte que lors de la crise asiatique de 1997-1998. La contraction des importations en volume des pays émergents, pris dans leur ensemble, est d'ailleurs plus marquée (-10 % en rythme annualisé au 1^{er} semestre 2015 vs. -6 % au 2nd semestre 1998). À l'époque, le commerce mondial avait certes fortement ralenti mais sans se contracter. Le repli observé au 1^{er} semestre 2015 s'explique par le fait que le ralentissement des importations concerne de nombreuses zones simultanément (cf. tableau).

Commerce mondial (volume)					
Taux de croissance (%)	1992-2007 (*)	mi-2011/ mi-2015 (*)	S1 2014 (**)	S2 2014 (**)	S1 2015 (**)
Monde	7,0	2,8	1,6	5,8	-1,9
- Exportations	6,9	2,9	1,6	6,1	-1,3
- Importations	7,1	2,6	1,6	5,5	-2,5
Pays développés					
- Exportations	5,5	1,6	0,6	4,0	0,8
- Importations	5,8	1,2	2,4	4,0	3,5
Pays émergents					
- Exportations	9,3	4,3	2,6	8,1	-3,4
- Importations	9,8	4,3	0,8	7,1	-8,7

Source : Datastream, CPB, Recherche Amundi

(*) Moyenne des % en ga (sur données mensuelles), (**) % 6m/ 6m, rythme annualisé

¹ De nombreux facteurs ont été avancés pour expliquer le ralentissement du commerce mondial depuis la grande crise financière. Nous avons résumé les principales causes avancées dans le n° 9 du cross asset de septembre 2015.

² En réalité, les points de retournement sur les importations et la demande intérieure sont concomitants. Mais les statistiques douanières (d'où proviennent les statistiques mensuelles d'importations) ont un temps d'avance sur les comptes nationaux.

L'essentiel

Pour la première fois depuis 2008, le volume du commerce mondial s'est contracté au 1^{er} semestre 2015. Une telle évolution n'est observée qu'à deux reprises au cours des 25 dernières années. La décomposition par zone géographique de l'évolution vient nourrir la thèse du découplage entre les pays avancés et les pays émergents.

Ce sont les importations des pays d'Asie qui se replient le plus nettement, une contraction presque aussi forte que lors de la crise asiatique de 1997-1998. Mais **dans les pays avancés, les importations ont continué de progresser au 1^{er} semestre**. C'est là une différence notable avec les épisodes antérieurs de contraction du commerce mondial, qui trouvaient leur origine du côté de la demande interne des pays avancés (en 2001 puis en 2008-2009).

En 2015 et 2016, la contribution négative du commerce empêchera vraisemblablement la croissance mondiale d'accélérer significativement. Mais l'effet sur la croissance mondiale devrait pouvoir être amorti par la consommation des ménages dont le pouvoir d'achat s'améliore avec la chute des prix des matières premières. C'est probablement ce qu'indique le découplage observé aujourd'hui entre les importations des pays avancés et celles des pays émergents.



Pour la première fois depuis 2008, le volume du commerce mondial s'est contracté au 1^{er} semestre 2015



Le ralentissement économique dans les économies émergentes a probablement été beaucoup plus marqué en début d'année que ce que les statistiques officielles n'indiquent³. Dans les pays tributaires des matières premières (Moyen-Orient par exemple), la contraction des importations s'explique par la chute des cours du pétrole. Dans les pays très intégrés avec la Chine (Taïwan, Hong Kong...), la baisse de l'investissement en Chine joue sans doute un rôle central. Compte tenu des soubresauts financiers observés depuis le mois d'août et de la fragilisation croissante de nombreuses économies, il paraît assez probable que la contraction du commerce se poursuive au 2nd semestre 2015 voire en 2016 (en Asie et au Moyen-Orient, mais aussi dans certains pays d'Amérique latine).

...mais n'entraînent pas dans leur sillage les pays avancés

À ce stade, il est plutôt rassurant d'observer que la contraction du commerce s'observe seulement dans les pays émergents. **Dans les pays avancés, les importations continuaient en effet de progresser au 1^{er} semestre.** C'est là une différence notable avec les épisodes antérieurs de contraction du commerce mondial, qui trouvaient leur origine du côté de la demande interne des pays avancés (en 2001 puis en 2008-2009). Aujourd'hui, la plupart des enquêtes (qu'elles soient réalisées auprès des chefs d'entreprises ou des ménages) tendent à montrer que le cycle économique (domestique) se poursuit dans les pays avancés, tirés en particulier par la consommation.

Importations (volume)

Taux de croissance (%)	1992-2007 (*)	mi-2011/ mi-2015 (*)	S1 2014 (**)	S2 2014 (**)	S1 2015 (**)
Monde	7,1	2,6	1,6	5,5	-2,5
Pays développés	5,8	1,2	2,4	4,0	3,5
- États-Unis	8,5	3,1	3,8	7,2	7,3
- Zone euro	5,1	-0,1	2,5	2,4	3,0
- Japon	14,1	3,7	1,8	-3,5	-2,6
Pays émergents	9,8	4,3	0,8	7,1	-8,7
- Asie (hors Japon)	10,1	4,1	-2,1	12,5	-11,7
- Amérique latine	8,9	4,3	3,4	3,7	1,6
- Europe centrale & orientale	14,1	3,7	1,8	-3,5	-2,6
- Afrique & Moyen-Orient	6,5	5,7	6,6	3,3	-10,4

Exportations (volume)

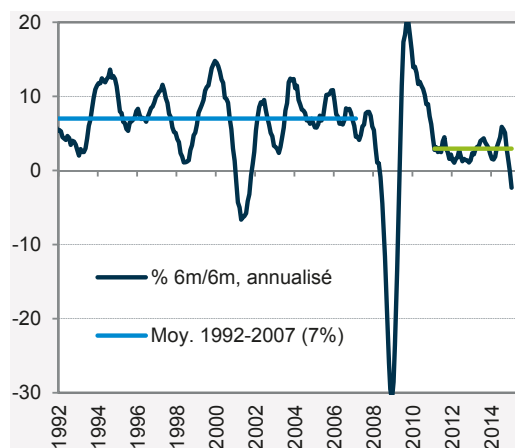
Taux de croissance (%)	1992-2007 (*)	mi-2011/ mi-2015 (*)	S1 2014 (**)	S2 2014 (**)	S1 2015 (**)
Monde	6,9	2,9	1,6	6,1	-1,3
Pays développés	5,5	1,6	0,6	4,0	0,8
- États-Unis	6,3	3,5	-0,6	7,4	-5,5
- Zone euro	6,0	1,3	1,9	2,7	3,1
- Japon	11,6	5,2	5,7	1,1	6,8
Pays émergents	9,3	4,3	2,6	8,1	-3,4
- Asie (hors Japon)	11,5	4,7	2,4	11,4	-9,3
- Amérique latine	8,2	4,4	1,9	6,1	12,1
- Europe centrale & orientale	11,6	5,2	5,7	1,1	6,8
- Afrique & Moyen-Orient	3,2	1,0	-0,3	2,5	1,5

Source : Datastream, CPB, Recherche Amundi

(*) Moyenne des % en ga (sur données mensuelles), (**) % 6m/ 6m, rythme annualisé

³ Sur ce point, on pense notamment à l'économie chinoise dont les statistiques de PIB surestiment très certainement l'activité économique.

1 Croissance du commerce mondial en volume



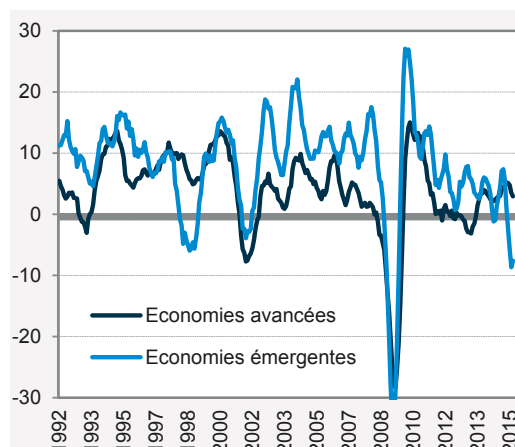
Source : Datastream, Recherche Amundi



La contraction du commerce s'observe seulement dans les pays émergents



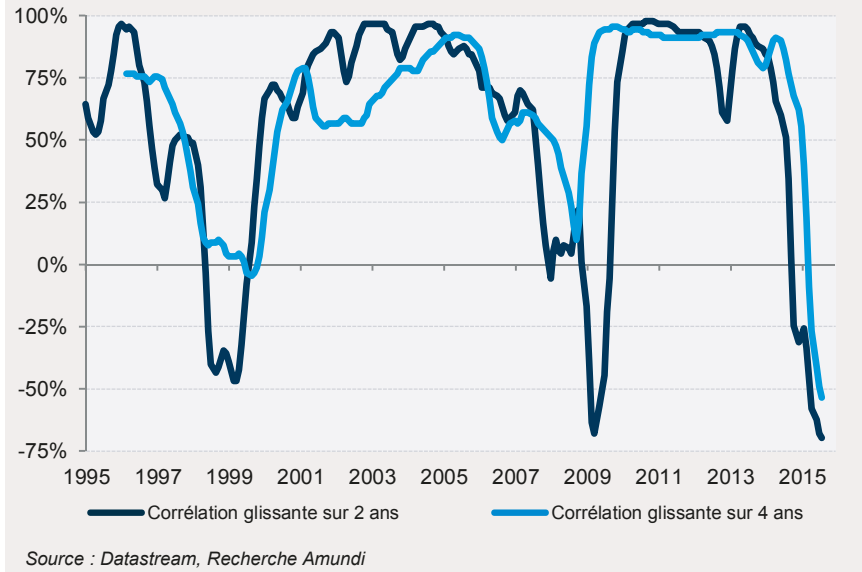
2 Importations en volume (% 6m/6m, rythme annualisé)



Source : Datastream, Recherche Amundi

De façon intéressante, le ralentissement des exportations est au final également beaucoup plus marqué du côté des pays émergents que du côté des pays avancés, ce qui peut s'expliquer par la nature de l'intégration commerciale : d'une part, les pays avancés continuent d'effectuer majoritairement leur commerce entre eux (cf. graphique ci-dessous) et, d'autre part, l'organisation des chaînes de production (en Asie notamment) repose sur des échanges des produits entre pays émergents.

La corrélation entre les importations des pays avancés et des pays émergents est négative depuis 4 ans : du jamais vu au cours des 25 dernières années

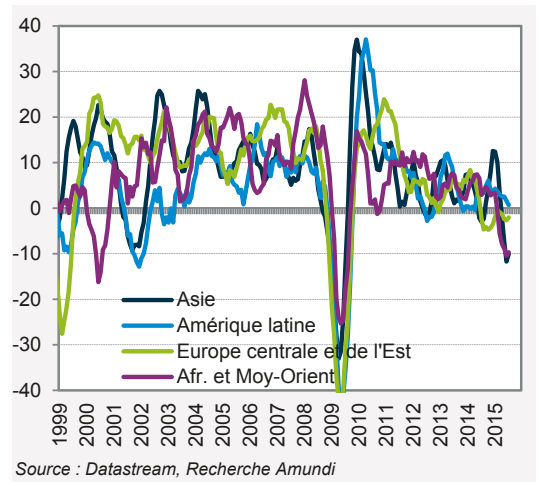


Conclusion : pas de récession mondiale en perspective

La contraction du commerce mondial va clairement peser sur la croissance du PIB mondial ainsi que sur l'activité et les profits de nombreuses entreprises exportatrices dans les pays avancés. Toutefois, les multiplicateurs de commerce ont chuté en raison de la baisse des élasticités-revenu du commerce extérieur⁴. **Ce qui signifie que les exportations des pays avancés sont devenues moins sensibles que par le passé à la demande mondiale qui leur est adressée. La courroie de transmission des chocs commerciaux s'est donc affaiblie.** En 2015 et 2016, la contribution négative du commerce empêchera vraisemblablement la croissance mondiale d'accélérer significativement. Mais dans la mesure où le commerce avait déjà cessé de jouer un rôle moteur au cours des dernières années, l'effet sur la croissance mondiale devrait pouvoir être amorti par la consommation des ménages dans les pays avancés, dont le pouvoir d'achat s'améliore avec la chute des prix des matières premières. C'est probablement ce qu'indique le découplage observé aujourd'hui entre les importations des pays avancés et celles des pays émergents.

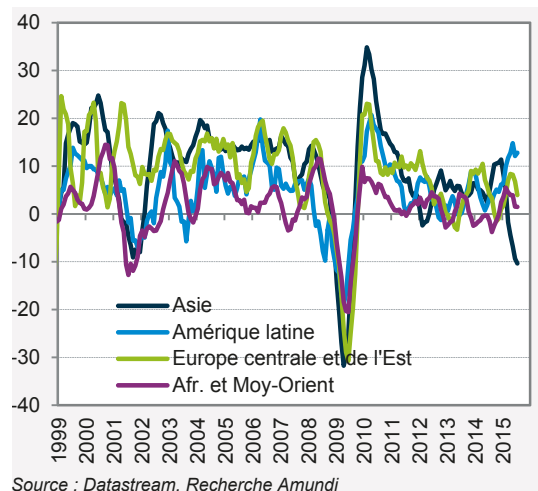
⁴ Le commerce mondial évolue désormais beaucoup plus en ligne avec le PIB mondial que par le passé. Durant les 25 années qui ont précédé la grande crise financière, le commerce mondial évoluait deux fois plus vite que le PIB mondial. Ce qui signifie implicitement que les élasticités-revenus du commerce extérieur ont diminué.

3 Importations en volume (% 6m/6m, rythme annualisé)



“ Les exportations des pays avancés sont devenues moins sensibles que par le passé à la demande mondiale qui leur est adressée ”

4 Exportations en volume (% 6m/6m, rythme annualisé)



2 Les exportations américaines à l'épreuve du ralentissement mondial

TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

C'est sur la vigueur de la reprise américaine que reposent aujourd'hui tous les espoirs de voir la croissance économique mondiale se maintenir à un rythme soutenu en 2016, dans un contexte de dégradation des perspectives des pays émergents et d'amélioration toujours lente en zone euro. **Cependant, l'exposition relativement faible de l'économie américaine à la conjoncture externe ne signifie pas, loin de là, une immunité complète.**

Nous nous intéresserons ici aux perspectives des exportations américaines qui, sauf en cas de crise financière systémique (qui assurerait la prééminence d'autres canaux de diffusion, tels que la finance et la confiance) constituent l'une des principales courroies de transmission aux États-Unis du manque de vigueur économique du reste du monde. De fait, les exportateurs américains subissent déjà la double pression de la hausse du dollar et de la faible croissance d'autres régions, une pression qui risque de s'accroître en 2016.

Exportations américaines : un poids dans l'économie plus faible qu'ailleurs, ce qui ne signifie pas négligeable

Comme le montre le graphique 1, le poids de la demande extérieure dans le PIB est, aux États-Unis, beaucoup plus faible que dans les autres grands pays développés. C'est le cas aussi bien si l'on considère les **exportations brutes** que si l'on isole la **valeur ajoutée** effectivement produite aux États-Unis et intégrée dans des produits dont la destination finale est l'étranger, afin de ne compter ni le contenu importé des exportations, ni la part des exportations américaines entrant dans la constitution de produits finis réimportés ensuite par les États-Unis*.

Malgré cette faible exposition, la dynamique des exportations a eu à une époque récente, un effet marqué sur la croissance américaine. Ainsi, le graphique 2 montre comment le rebond des exportations a été, en 2010-2011, un contributeur important à la reprise, après avoir lourdement pesé au cours de la récession de 2009.

Depuis 2011-2012, les exportations ont eu moins d'effet sur la tendance de moyen terme, tout en jouant fortement sur la volatilité du PIB trimestriel. La contribution nette du commerce extérieur a été négative au cours des 5 dernières années, mais surtout en raison d'une hausse des importations plus forte que celle des exportations, dans un contexte de rebond de la demande interne aux États-Unis. Notons cependant que les fortes variations trimestrielles des exportations ont été, récemment, la source de fausses alertes sur la croissance américaine**. En raison de cette volatilité, il est plus prudent de s'en tenir à l'étude des variations des chiffres du commerce extérieur sur un an.

Les exportations de biens désormais en baisse sur un an

Toujours positives au T2 2015, les exportations (biens et services) n'en avaient pas moins déjà fortement décéléré (en hausse de +1,5 % sur un an contre +4,3 % quatre trimestres plus tôt, ramenant leur contribution au PIB de +0,6pp à +0,2pp).

Les chiffres déjà disponibles du début du 3^e trimestre montrent une dégradation plus marquée (si l'on s'en tient, cette fois, aux seules exportations de biens, en utilisant une moyenne mobile 3 mois), avec **une baisse, en août, de -2,5 % sur un an en volume, soit la plus forte chute depuis novembre 2009.** Un examen de la structure et de la variation des exportations américaines par type de produits et par destination permet déjà de formuler quelques hypothèses.

Une faible exposition directe aux pays émergents (Mexique excepté), mais il faut compter avec l'exposition indirecte, notamment via le Canada

Les plus fortes préoccupations concernent aujourd'hui les perspectives des exportations vers les pays émergents. Le graphique 4 rappelle quelques ordres de grandeur à ce sujet :

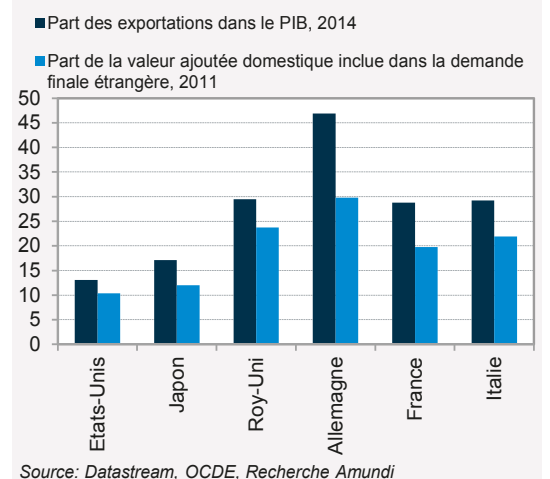
L'essentiel

Les États-Unis devront compter, en 2016, avec la pression qu'exerceront sur leurs exportations la médiocrité ou la dégradation de la conjoncture dans d'autres régions du monde et le niveau plus élevé du dollar.

Même si l'économie américaine est moins ouverte sur le monde extérieur que celles des autres grands pays développés, ces courants contraires doivent être pris en compte. Cependant, il faut garder à l'esprit que le commerce vers certaines régions s'est déjà fortement dégradé, que l'effet de la hausse du dollar est déjà ressenti et que la poursuite de ces tendances ne signifie pas forcément leur aggravation. Concernant les exportations vers l'Asie, le pire est probablement à venir, mais elles ne représentent pas un poids suffisant pour casser la dynamique de la reprise américaine. Aussi, le ralentissement des exportations va quelque peu freiner la croissance aux États-Unis, mais ne suffira pas à causer la fin du cycle d'expansion actuel, à laquelle il ne pourrait contribuer qu'en conjonction avec d'autres facteurs externes ou domestiques.

“ Les exportations américaines ont déjà contribué à plusieurs fausses alertes sur la croissance ”

1 Poids de la demande externe dans l'économie



- Les exportations vers les **pays émergents hors Mexique** ne représentent qu'environ un tiers de l'ensemble, dont environ 10 % pour la **Chine** (en ajoutant Hong Kong) et à peine un peu plus pour l'**Amérique Latine** (les données en valeur ajoutée, malgré des différences, montrent des ordres de grandeur similaires).

- Le **Mexique**, deuxième destination des exportations américaines, est un cas à part, dans la mesure où son économie fluctue largement en fonction du cycle américain lui-même, avec toutefois également une exposition au pétrole.

- Il faut également compter avec l'exposition indirecte aux pays émergents via le **Canada**, premier client des États-Unis et gros exportateur de matières premières (dont l'effondrement récent des cours s'explique, en partie au moins, par le ralentissement chinois).

La baisse des exportations semble, jusqu'à présent, porter davantage la marque du dollar que celle du cycle manufacturier mondial

Les exportations par type de produits montrent une nette prépondérance des biens d'équipements et des biens intermédiaires, et une part relativement faible des biens de consommation (graphique 5). On pourrait donc s'attendre à ce que les exportations américaines fluctuent en fonction du cycle industriel mondial. L'examen des données en volume (graphique 6) montre pourtant que les exportations de fournitures industrielles sont restées stables, sur un an, alors que celles de biens d'équipements et du secteur automobile ont nettement fléchi, indication possible d'une prépondérance récente de l'effet dollar (en supposant que les exportations de biens d'équipement sont plus sensibles aux variations de change que les biens intermédiaires**).

L'effet direct de la baisse des matières premières est plus visible que celui du ralentissement chinois

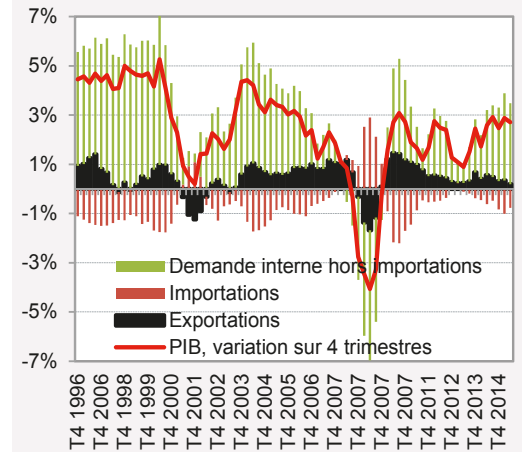
Un examen des données par région de destination permet également de dégager quelques tendances, même si l'absence de données en volume rend la lecture des chiffres difficiles. Nous avons également fait figurer une approximation des données en volume en utilisant le déflateur général des exportations (des chiffres à manier avec une grande prudence et susceptibles de communiquer de faux signaux car la structure des exportations diffère d'une région de destination à l'autre). Les chiffres des importations totales en volume de certains partenaires commerciaux-clefs (graphique 10) fournissent aussi quelques éléments de comparaison.

Variation sur 12 mois, août 2015, MM3M	Europe	Canada	Mexique	Amérique Latine	Chine + Hong Kong	Japon	Autres Pacifique	Afrique + OPEP
En USD	-9,1%	-11,7%	0,0%	-17,2%	-2%	-8,2%	-1,4%	-17,2%
Approximation en volume (même déflateur)	-3%	-5,8%	6,7%	-11,6%	4,5%	-2,1%	5,3%	-11,6%

Source : US Census

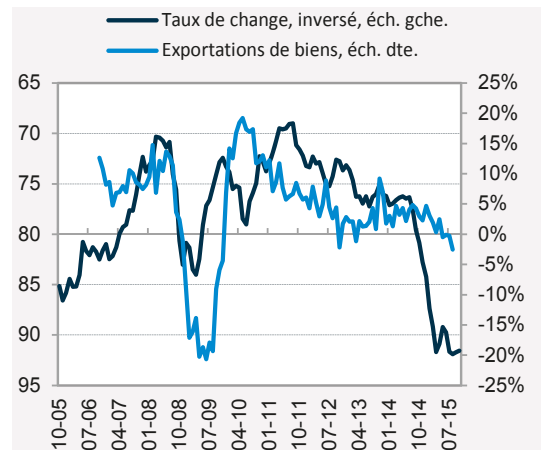
On remarque une très forte chute des exportations en nominal vers les zones productrices de matières premières (Canada, Amérique Latine, OPEP et Afrique). La majeure partie de ce recul s'explique par les prix des produits pétroliers eux-mêmes (les États-Unis intervenant dans la chaîne de transformation de ces produits, vers certaines zones du moins), mais, à la lecture des chiffres détaillés publiés par l'US Census, il est possible de distinguer également un très fort recul des exportations de matériel destiné à l'industrie pétrolière, probablement surtout en raison d'un effondrement des volumes (ainsi, près des trois quarts du recul de 4,5 Mds des exportations

2 Contributions à la variation du PIB des États-Unis sur 4 trimestres, volumes



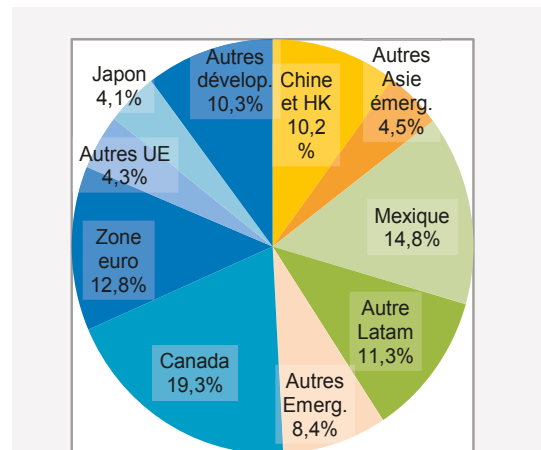
Source : US BEA, Recherche Amundi

3 Taux de change effectif du dollar et variation des exportations de biens en volume (MM3M sur un an)



Source : Datastream, US Census Bureau, Recherche Amundi

4 Exportations de biens par destination, % du total, 2014



Source : FMI, Recherche Amundi

de biens d'équipements entre la période allant de janvier à août 2014 et la période équivalente de 2015 s'expliquent par les sous-secteurs des machines d'excavation et des équipements de forage).

À l'inverse, bien qu'en recul en nominal, les **exportations vers la Chine et l'Asie hors Japon étaient probablement, en août 2015, encore en progression** en volume (une hypothèse corroborée par les chiffres des importations chinoises entre le T2 2014 et le T2 2015, cf. graphique 9).

Les **exportations vers l'Europe, pour leur part, semblaient sur une dynamique légèrement baissière** en volume. Dans ce cas, il faut probablement y voir un effet du dollar fort, car les importations de la zone euro sont plutôt sur une tendance haussière.

Enfin, **les exportations vers le Mexique semblaient être en progression**, un chiffre en ligne avec celui des importations totales mexicaines en volume (et avec la progression de la demande interne aux États-Unis, car nombre de biens intermédiaires entrent dans la composition de produits finis qui re-franchissent ensuite la frontière).

D'une façon générale, ces chiffres, malgré leur difficulté d'interprétation, pourraient donc indiquer que la hausse du dollar et l'affaiblissement des économies productrices de matières premières ont déjà produit une partie importante de leurs effets sur les exportations américaines, mais que, concernant le commerce avec l'Asie, le pire est probablement encore à venir.

Quels sont les effets encore à venir de la hausse du dollar ?

Il paraît raisonnable de partir du principe (conforme aux résultats de certains modèles et articles de recherche, voir *** et l'encadré sur les récentes conclusions de chercheurs de la Réserve fédérale de New York) suivant lequel un choc de devises, s'il est ressenti pendant plusieurs années, exerce en général (et malgré quelques contre-exemples récents flagrants, notamment dans le cas du Japon) son poids maximum sur le taux de croissance des exportations (et de l'économie) d'un pays, au bout d'un an environ (avec, selon d'autres modèles, toutefois, une intensité similaire jusqu'à la deuxième année).

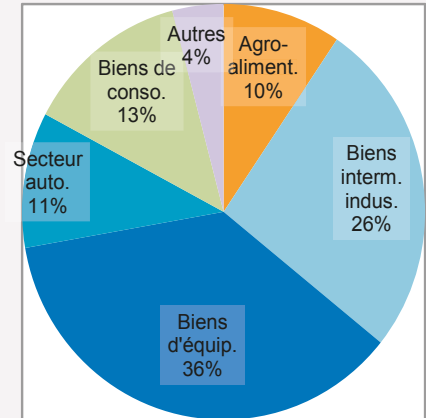
Notons que si le dollar a récemment gravi un palier supplémentaire (suite à la dévaluation du renminbi en août 2015), la moitié environ de sa hausse depuis juin 2014 avait déjà été effectuée (notamment en raison de sa forte appréciation vis-à-vis de l'euro) fin 2014, et aura donc eu le temps d'exercer une part importante de son effet (quoique peut-être moins que la moitié) sur les exportations américaines d'ici fin 2015. Il faut donc s'attendre à une pression un peu (mais pas démesurément) plus importante en 2016, à taux de change inchangé par rapport aux niveaux actuels. Notons d'ailleurs que le taux de change effectif du dollar, tel que calculé par la Fed, intègre la parité avec le renminbi chinois à raison de 21 % de son panier, un poids cohérent pour le couple exportations/importations mais excessif si l'on s'en tient aux seules exportations.

Quels sont les effets encore à venir du momentum du reste du monde ?

L'effet négatif, sur les exportations américaines, du ralentissement de l'économie des autres régions du monde se diffuse probablement, pour sa part, plus rapidement (moins d'un an) que l'effet lié à la devise. Plus d'un an après le début de la baisse du cours du pétrole, qui donne à présent des signes de stabilisation, et alors que les économies des pays producteurs sont déjà durement éprouvées, **le recul des exportations en volume vers les producteurs de matières premières va se poursuivre, mais probablement pas s'intensifier.**

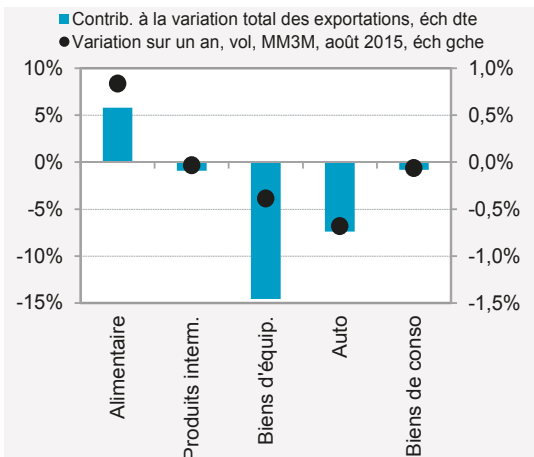
Vers l'Europe, la part qui reste à venir de l'ajustement des exportations en volume du fait de l'évolution, jusqu'à présent, de la parité EUR/USD (sur laquelle nous n'attendons pas de nouveau mouvement majeur en 2016) devrait être, au moins en partie, compensée par la poursuite de la reprise économique de cette région (que nous attendons même légèrement plus forte en 2016 qu'en 2015). Aussi, si les exportations américaines vers cette région peuvent encore se replier, ce ne sera pas de façon très marquée.

5 Exportations de biens par types de produits, 2014



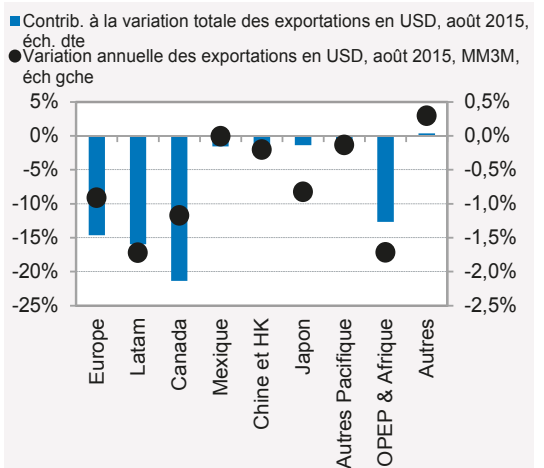
Source: US Census Bureau, Recherche Amundi

6 Variations sur un an des exportations par catégories et contribution à la variation totale des exportations



Source : US Census Bureau, Recherche Amundi

7 Variation des exportations en USD vers chaque pays/région et contribution à la variation totale



Source : US Census, Recherche Amundi

Ce sont, probablement, les exportations vers l'Asie (Chine et pays affectés par le ralentissement chinois, par d'autres canaux que celui des matières premières) qui réserveront le plus de mauvaises surprises en 2016 par rapport à 2015, dans la foulée de la dégradation supplémentaire du momentum chinois en 2015. Cet effet se cumulera avec celui, encore à venir, de la dévaluation du renminbi (et de l'accélération à la baisse des autres devises asiatiques). Ceci dit, il faut garder à l'esprit le faible poids des exportations vers ces régions dans le PIB américain (à peine un quart des exportations, soit environ 2,5 % du PIB) et le fait que l'on attend plutôt une décélération supplémentaire qu'une véritable contraction des économies asiatiques.

En conclusion, nous pouvons nous attendre à ce que les à-coups des exportations, comme elles l'ont déjà fait récemment, continuent de peser occasionnellement sur les chiffres trimestriels, volatils, de la croissance économique américaine (et cela devrait être le cas lors de la publication de la 1^{re} estimation de la croissance du 3^e trimestre, au vu des dernières données disponibles).

À l'horizon de toute l'année 2016, cependant, les projections de croissance des pays pesant le plus lourd dans le commerce extérieur américain ne plaident pas pour un effondrement (graphique 10). Aussi, les exportations, pourraient, au plus, se replier légèrement en volume et devenir un contributeur négatif au PIB américain, mais sans peser suffisamment pour casser la dynamique d'une reprise largement soutenue par les fondamentaux domestiques. Un repli de -2 % des exportations en volume sur un an (une hypothèse probablement exagérément pessimiste) signifierait une contribution négative au PIB d'environ -0,25pp, soit une réduction d'environ -0,45pp par rapport à la contribution des exportations à la fin du T2 2015 : un effet clairement perceptible, sans être radical.

La hausse des importations peut également continuer de jouer négativement (et se trouver renforcée par la hausse du dollar qui conduit les entreprises et les ménages américains à substituer des fournitures importées aux produits domestiques) mais il s'agira là d'un effet ambigu car d'autant plus fort que la demande interne américaine sera vigoureuse. Par conséquent, pour qu'un ralentissement sévère en Asie vienne à bout de la reprise américaine en 2016, il faudrait soit qu'il s'accompagne de chocs financiers majeurs transmis par d'autres canaux que ceux du commerce international, soit qu'il intervienne en conjonction avec un affaiblissement des moteurs de la demande domestique aux États-Unis.

Hausse du dollar : quel effet sur la croissance américaine ?

Des chercheurs de la Réserve fédérale de New York ont récemment estimé qu'une appréciation de 10 % du taux de change effectif du dollar était susceptible d'abaisser le niveau des exportations américaines de 2,6pp au bout d'un an par rapport à un « scénario de base » (à dollar inchangé). Au bout de deux ans, l'effet cumulé de cette hausse du dollar sur les exportations est de -3.5pp.

Sur le niveau des importations, l'effet de cette même hausse du dollar est une augmentation de leur niveau de +0,9pp au bout d'un an et de +1,6pp (cumulé) au bout de deux ans.

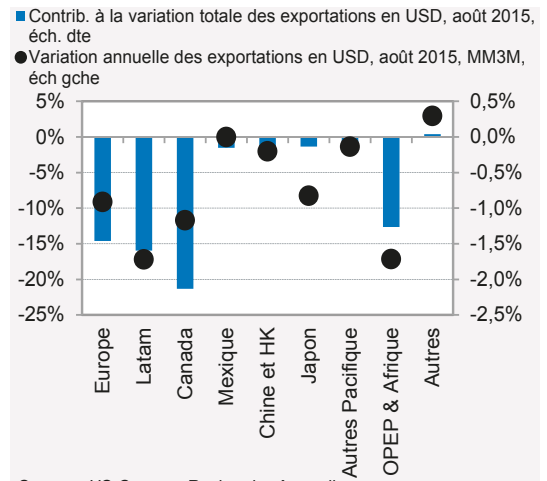
Le choc total sur le niveau du PIB, par rapport au « scénario de base » est alors de -0,5pp au bout d'un an et de -0,7pp au bout de deux ans. Voir « *The Effect of the Strong Dollar on US Growth* », Mary Amity and Tyler Bodine-Smith, Liberty Street Economics, 17 juillet 2015.

* Malheureusement les dernières données précises concernant ce commerce « en valeur ajoutée » sont fournies par l'OCDE et datent de 2011.

** Au T1 2014 comme au T1 2015, des reculs ponctuels des exportations ont coûté, à chaque fois, -0,8pp de PIB en rythme annualisé, qui se sont cumulés à l'effet négatif de hausses simultanées des importations. Ainsi, au T1 2015, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB américain (-1,9 %) a été la plus négative depuis 1984.

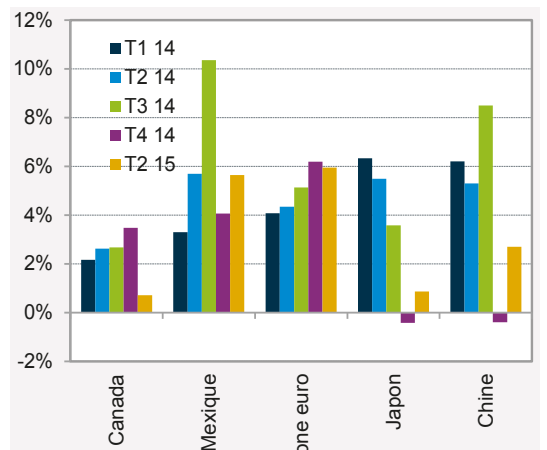
*** Voir notamment, sur ces sujets, le chapitre III du World Economic Outlook d'octobre 2015 du FMI intitulé « Exchange rates and trade flows : Disconnected? »

8 Approximation de la variation en volume des exportations par destination (même déflateur)



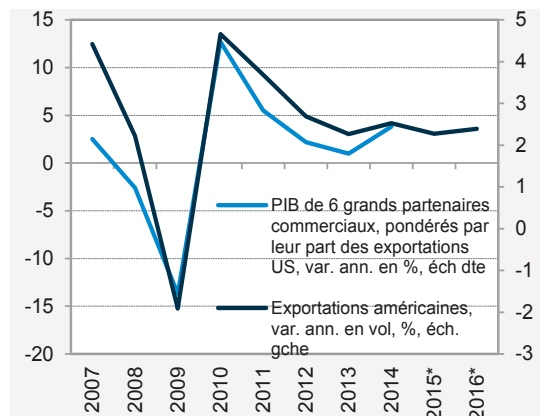
Source : US Census, Recherche Amundi

9 Variation en volume, sur 12 mois, des importations totale des principaux partenaires commerciaux



Source : Datastream, Recherche Amundi

10 Exportations américaines et croissance du PIB pondéré des principaux partenaires



Source : FMI, Recherche Amundi; *Prévisions, les 6 partenaires sont le Canada, le Mexique, la Chine, la zone euro, le Royaume-Uni et le Japon

3 Croissance en Chine : la grande décélération

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

Depuis la crise financière mondiale, les Cassandre annonçant la chute de la Chine font régulièrement leur retour; une « nouvelle normalité » ?

La Chine est entrée dans l'ère de la 3D, formée par la **dépréciation** du yuan (lire l'article de notre mensuel Cross Asset de septembre), la **décélération** de la croissance et la **déflation**. Cet article se penche plus particulièrement sur la décélération de la croissance.

À cause de données inadéquates et inexactes, la croissance économique de la Chine a toujours été un sujet relativement opaque pour les investisseurs. Pendant les années fastes (1978-2008), caractérisées par une expansion économique sans précédent, personne ne se préoccupait vraiment des détails du taux de croissance et l'on se contentait d'en récolter les bénéfices. Toutefois, depuis la crise financière mondiale, on voit régulièrement ressortir les Cassandre annonçant la chute de la Chine et faire la liste des éléments qui, selon eux, confirment la probabilité d'un atterrissage forcé à tout moment. Jusqu'à cet été, le temps a montré que ces personnes avaient eu tort pendant les six dernières années.

Est-ce différent cette fois-ci ? Sommes-nous vraiment plus proches de ce qu'on appelle un « atterrissage forcé » et celui-ci est-il désormais plus probable ? En tant qu'investisseurs, nous devons nous demander quels sont les facteurs qui peuvent aggraver la situation par rapport aux anticipations du marché, et surtout, nous devons aussi nous demander ce que peut faire la Chine pour dévier de sa trajectoire baissière, ou tout du moins se stabiliser plus longtemps que ne l'espèrent les marchés. La façon dont le marché ajuste ses anticipations (de vitesse et d'ampleur de la décélération) joue donc un rôle déterminant, tout comme la façon de valoriser ces anticipations au fil de ce processus d'évaluation dynamique.

Quels sont les arguments qui plaident contre la Chine, et qu'est-ce qui a changé ?

Les Cassandre annonçant la chute de la Chine existent depuis de longues années et pour la plupart, leurs inquiétudes se sont exprimées après l'expansion considérable du crédit qui s'est manifestée après la crise financière mondiale.

Tous ont des arguments similaires :

- Bulle des investissements :** investissements élevés et dépendance envers la construction entraînant une mauvaise allocation du capital et l'existence de surcapacités ;
- Bulle du crédit :** expansion considérable et insoutenable, généralement suivie par des troubles financiers ;
- Bulle bancaire :** essor des véhicules de financement des gouvernements locaux et forte hausse de l'endettement pour payer des projets d'infrastructure sans utilité économique ;
- Bulle de l'immobilier :** nombreux immeubles commerciaux et résidentiels vacants ; en cas d'effondrement de ce secteur clé pour l'économie, la seule conséquence possible est celle d'un atterrissage forcé ;
- Surcapacités :** notamment dans les secteurs de l'acier et du ciment, conséquence de la croissance excessive du crédit ;
- Économie déséquilibrée :** tirée par les investissements au lieu de la consommation, avec une transition difficile ces six dernières années ;
- Fuite des capitaux :** le compte de capital fermé et le taux de change fixe assurent une grande liquidité de l'épargne domestique à des taux d'intérêt faibles, et garantit de la liquidité aux banques. Or celle-ci sera menacée quand

L'essentiel

À cause de données inadéquates et inexactes, la croissance économique de la Chine a toujours été un sujet relativement opaque pour les investisseurs. La décélération de l'économie chinoise est inévitable dans un environnement où la croissance de la main-d'œuvre culmine, tout comme celle de la productivité. Aujourd'hui, la croissance du PIB réel est nettement inférieure à son objectif.

Nous ne pensons pas qu'un atterrissage forcé soit le scénario le plus plausible, mais la probabilité a augmenté et le marché commence à réagir à ce niveau de risque accru en l'intégrant partiellement dans les prix. La façon dont le marché ajuste ses anticipations (de vitesse et d'ampleur de la décélération) joue donc un rôle déterminant, tout comme la façon de valoriser ces anticipations au fil de ce processus d'évaluation dynamique.

Nous sommes convaincus que la Chine peut ajuster sa trajectoire si elle déploie des politiques sensées en consacrant une attention particulière au calendrier, à sa communication, à l'enchaînement et à l'ampleur de ses mesures. Les principaux facteurs pour évaluer l'ampleur et la vitesse du ralentissement économique chinois sont la croissance du crédit, le coût réel du financement, le boom de l'immobilier, la libéralisation du compte de capital, le chômage et les erreurs politiques.

“ La Chine entre dans l'ère de la 3D : Dépréciation, Décélération et Déflation ! ”

le compte de capital sera libéralisé. Et la fuite des capitaux devient un vrai motif d'inquiétude étant donné les anticipations de dépréciation du yuan;

8. Inégalités, dont le niveau est très élevé, tandis que les conséquences de la **corruption** endémique pourraient être source d'instabilité; etc.

Se peut-il que l'association de tous ces facteurs engendre un atterrissage forcé inévitable et immédiat ? Cela n'a pas été le cas ces six dernières années.

Rétrospectivement, parmi les arguments des Cassandre, qu'est-ce qui a vraiment changé depuis 2009 ? Les autorités chinoises ont mis un terme à la relance en ralentissant la croissance du crédit et les investissements dans les infrastructures; le gouvernement central a limité les emprunts des gouvernements locaux et mené à bien cette année un plan d'échange de la dette locale; enfin, les autorités, qui avaient auparavant essayé de contenir la bulle immobilière, ont finalement déployé des mesures pour empêcher le marché de s'effondrer. En état de surchauffe après la relance, l'économie chinoise ralentit maintenant plus vite et davantage que prévu. **De notre point de vue, la surchauffe post-relance explique seulement en partie le ralentissement actuel de l'économie chinoise. Nous détaillons ci-dessous les raisons fondamentales qui rendent la décélération chinoise inexorable, la question étant maintenant de savoir où tout cela va s'arrêter.**

Est-ce que la décélération de l'économie chinoise est inévitable ?

Les cycles passés ont clairement démontré qu'en cas de **baisse des avantages économiques issus de la croissance de la main-d'œuvre** (dont le nombre culmine) et de la productivité (qui diminue, après la phase de mise à niveau de l'économie), le ralentissement de la croissance de l'activité est inévitable doit ralentir. On l'a vu dans le passé à la fois dans des pays émergents et développés. Aux États-Unis par exemple, la croissance du PIB réel est passée de 33 % en moyenne pendant les cinq années précédant son pic (1943), avant de redescendre à 6 % pendant les cinq années qui ont suivi le pic d'activité. Contrairement aux États-Unis qui ont connu un revers unique après son pic de croissance, le Japon, la Corée du Sud, Taïwan et la Thaïlande ont, quant à eux, connu un revers en deux étapes après leur pic de croissance, le premier dans les premières cinq années suivant le pic et le second dans les cinq années suivantes. Ainsi, le Japon est passé de 17 % de croissance pendant les cinq années précédant le pic d'activité (1974) avant de retomber d'abord à 8 % pendant cinq ans, puis à 3 % pendant cinq suivants. De même, la Corée du Sud est passée de 26 % de croissance avant le pic (1991) à 14 % (1992-1996), puis 3 % (1997-2001), ce qui représente un ralentissement très net; la croissance de Taïwan est passée de 31 % avant le pic (1976) à 21 % (1977-1981), puis s'est effondrée à 2 % (1982-1986); et celle de la Thaïlande est passée de 29 % avant le pic (1991) à 13 % (1992-1996), avant que l'activité devienne négative et se contracte de 7 % (1997-2001).

En Chine, le fait que la croissance de la main-d'œuvre ait atteint son niveau record (3,1 % fins 2014 vs. 5,1 % en 2004), tout comme la productivité totale des facteurs (moins de 1 % aujourd'hui après plus de 3 % dans les années 2001-2010) nous porte à croire que le miracle économique est en train de prendre fin. On a ainsi pu constater que le taux d'urbanisation avait atteint son point culminant dans les années 2001-2005 à 1,4 % par an, contre 0,8 % en moyenne pendant la décennie actuelle, tandis que la demande en logement mesurée par les ventes de surface a radicalement baissé, passant de 20 % par an pendant la dernière décennie à moins de 10 % par an pendant la décennie actuelle. Ces tendances s'accompagnent d'un ralentissement de la croissance des exportations, égale à moins de 10 % par an pendant la décennie actuelle après s'être établie à 23 % par an pendant la décennie précédente (tenir compte de la dissipation de l'effet OMC, qui avait fourni au commerce extérieur une impulsion initiale de 4 %, et du fait qu'1 % de croissance en moins dans les pays du G3 entraîne 7 % de moins dans la croissance des exportations chinoises).

À quel niveau se situe la croissance économique réelle de la Chine ?

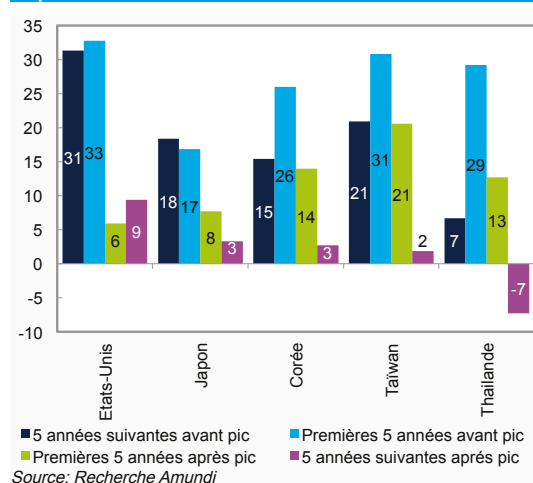
C'est la question que tout le monde se pose et à laquelle il est bien difficile de répondre, tant les avis divergent. L'objectif d'une croissance du PIB réel de 7 % en 2015 semble presque impossible à atteindre. En effet, les 3 composantes du



La décélération de l'économie chinoise est inévitable



1 Performances contre portage



La croissance du PIB réel est actuellement nettement inférieure à son objectif



calcul du PIB réel (investissements, exportations nettes et même consommation) enregistrent un ralentissement plus rapide que prévu. Le potentiel de baisse est toutefois difficile à évaluer en raison de l'inexactitude des données. Toutefois, une estimation à partir de la croissance des revenus fiscaux de la croissance réelle (environ 1/3) donne une croissance nettement inférieure à l'objectif; et le constat est le même si l'on base les calculs sur les chiffres de la consommation d'électricité, qui normalement dépasse de 1-2 % la croissance du PIB réel.

Le seuil matérialisant un scénario d'atterrissage forcé de la Chine est historiquement fixé à 5 % de croissance, compte tenu de son niveau d'emploi et de ses besoins. Il est possible qu'un niveau proche de ce pourcentage soit atteint d'ici 2 ans. Les estimations de croissance économique réelle de la Chine divergent, tout comme les degrés et les façons dont le marché l'intègre dans les valorisations. Nous ne pensons pas qu'un atterrissage forcé 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.

Quels sont les facteurs clés à surveiller pour évaluer le ralentissement économique chinois ?

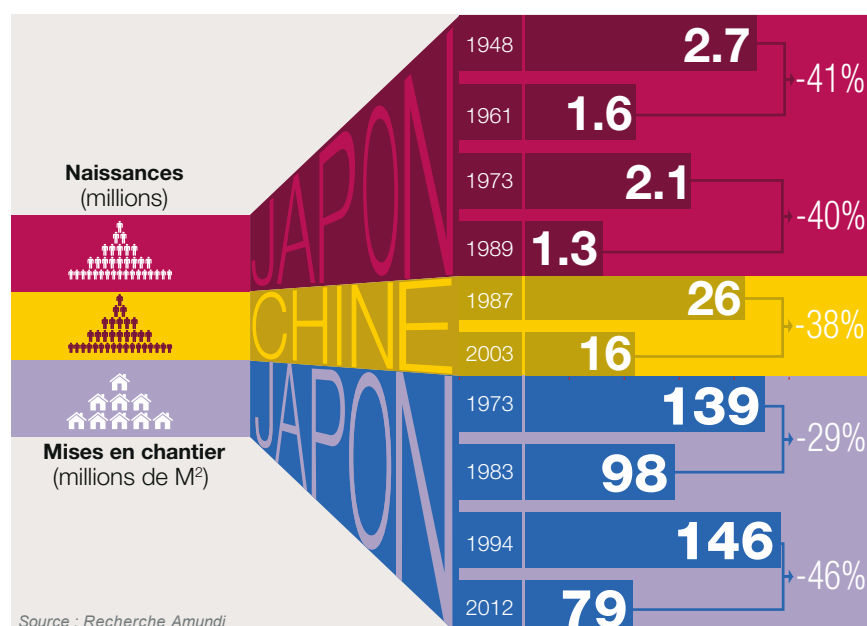
Au début de cet article, nous avons soulevé deux questions pour les investisseurs : qu'est-ce qui peut accentuer le ralentissement économique chinois ? (les prix intègrent déjà partiellement une situation bien pire) Et surtout, que peut faire la Chine pour dévier de cette trajectoire inexorable, ou au moins faire en sorte que l'économie se stabilise autour de ses niveaux actuels pendant plus longtemps que ne le prévoit le marché (une situation que les prix n'intègrent pas du tout) ?

Nous sommes parfaitement conscients que la Chine n'a pas résolu de nombreux problèmes structurels, comme l'avancent d'ailleurs ses détracteurs depuis des années, et que d'autres difficultés surgissent à mesure qu'elle attend. Selon nous, il existe des facteurs clés à surveiller pour évaluer la vitesse du ralentissement actuel. Parmi ces facteurs, les plus importants sont :

- 1. **Le retour d'un super-cycle de croissance du crédit.** Dans le contexte actuel de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes, des mesures encore plus radicales seront déployées quand la situation économique va s'aggraver ; celles-ci risquent de favoriser le retour d'un super-cycle de croissance du crédit, ce qui constituerait alors un signal d'alarme ;
- 2. **Le niveau toujours élevé du coût réel du financement :** la PBoC ne va peut-être pas réduire encore ses taux (4,6 % pour le taux de prêt à un an) mais l'indice des prix à la production (IPP) continue à chuter et atteint un plus bas sur quatre ans à -5,9 %, ce qui implique un coût réel de financement égal à 10,5 %, l'un des plus élevés au monde ;

“ La présence d'un super-cycle de crédit constitue un signal d'alarme ”

“ Le déclin des naissances en Chine sera-t-il suivi par un ralentissement du marché immobilier comme au Japon ? ”



3. Le boom de l'immobilier, seul secteur gardant une importance cruciale dans l'économie chinoise. Le nombre de nouveau-nés est étroitement lié aux demandes de logement à venir dans les prochaines années. D'après l'expérience du Japon, tirée du tableau ci-dessus, la baisse de 41 % du nombre de naissances entre 1948 et 1961 s'est traduite par un recul de 29 % des mises en chantier entre 1973 et 1983 ; de même, la baisse de 40 % du nombre de naissances entre 1973 et 1989 a fait reculer de 46 % les nouvelles mises en chantier entre 1994 et 2012. En Chine, le nombre de naissances a diminué de 38 % entre 1987 et 2003 ; par conséquent les nouvelles mises en chantier sont probablement appelées à baisser considérablement. L'économie chinoise doit mettre en place une réforme structurelle et ne doit pas dépendre exclusivement de son secteur immobilier, qui n'est pas viable ;

4. La libéralisation plus rapide que prévu du compte de capital. La Chine doit mettre en place une organisation institutionnelle appropriée, être claire dans sa communication et coordonner ses politiques ; à défaut de cela, plus vite elle va libéraliser son compte de capital, plus elle mettra en péril son économie réelle et plus élevées seront les anticipations de dépréciation du yuan, et, partant, les craintes de sorties de capitaux.

5. La hausse brutale du chômage. En raison de l'inexactitude des données, notamment sur la main-d'œuvre, deux indicateurs valent particulièrement la peine d'être surveillés : le chômage des travailleurs migrants et celui des jeunes diplômés. Une progression brutale de ces deux indicateurs serait le signe d'une grave détérioration du marché de l'emploi, voire d'un atterrissage forcé de l'économie ; il faudrait pour cela que le chômage des travailleurs migrants dépasse 20 millions (son précédent record pendant la crise financière mondiale) et que le chômage des jeunes diplômés concerne plus de 2,2 millions de personnes (soit 30 % du total, contre 10 % actuellement).

6. l'incertitude croissante liée à des erreurs politiques dans un environnement de plus en plus complexe, et la remise en cause de la crédibilité des autorités jusqu'à miner la confiance des ménages, des entreprises et des investisseurs. Le ralentissement de l'économie chinoise a mis la Banque centrale (PBoC) en première ligne pour restaurer la confiance, via des mesures d'assouplissement monétaire. À la différence de la Fed (qui pratique le ciblage de chômage et d'inflation) et du trio BCE/BOJ/RBI (ciblage d'inflation uniquement), la PBoC vise à travers ses politiques quatre composantes distinctes : l'inflation, le chômage, l'économie et la stabilité du système financier. Pour un pays aussi vaste que la Chine, n'est-il pas encore plus compliqué d'établir un jugement sur la situation, puis d'esquisser et de mettre en œuvre des politiques ? Ça l'est effectivement. L'absence de consensus entraîne des appréciations erronées, ce qui renforce inévitablement les risques d'erreurs politiques. La PBoC ne devrait pas faire confiance à des politiques monétaires déployées bien trop tard. C'est une pratique fréquente, qui n'en reste pas moins une erreur. En cas d'effondrement simultané de la confiance des ménages, des entreprises et des investisseurs, l'économie chinoise serait face à des pressions considérables car l'annonce d'un tel scénario aurait un impact nettement plus important que le choc réel.

Nous sommes convaincus que la Chine peut ajuster sa trajectoire si elle déploie des politiques sensées en consacrant une attention particulière au calendrier, à sa communication, à l'enchaînement et à l'ampleur de ses mesures. Il existe des risques haussiers que le marché n'anticipe pas. Même si le risque d'atterrissage forcé est bel et bien présent, les vrais problèmes ne sont pas encore là.

Il faut éviter les malentendus tels que :

1. ralentissement prononcé de l'économie chinoise égale atterrissage forcé ;
2. les défauts (des PME exportatrices, des petits promoteurs immobiliers ou des produits hors bilan) sont des indicateurs d'atterrissage forcé ;
3. si des réformes structurelles sont vraiment mises en place, elles entraîneront un atterrissage forcé.

En conclusion, nous pensons que le ralentissement de la croissance chinoise est inévitable mais qu'il n'est pas forcément synonyme d'atterrissage brutal s'il s'accompagne de politiques sensées pour orienter sa trajectoire. Espérons que ce soit le cas.



Plus la libéralisation du compte de capital sera rapide, plus la situation sera risquée pour l'économie réelle chinoise



La restauration de l'économie passe par la confiance des ménages, des entreprises et des investisseurs



La Chine peut modifier sa trajectoire si elle déploie des politiques sensées



4 Catalogne : indépendance ou davantage d'autonomie ?

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

Les élections régionales en Catalogne ont livré un verdict clair : les indépendantistes ont gagné du terrain et ils ont même gagné les élections. Les espoirs/craintes d'une sécession de la Catalogne du royaume d'Espagne ne sont désormais pas négligeables.

Plusieurs questions se posent désormais :

- **Le vote donne-t-il suffisamment de marge aux partis indépendantistes ?** La réponse est non. Ils ont certes gagné les élections : le parti « Junts Pel Si » (« Ensemble pour le Oui ») a obtenu 62 sièges, et le parti Candidatura d'Unitat Popular (Candidature d'unité populaire) en a obtenu 10. Cela donne au total 72 sièges sur 135, soit la majorité absolue des sièges. En revanche, ils n'ont atteint « que » 48 % des voix. Autrement dit, la majorité absolue des voix n'a pas été atteinte.
- **Deux partis indépendantistes, une seule voix ?** La réponse est non. Le parti le plus important (« Junts Pel Si ») est indépendantiste, mais il est proeuropéen. Il s'agit d'une coalition qui réunit essentiellement Convergencia Democratica de Catalunya (CDC), le parti de centre droit du président catalan sortant Artur Mas, la gauche indépendantiste d'ERC (Esquerra Republicana de Catalunya). Le second parti indépendantiste, Candidatura d'Unitat Popular (CUP) est un parti d'extrême gauche, anticapitaliste et anti-européen, en somme un parti en faveur d'une sortie de l'Union européenne. Ajoutons que ce parti veut une déclaration unilatérale d'indépendance dans les trois mois, la proclamation d'une république démocratique et sociale de Catalogne... et le départ d'Artur Mas, le chef du parti « Junts pel si » ! C'est dire si les vues sont différentes. Les deux partis rejettent donc l'Espagne, mais un seul rejette également l'Europe. Ajoutons que de nombreux électeurs ont vu l'élection comme un moyen de gagner en pouvoir de négociation pour infléchir le poids de Madrid dans la gestion locale sans pour cela revendiquer une totale indépendance.
- **Comment parvenir à l'indépendance ?** Une grande partie des médias et des observateurs font référence à la tenue d'un référendum en Catalogne. Pourquoi pas ? Mais il convient de rappeler qu'un référendum est contraire à la constitution espagnole. Madrid ne reconnaîtra donc pas les résultats d'un référendum sur l'indépendance. Le gouvernement catalan peut aussi déclarer son indépendance. En clair, soit le gouvernement catalan parviendra à négocier avec Madrid l'organisation d'un véritable référendum d'autodétermination en Catalogne, semblable à celui qui a eu lieu en Écosse, soit il s'engagera sur le chemin d'une sécession unilatérale.
- **Que peuvent faire les partis indépendantistes ?** Déclarer l'indépendance comme l'avaient fait certains pays de l'ancien bloc socialiste en espérant que le nouvel État sera reconnu par les pays partenaires... il faudra au préalable créer un État catalan, des administrations catalanes, une monnaie catalane, une banque centrale catalane... bref, un long chemin particulièrement hasardeux, sachant qu'une telle déclaration n'aura également aucune valeur légale aux yeux de Madrid.
- **L'Espagne peut-elle reconnaître un État catalan ?** La réponse est non. La constitution nationale interdit la sécession d'une partie du royaume, et toute mesure contraire à la constitution fait l'objet d'un recours devant le Tribunal constitutionnel. Rappelons que le parlement espagnol a récemment adopté une réforme du Tribunal constitutionnel qui lui permet de suspendre de ses fonctions les autorités « hors la loi ». Cela pourrait (devrait ?) concerner le président sortant de la Catalogne, Artur Mas, qui avait, on s'en souvient, organisé en novembre 2014 une consultation populaire illégale sur l'indépendance de la Catalogne (80 % des votants avaient voté « oui » à la sécession). Ajoutons enfin que le gouvernement espagnol peut aussi, légalement, annuler l'autonomie politique de la Catalogne (en vertu de l'article 155 de la Constitution espagnole).

L'essentiel

Les élections régionales en Catalogne ont livré un verdict clair : les indépendantistes ont gagné du terrain et ils ont même gagné les élections. Les espoirs/craintes d'une sécession de la Catalogne du royaume d'Espagne ne sont désormais pas négligeables.

Cette situation est évidemment un vrai sujet de préoccupation pour Madrid. La voie vers l'indépendance est cependant bien complexe et hasardeuse. Comment faire sécession ? Comment réconcilier les deux partis indépendantistes sur le sujet européen ? Pourquoi Madrid validerait-elle des velléités d'indépendance contraires à la constitution ? Quelle serait la réaction des autres pays européens ? Les partis indépendantistes pourraient-ils se contenter d'activer un pouvoir de négociation accru suite aux résultats des élections : davantage d'autonomie et point d'indépendance ?

“ Les indépendantistes catalans ont obtenu la majorité absolue des sièges, mais pas des votes ”

“ Deux partis indépendantistes, deux voix différentes sur l'Europe ”

“ Vers un référendum d'autodétermination ou une sécession unilatérale ? ”

- **Le sort de la Catalogne dépend-il des prochaines élections espagnoles de décembre ?** Si le Parti Populaire est reconduit au pouvoir, toute discussion entre Barcelone et Madrid sera impossible: Mariano Rajoy a déjà montré son inflexibilité sur le sujet de l'indépendance de la Catalogne. Un dialogue entre Madrid et Barcelone sera plus aisé, si c'est le parti socialiste qui l'emporte, car il est favorable au fédéralisme, mais non à l'indépendance. Cela suffira-t-il à satisfaire les indépendantistes ? Non en ce qui concerne CUP, oui peut-être pour une partie de Junts Pel Si.
- **L'Europe peut-elle reconnaître la Catalogne en tant qu'État indépendant ?** Rien n'est moins sûr car l'Espagne est partie intégrante de l'Europe. Cette dernière ne reconnaîtra jamais l'État catalan tant que l'Espagne ne l'aura pas fait (la question concerne l'Union européenne, et non la BCE qui n'est pas une institution politique et n'a pas à se prononcer sur la reconnaissance d'un État.) Plus encore, non reconnu comme État indépendant, la Catalogne serait exclue de l'Union européenne.
- **La Catalogne pourrait-elle faire partie de l'UEM ?** La réponse est oui, si elle satisfait les critères d'appartenance (critères de Maastricht) et si elle est reconnue comme un État à part entière.
- **La Catalogne peut-elle susciter des vocations indépendantistes ?** La réponse est oui, et on pense immédiatement au pays basque, dont une partie de l'électorat et de l'échiquier politique a des revendications similaires.
- **La Catalogne peut-elle prospérer seule ?** La réponse est oui. La Catalogne, c'est l'équivalent de la Belgique ou des Pays-Bas en termes de superficie (32 000 km² pour la Catalogne contre 30 500 km² pour la Belgique et 41 000 km² pour les Pays-Bas) et de l'Autriche ou du Danemark en termes de population (7,5 millions d'habitants contre 8,5 millions en Autriche et 5,6 au Danemark), et l'équivalent de la Finlande ou du Danemark en termes de PIB. Son revenu par tête est au-dessus de la moyenne de l'Union européenne et la place environ au 14^e rang en Europe. La Catalogne est par ailleurs particulièrement bien intégrée dans l'UEM sur le plan économique: près de 6 000 entreprises étrangères y ont des succursales (1 700 entreprises françaises et 1 000 sociétés allemandes sont installées en Catalogne), tandis que 25 % des investissements directs de l'Espagne vont en Catalogne). Sa base industrielle comprend les secteurs de l'automobile, pharmaceutique et biopharmaceutique (45 % de la production espagnole), de la chimie, de l'agroalimentaire, des biens d'équipement... Le tourisme et les services (banques notamment) sont également des secteurs significatifs de l'économie catalane. elle accueille 25 % de ses investissements directs étrangers, 34 % des sociétés exportatrices espagnoles sont installées en Catalogne et 5 600 sociétés étrangères y ont des succursales... Bref les Catalans sont assis sur un tas d'or. Si la Catalogne cessait de contribuer au système de redistribution censé rééquilibrer les régions espagnoles, elle se retrouverait avec un excédent budgétaire de 11,5 Mds d'euros, assurent les partisans de l'indépendance. Au total, la Catalogne représente pas moins de 20 % du PIB espagnol, et 25 % de ses exportations totales. C'est également la région la plus riche d'Espagne, et son principal moteur économique.
- **L'Espagne souffrirait-elle de la perte de la Catalogne ?** La réponse est oui. Comme le Pays basque, la Catalogne est l'une des régions les plus riches d'Espagne, et donc à la plus forte capacité à rembourser. Il s'agit cependant de la région la plus endettée. Sans la Catalogne (et son PIB), le ratio dette/PIB espagnol progresserait de quelques 20 points.
- **Quelle leçon pour la construction européenne ?** On peut être frappé de voir la construction européenne, basée sur une certaine idée de la disparition des États, redonner de la vigueur aux velléités indépendantistes de certaines régions. Sans doute un échec à méditer.

Au total, la situation politique de la Catalogne est évidemment un vrai sujet de préoccupation pour Madrid. La voie vers l'indépendance est cependant bien complexe (comment faire sécession ? Pourquoi Madrid validerait-elle des volontés contraires à la constitution ? Comment réconcilier les deux partis indépendantistes sur le sujet européen... ?). Les partis indépendantistes pourront-ils se contenter d'activer un pouvoir de négociation accru suite aux résultats des élections: davantage d'autonomie et point d'indépendance ?



L'Espagne peut légalement mettre fin à l'autonomie politique de la Catalogne”



Les élections générales de novembre pourraient être déterminantes”



La Catalogne, un exemple pour le Pays basque ?”



La Catalogne aussi riche que le Danemark ou la Finlande”



L'Espagne sans la Catalogne serait indubitablement moins riche et plus fragile”



5 La surévaluation du yuan a doublé les déséquilibres mondiaux, la solution est plus de QE en Europe (... et aux États-Unis)

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Après avoir traversé indemne les années post Lehman jusqu'à la crise de la zone euro fin 2011, le marché des changes affiche aujourd'hui des déséquilibres évidents¹. Il semble en effet que les politiques macroéconomiques américaines, européennes et chinoises aient été suffisamment complémentaires pour maintenir l'équilibre de l'économie mondiale jusqu'à l'année dernière. Mais, à compter de 2011, la crise de l'euro avait déjà déstabilisé le système monétaire international en conduisant la Chine à poursuivre une relance par le crédit sans fin qui s'est subrepticement transformée en QE mondial.

Résultat des courses : le yuan est nettement surévalué face à l'euro et au dollar, car la Chine a importé de facto les bulles européenne et américaine de 2008 en gonflant ses propres bulles financières. Par conséquent, les déséquilibres présents aujourd'hui sur le marché des changes mondial reflètent le fait que la Chine met en œuvre un QE à la place de l'Europe et des États-Unis. Maintenant que la Chine s'est rendue malade de ses propres bulles, elle ne peut malheureusement plus contenir le problème à l'intérieur de ses frontières et doit donc en appeler à la coopération des États-Unis et de l'Europe.

I/Le péché originel : un QE trop massif en Chine pour compenser l'insuffisance des QE européens (... et américain)

1. À partir de la crise de 2011, la défiance envers l'Europe a conduit la Chine à poursuivre des mesures de relance insoutenables

La surévaluation du yuan contre le dollar et l'euro est apparue à partir de 2012, date à laquelle la Chine a renforcé sa relance par le crédit pour compenser l'absence de QE dans la zone euro. Face à l'absence de réaction de la BCE après la crise de l'euro en 2011-2012, la Chine s'est substituée à l'institut d'émission européen dans le rôle de planche à billets internationale en dernier ressort. Par conséquent, alors qu'il était à l'équilibre il y a quatre ans, le yuan est aujourd'hui (mi-2015) surévalué de 20 % par rapport au dollar et de 40 % contre l'euro (l'écart de 20 % étant dû à l'appréciation du dollar face à l'euro l'année dernière, voir graphiques 1 à 3).

La surévaluation du yuan montre une chose : les déséquilibres mondiaux se sont déplacés sur le marché des changes quand la Chine a tenté de compléter les demi-mesures adoptées par la Fed avec ses QE 1 à 3. De fait, alors qu'il était à l'équilibre entre 2004 et 2011, le marché des changes se trouve en déséquilibre croissant depuis lors : la surévaluation du yuan et du dollar a amplifié le déséquilibre net² en le faisant plus que doubler, celui-ci passant de moins de 2 % en 2011-2013 à 5 % mi-2015 (graphique 4). Le principal changement par rapport à il y a cinq ans est que les déséquilibres mondiaux sont désormais alimentés par la Chine.

2. Avec l'éclatement de ses bulles, la Chine démontre une préférence infinie pour le dollar, à cause des sorties de capitaux

La reflation de l'économie mondiale effectuée de facto par la Chine est en train de se muer en déséquilibre monétaire à cause d'une bulle de capital en yuan financée par des taux d'intérêt faibles, sous l'effet de l'ancrage sur

L'essentiel

La dévaluation de l'été dernier a montré que le yuan est nettement surévalué face à l'euro et au dollar, car la Chine a importé de facto les bulles européenne et américaine de 2008 en gonflant ses propres bulles financières. Par conséquent, les déséquilibres présents aujourd'hui sur le marché des changes mondial reflètent le fait que la Chine met en œuvre le QE que l'Europe et les États-Unis auraient dû conduire. Maintenant que la Chine s'est rendue malade des bulles qu'elle a elle-même créées, elle ne peut malheureusement plus contenir le problème à l'intérieur de ses frontières et doit donc en appeler à la coopération des États-Unis et de l'Europe.

Le fait que le yuan et le dollar soient surévalués tous les deux témoigne de la défiance du marché envers l'euro, ce qui plaide en faveur d'un net renforcement du QE de la BCE si le reste du monde veut éviter une déflation en Europe. Dans le cas contraire, il est presque sûr que l'euro reviendra à sa valeur d'équilibre de long terme contre le dollar (dans la fourchette 1,20 – 1,40) et perdra le bénéfice de sa dépréciation de l'an passé. L'euro est en effet un candidat naturel à la succession du yen dans son rôle des vingt dernières années (celui de devise de financement) à cause des mesures trop timides prises par la BCE.

La Fed aussi doit intervenir davantage, ne serait-ce qu'en répondant à la hausse de la demande mondiale en dollar; sans quoi elle risque d'alimenter la (relative) défiance des marchés à son propre égard pour éviter un choc de taux américain et mondial. L'institut d'émission peut : (i) activer les swaps de liquidité en dollar (rendus permanents en 2013) avec les autres banques centrales, ou/et (ii) racheter des bons du Trésor US à la PBoC. Contrairement à la première option, qui ne demande que des moyens techniques, la seconde nécessiterait une sorte de « QE Twist » que la Fed mettra du temps à mûrir sur le plan politique.

¹ Le présent article s'appuie sur un modèle économétrique du système trilatéral yuan/euro/dollar présenté dans « La fin des « belles années » (2005-2015) : maintenant, le yuan est aussi le problème de l'Europe et des États-Unis », dans notre numéro de septembre 2015.

² La notion de déséquilibre « net » sur le marché des changes vise à décrire la situation globale du marché en rapprochant les trois désalignements bilatéraux, ce qui revient à soustraire la surévaluation du yuan par rapport à l'euro de la surévaluation du yuan par rapport au dollar et du dollar par rapport à l'euro (illustration sur le graphique 4).

le dollar. En effet, l'expansion de l'économie chinoise par le crédit se justifiait tant que les investissements étaient appelés à générer les gains de productivité nécessaires pour assurer le remboursement du crédit en question sur le long terme. En revanche, tout cela ne pouvait que se terminer en bulle financière dès lors que les gains de productivité ont disparu tandis que le crédit restait à disposition ; en conséquence les pressions sur les sorties de capitaux s'accumulent.

La préférence chinoise pour le dollar s'explique par l'éclatement des bulles financières et la nécessité d'assurer le service de la dette en devise américaine, situation qui maintient la surévaluation du yuan et du dollar par rapport à l'euro. En réalité, la préférence chinoise pour le dollar montre clairement que les investisseurs de (et en) Chine sont en train d'abandonner une devise surévaluée au profit de la sécurité offerte par le billet vert (et renoncent à d'autres moyens de diversification). Elle signale également que l'onde de choc chinoise peut potentiellement devenir systémique, ne serait-ce que via son impact à long terme sur les marchés émergents (notamment ceux d'Asie et les producteurs de matières premières).

II/Le chemin de la rédemption: préférablement moins de QE en Chine et plus en Europe... mais aussi aux États-Unis

1. La BCE doit passer son QE à la vitesse supérieure pour ne pas que l'euro devienne la prochaine devise mondiale de financement

Pour la Chine, la priorité est certainement de résorber la surévaluation considérable du yuan contre l'euro (résultat de la réévaluation du yuan et du dollar), car celle-ci engendre des pressions déflationnistes croissantes. La relance budgétaire et monétaire (en plus de la restructuration de l'économie réelle) n'offrant qu'une solution partielle, la seule option encore à disposition de la Chine est de dévaluer le yuan contre l'euro mais pas contre le dollar. Pour cela, il faudrait que le dollar se déprécie contre l'euro, afin que le yuan se dévalue aussi contre la monnaie unique sous l'effet de son ancrage au billet vert... mais seulement de manière indirecte.

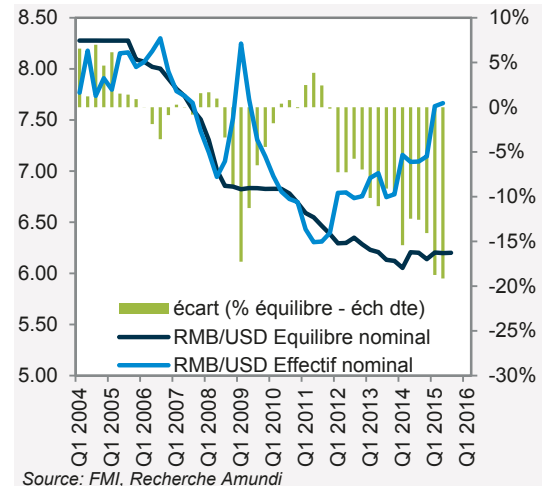
En 2011, c'est l'insuffisance des mesures déployées par la BCE qui avait conduit la PBoC à intervenir davantage, mais aujourd'hui tout est différent : la Chine renonçant à tout nouveau QE, c'est la BCE qui doit passer le sien à la vitesse supérieure pour ne pas risquer une réévaluation de l'euro. Si l'euro s'apprécie, il deviendra bien vite une devise de financement des opérations de portage en raison (i) d'un taux de change stable et prévisible et (ii) de taux d'intérêt (très) faibles. Et c'est sûrement cette peur de voir l'euro subir le même sort que le yen qui a poussé Mario Draghi à annoncer l'élargissement et la prolongation de son QE à la première occasion, c'est-à-dire sans même avoir vraiment demandé leur avis aux « actionnaires » de la BCE.

2. L'ancrage mutuellement convenu du yuan oblige les États-Unis à assurer la liquidité mondiale en dollars

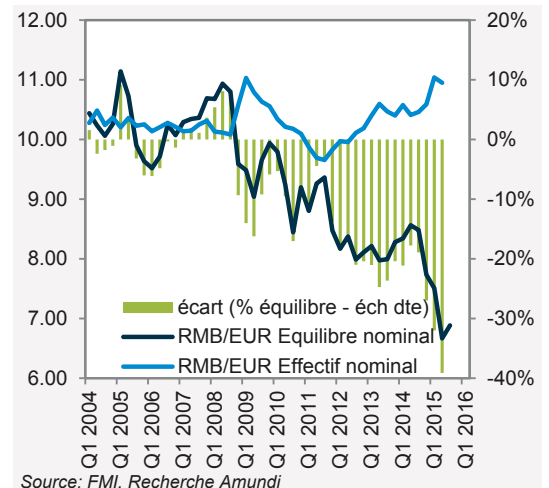
Les pressions qui favorisent la dévaluation du yuan sont le reflet de tendances déflationnistes et de tentatives de sorties de capitaux qui doivent tous deux être contrés pour éviter une guerre des changes. Pour la Chine, la façon la plus directe de régler unilatéralement le problème avec les États-Unis et l'Europe consisterait à laisser le yuan se dévaluer. Mais pour le pays comme pour le reste du monde, une remise à zéro aussi brutale serait sans doute aussi douloureuse (sinon plus) que les dévaluations de la crise des pays émergents en 1997-1998. La Chine n'a donc nul intérêt à laisser le yuan baisser trop rapidement.

Sachant que les difficultés de la Chine risquent de s'étendre à tous les pays émergents, la Fed devra probablement s'organiser pour faire face à la hausse de la demande en dollar pour s'épargner un choc de taux d'intérêt, dans le cas où la Chine alimenterait cette demande en bradant encore ses réserves de change. Devant le risque de dommages mutuels, la Fed et la PBoC devraient opter pour une coopération efficace aux termes de laquelle l'absence de dévaluation (majeure) du yuan sera accueillie par l'approvisionnement en liquidité en dollars. Et si, pour ce faire, la Fed achète des bons du Trésor à la PBoC, dans les faits, elle procédera à un QE.

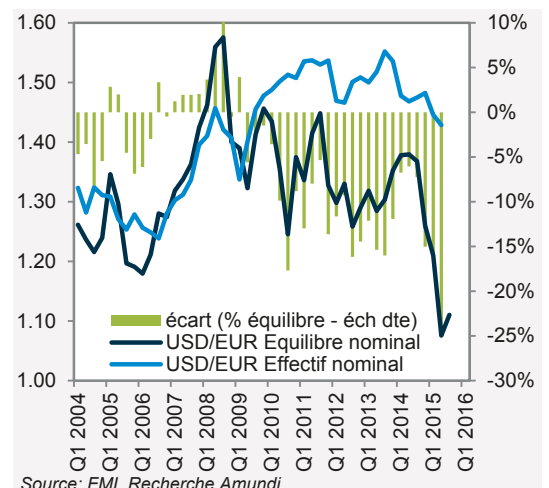
1 RMB/DOL: nominal effectif et équilibre



2 RMB/EUR: nominal effectif et équilibre



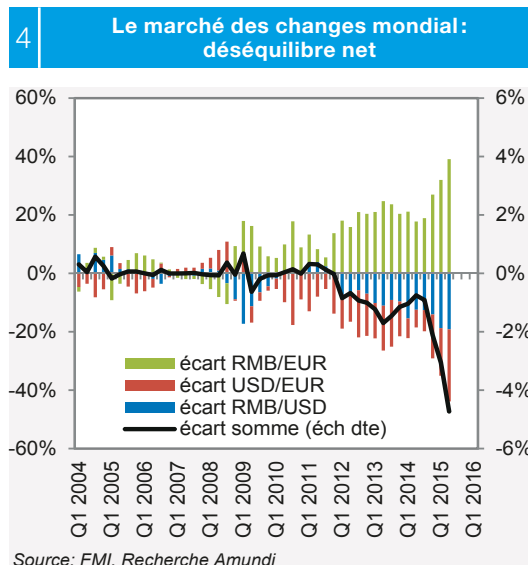
3 DOL/EUR: nominal effectif et équilibre



Conclusion

Le fait que le yuan et le dollar soient surévalués tous les deux témoigne de la défiance du marché envers l'euro, ce qui plaide en faveur d'un net renforcement du QE de la BCE si le reste du monde veut éviter une déflation en Europe. Dans le cas contraire, il est presque sûr que l'euro reviendra à sa valeur d'équilibre de long terme contre le dollar (dans la fourchette 1,20 – 1,40) et perdra le bénéfice de sa dépréciation de l'an passé. L'euro est en effet un candidat naturel à la succession du yen dans son rôle des vingt dernières années (celui de devise de financement) à cause de la timidité des mesures prises par la BCE.

La Fed aussi doit intervenir davantage, ne serait-ce qu'en répondant à la hausse de la demande mondiale en dollar; sans quoi elle risque d'alimenter la (relative) défiance des marchés à son propre égard pour empêcher un choc de taux américain et mondial. L'institut d'émission peut : (i) activer les swaps de liquidité en dollar (rendus permanents en 2013) avec les autres banques centrales, ou/et (ii) racheter des bons du Trésor US à la PBoC. Contrairement à la première option, qui ne demande que des moyens techniques, la seconde nécessiterait une sorte de « QE Twist » que la Fed mettra du temps à mûrir sur le plan politique.



6 Brésil : la dépréciation du réal augure-t-elle d'une monétisation de la dette ?

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Les scandales politiques auront-ils raison de l'économie brésilienne !

Les autorités brésiliennes communiquent sur une détérioration du PIB plus marquée que prévu.

Après que le gouvernement a annoncé une révision à la baisse de la croissance en 2015 à -2,44 % contre -1,49 % auparavant, c'est la Banque centrale du Brésil (BCB) qui a revu sa prévision à -2,7 %. Au-delà des chiffres, qui nous paraissent encore trop optimistes (nous prévoyons une récession de plus de 3 % en 2015), le Brésil peut-il sortir de la crise actuelle et si oui à quel horizon ? Si 2015 et 2016 seront sans aucun doute des années « noires », il convient de s'interroger sur la possibilité pour l'économie brésilienne de renouer avec la croissance d'ici deux ou trois ans.

La nouvelle annonce de chute du PIB, la plus importante depuis 25 ans, intervient au moment où le réal atteint son plus bas niveau historique face au dollar depuis sa création en 1994, franchissant le seuil symbolique de 4 réals pour un dollar US, tandis que la BCB révisé à la hausse ses prévisions d'inflation pour 2015 et 2016 à respectivement 9,5 % et 5,3 % contre 9 % et 4,8 % prévus au trimestre précédent.

Il faudra attendre 2017 voire 2018 pour espérer que le Brésil renoue avec des taux de croissance positifs.

Du côté de la politique budgétaire force est de constater qu'un stimulus n'est pas envisageable puisque l'objectif est de réduire le déficit public. La reprise, si elle a lieu, ne peut venir que de la demande interne privée et notamment de la consommation des ménages (65 % du PIB), principal moteur de la croissance brésilienne ces dernières années. Avec l'inflation courante, les coupes dans les dépenses sociales faites par le gouvernement, la baisse des salaires en parallèle de la hausse du chômage et l'augmentation du coût de l'endettement, le pouvoir d'achat des ménages brésiliens a été fortement réduit. Depuis le début de l'année, la consommation des ménages n'a cessé de diminuer. À court terme sans une baisse conséquente de l'inflation, les facteurs d'amélioration sont quasi nuls.

Côté investissement (20 % du PIB), la situation n'est guère plus réjouissante : depuis mi-2014, l'investissement ne cesse de chuter atteignant -12 % au Q2-2015 en glissement annuel. L'industrie pétrolière qui représente la majeure partie de l'investissement au Brésil a été largement pénalisée par les affaires de corruption et les plans d'investissement ont été réduits pour les années à venir. La baisse de la consommation des ménages et de la demande extérieure, notamment celle liée au ralentissement de la Chine, principal partenaire du Brésil, a également pesé sur l'investissement. À court terme que ce soit en interne comme nous l'avons dit ou en externe il y a peu de chance d'observer un rebond de la demande sauf à considérer que la chute du réal entraîne des gains de compétitivité de sorte que les entreprises exportatrices brésiliennes regagnent des parts de marché. Au deuxième trimestre 2015, les exportations ont crû de 7,5 % contribuant ainsi à augmenter la croissance de près de 1 point. Des effets positifs supplémentaires sont à attendre de la dépréciation du réal sur les exportations mais ils demeureront limités (les exportations représentent seulement 15 % du PIB) et ne suffiront pas à relancer l'investissement de manière considérable.

La dépréciation du réal est-elle vraiment mère de tous les maux ?

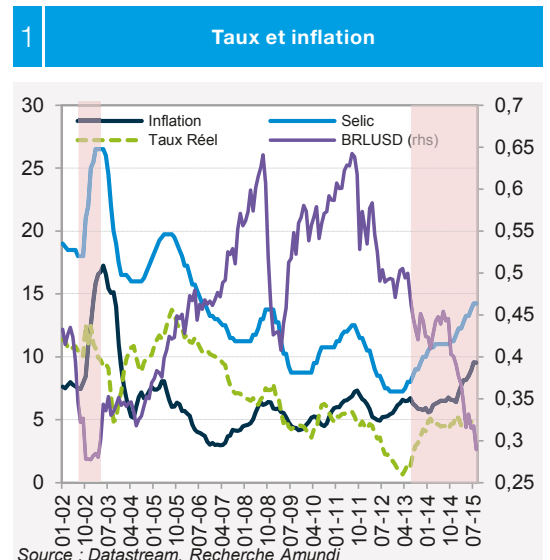
Comme nous l'avons évoqué dans une précédente publication (Cross asset Focus — juin 2015 « Brésil : à la croisée des chemins »), malgré un cycle de resserrement drastique des taux (aujourd'hui encore le Selic est à plus de 14 %), la maîtrise de l'inflation et les objectifs annoncés par la BCB nous semblaient

L'essentiel

Entre erreurs de *policy mix* passées, chute des cours des matières premières, ralentissement de la Chine, aversion généralisée au risque émergent, scandales politiques, le Brésil pourra-t-il renaître de ses cendres et éviter un scénario de monétisation de la dette ? Rien n'est moins évident !



La BCB prévoit une récession de -2,7 % en 2015



Une récession qui pourrait durer plus de deux ans



peu réalistes en raison d'une hausse structurelle de l'inflation due notamment à des erreurs de politique monétaire passées. C'était en outre sans compter sur un effondrement aussi marqué du réal. Depuis le début de l'année, le réal s'est déprécié de près de 35 % contre le dollar US et cette chute de la monnaie brésilienne a fortement compliqué la tâche de la BCB. Un cercle vicieux s'est en effet mis en place entre les marchés financiers, le change et l'inflation.

Bien que la situation économique brésilienne au début de l'année ne laissait présager rien de très positif en raison de la forte baisse des cours des matières premières et notamment de celle du pétrole depuis la mi-2014, le *policy-mix* brésilien (objectifs de politique monétaire et budgétaire) apparaissait relativement crédible aux yeux des marchés financiers. Sans les scandales politiques impliquant plusieurs membres du gouvernement et remettant en question les capacités du Ministre des Finances (Joaquim Lévy) à mener à bien la consolidation budgétaire nécessaire au Brésil pour retrouver des finances publiques saines et rassurer les investisseurs étrangers, le réal se serait sans doute déprécié avec la récession mais dans une moindre mesure. Les répercussions pour la politique monétaire auraient été moins désastreuses i.e la hausse des taux aurait sans doute été plus faible et l'activité réelle moins contrainte.

Un scénario de monétisation de la dette, même s'il n'est pas souhaité par les autorités brésiennes, ne peut être exclu

Comme nous le rappelle l'article d'O. Blanchard de 2004¹, le Brésil a échappé de justesse à un tel scénario en 2003.

L'article d'O. Blanchard est intéressant à plusieurs égards : il apporte i) une nouvelle lecture de la relation entre taux d'intérêt réels et inflation et ii) le cas d'école présenté est au plus près de nos préoccupations puisqu'il s'agit du Brésil.

Alors qu'en théorie une hausse des taux d'intérêt réels rend la dette domestique plus attractive et conduit à une appréciation de la monnaie qui contribue in fine à baisser l'inflation, il existe des situations où l'effet est opposé. Notamment si l'accroissement des taux d'intérêt réels est perçu comme un risque de défaut plus important alors ce n'est pas une appréciation de la monnaie qui résulte de la hausse des taux d'intérêt réels mais une dépréciation. Ce résultat est d'autant plus probable que le niveau initial de dette, la part de celle-ci en monnaie étrangère et la perception globale du risque sont élevés. Dans une telle situation, le ciblage d'inflation peut avoir des effets pervers et seule la politique budgétaire est efficace pour combattre l'inflation.

En 2002, alors que les probabilités que Lula soit élu augmentaient, les marchés ont considéré que dans un tel contexte la probabilité de défaut du Brésil était plus élevée. Les taux d'intérêt sur la dette brésilienne en dollar ont alors fortement augmenté. Il en a résulté une dépréciation massive du réal (35 % en moins d'un an contre le dollar américain) et une hausse marquée de l'inflation avec un pic de 17,2 % malgré un resserrement monétaire drastique : le Selic avait été relevé à 26,5 %. Du fait de l'effet change, notamment, en moins de 6 mois, la dette est passée de 54 % à 62 %. À peine quelques mois après son élection en octobre 2002, Lula annonçait un objectif d'excédent primaire ainsi qu'une réforme du système des retraites qui ont convaincu les marchés financiers que le risque sur les finances publiques était moindre que ce qu'ils anticipaient. Le risque de dérapage et de monétisation est alors évité de justesse.

Aujourd'hui, les conditions économiques et politiques semblent réunies pour qu'un dérapage vers un tel scénario devienne possible.

Sur le plan économique, les conditions internes mais également externes sont plutôt défavorables et accroissent le risque d'une monétisation « involontaire » de la dette au Brésil. Depuis mi-2014, le réal s'est déprécié de plus de 35 %



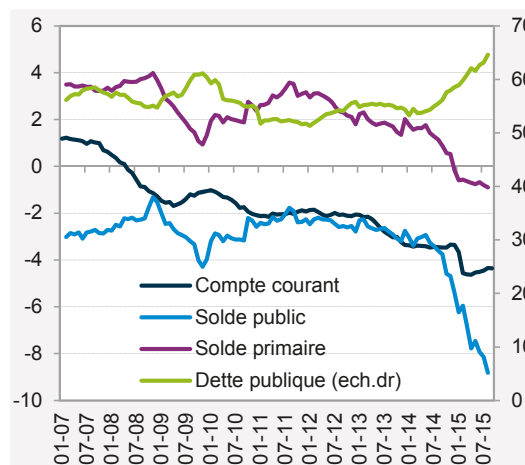
Corruption et scandales politiques ont amplifié la chute du réal



Une relation inverse entre taux d'intérêt et inflation pas toujours vérifiée en pratique



2 Finances publiques et compte courant (% pib)



Source : Datastream, Recherche Amundi



Les conditions actuelles n'augurent rien de bon quant à la dette brésilienne



¹ Fiscal Dominance and Inflation Targeting : Lessons from Brazil, NBER WP 10389, March 2004.

vis-à-vis du dollar américain, la dette du gouvernement est passée de 55 % du PIB à 65 %, le déficit public a plus que doublé de -3.4 % du PIB à -9,2 %, l'excédent primaire n'est plus qu'un lointain souvenir, le déficit courant s'est creusé et l'inflation ne cesse d'augmenter (proche de 10 %). La perception du risque souverain brésilien est loin d'avoir atteint les niveaux de 2002. L'écart de taux obligataire avec les États-Unis n'est que de 520 pb comparé au 2 400 pb d'alors mais il est quand même à un niveau proche du pic atteint au moment de la crise de Lehman Brothers. Par ailleurs, l'environnement international, n'est pas non plus très favorable. En effet, aux États-Unis la reprise n'est pas aussi dynamique que prévu, en zone euro la croissance est encore bien molle et pire encore pour le Brésil, la Chine son principal marché d'exportations décélère fortement. Les marchés forts de ces inquiétudes, sans parler de l'incertitude relative à la normalisation de la politique monétaire américaine, montrent de plus en plus d'aversion au risque et les émergents sont les premiers pays touchés par cet accroissement de la volatilité.

Sur le plan de la crédibilité du *policy mix* brésilien, les choses sont complexes. Même si le Gouverneur de la BCB a réaffirmé i) la volonté des autorités brésiliennes à soutenir le réal via l'utilisation des réserves de change si nécessaire et ii) l'indépendance de la politique monétaire brésilienne vis-à-vis des marchés et notamment le maintien du Selic à son niveau actuel, il n'est pas certain que cela suffise à calmer les marchés et mette fin à la dépréciation du réal. En effet, c'est la crédibilité de la politique budgétaire et non de la politique monétaire qui est mise à mal et qui conduit à ce *sell-off*. Eu égard à la détérioration économique, le Ministre des Finances a déjà revu à la baisse ses objectifs budgétaires mais l'inquiétude sur la réalisation de ces derniers perdure. Notamment, la chute de popularité de Dilma Rousseff, induite par les scandales politiques et la récession en cours, ainsi que le manque de cohésion au sein du Gouvernement laissent présager que les nouvelles restrictions des dépenses publiques surtout celles liées aux dépenses sociales soient difficiles à mettre en œuvre. Une absence de majorité au congrès ainsi que le déchaînement de la foudre des Brésiliens ne peuvent être exclus.

Toutefois, sur le plan économique, tous les espoirs ne sont pas perdus, même s'ils sont minimes.

Bien qu'il convienne d'admettre que les espoirs d'un dénouement « heureux » sont minces, il existe des forces qui pourraient jouer en faveur d'une baisse de l'inflation et d'un recul du scénario de monétisation de la dette. Tout d'abord, la récession en cours, qui devrait se poursuivre en 2016, aura été plus marquée que prévue. Les effets négatifs sur l'emploi ont commencé à se matérialiser (le chômage a dépassé les 8 % cet été contre 4 % l'an dernier) et devraient s'amplifier, accélérant les pressions baissières sur les prix via une forte diminution de la demande mais aussi certainement une baisse des salaires. Ensuite, dans un environnement mondial où les pressions déflationnistes sont plus que présentes en provenance de Chine mais aussi de la zone euro, le Brésil pourrait en être le premier bénéficiaire. Enfin, même si la stabilisation du réal dépend en partie de la crédibilité de politique budgétaire, l'utilisation des réserves de change pour contrer un mouvement de *sell-off* pourrait toutefois s'avérer efficace et décourager les positions spéculatrices de certains investisseurs. Après avoir atteint un pic à -4,6 % du PIB en avril, le déficit courant se redresse sous l'effet d'une forte contraction des importations et une légère reprise des exportations, tendance qui devrait se prolonger et pourrait rassurer les marchés. Par ailleurs, quand bien même le réal continuerait de se déprécier, les effets sur les prix domestiques devraient être moins importants dans la mesure où avec la récession les importations brésiliennes ne cessent de chuter.

La guérilla politique dans laquelle le Brésil semble s'enfoncer ces jours-ci ne fait qu'amplifier le risque actuel

Le remaniement ministériel aurait pu apporter la stabilité politique tant recherchée.

Vendredi 2 octobre, la Présidente D. Rousseff annonçait un vaste remaniement de son gouvernement. Ce dernier aurait pu être la « solution » au problème



Les espoirs d'un dénouement « heureux » existent mais sont minces



de manque de crédibilité et de cohérence du gouvernement. Tout d'abord, la suppression de 8 ministères ainsi que la baisse de 10 % des salaires des ministres en poste devraient apporter une bouffée d'oxygène au budget de l'état. Ensuite, en offrant 7 postes supplémentaires au PMDB (principal parti de la coalition mais aussi de l'opposition) dont celui du Ministre de la Santé, l'un des plus prisés en raison de la taille de son budget, D. Rousseff a tenté de s'acheter un soutien au Congrès pour faire passer les lois mais aussi pour limiter son risque de destitution. Enfin, en nommant trois proches de l'ex-Président Lula à des ministères clés, D. Rousseff s'est également assurée d'une cohésion au sein du PT.

Ce remaniement aurait pu apporter la stabilité politique tant recherchée d'autant plus que la même semaine, la crédibilité du principal détracteur de D. Rousseff, Eduardo Cunha, était mise à mal. En effet, il est accusé par les autorités suisses de blanchiment d'argent et de corruption et est également cité par des témoins dans les affaires de corruption Pétrobras.

Mais les opposants de D. Rousseff se montrent plus coriaces que prévu.

La « Cour des comptes » brésilienne (TCU) présidée par Aroldo Cedraz, membre du parti PMDB, vient de rejeter les comptes publics de 2014 accusant D. Rousseff et son gouvernement d'avoir eu recours à des manipulations frauduleuses pour minimiser les chiffres de déficit au moment des élections présidentielles. Le TCU a appelé les membres du Congrès à rejeter les comptes de 2014. La dernière fois qu'une telle recommandation a été faite date de 1937. Un rejet des comptes par le Congrès équivaldrait à valider l'existence d'illégalités et pourrait constituer un nouvel élément à charge pour relancer le processus de destitution de la Présidente. Si tel était le cas, il faut noter que ce processus serait très long et les conséquences pour l'économie brésilienne pourraient être très négatives.



Au vu de la tournure récente des événements politiques, le risque d'embrassement augmente



7 L'appréciation du dollar en trois questions

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Le dollar s'est fortement apprécié depuis l'été 2014. Nous nous proposons ici d'en analyser les raisons et notamment d'étudier en quoi ce cycle d'appréciation diffère des cycles précédents. Nous verrons notamment que les devises émergentes ont pris une place bien plus importante qu'auparavant.

Pourquoi le dollar s'apprécie-t-il ?

La Fed est, avec la BoE, la seule banque centrale développée pour laquelle un durcissement de la politique monétaire est concevable pour la période 2015-2016. D'autres banques centrales majeures ont procédé dernièrement à davantage d'assouplissement monétaire et pourraient aller encore plus loin dans ce sens (BCE, BoJ, PBoC, BoC, RBA, RBNZ, Riksbank, Norges Bank, la liste est longue...). **C'est principalement cette divergence de politique monétaire qui a causé la forte appréciation réelle du dollar depuis l'été 2014.**

Le coup d'envoi du cycle d'appréciation du dollar a été donné par le relèvement plutôt brutal des projections de *fed funds* (« dots ») en septembre 2014 : les membres du FOMC avaient revu leurs projections de *fed funds* fin 2016 de 2,50 % à 3 %. Même si les membres du FOMC ont réduit régulièrement leurs « dots » depuis, la Fed semble être sur le point de relever ses taux directeurs pour la première fois depuis près de 10 ans lors du FOMC de décembre. Auparavant, de nombreuses devises émergentes s'étaient déjà dépréciées contre le dollar lors des mois qui avaient suivi l'évocation par Ben Bernanke en mai 2013 d'une possible diminution des achats de titres par la Fed (épisode connu sous le nom de « QE tapering »).

Contre qui le dollar s'apprécie-t-il ?

Ce serait une erreur de se focaliser sur la parité EUR/USD pour jauger l'appréciation du dollar. En effet, alors que la parité EUR/USD c'est peu ou prou ancrée aux alentours de 1,10 depuis le début de l'année 2015, le dollar s'est apprécié quasi-continuellement en termes effectifs (à l'exception du deuxième trimestre, lors duquel les marchés ont dû digérer de très mauvaises statistiques américaines portant sur le T1).

Pour bien mesurer le comportement d'une devise, il est nécessaire d'observer son évolution par rapport à un panier de devises. Dans le cas du dollar, le panier de devises suivi par la Fed est particulièrement pertinent car l'institution revoit la pondération des différentes devises chaque année en fonction de l'évolution du poids des pays en question dans les relations commerciales des États-Unis. Ainsi, le yuan, qui avait un poids inférieur à 1 % au début des années 1970, a désormais un poids de 21 %. Actuellement, les devises les plus importantes dans le panier de devises suivi par la Fed sont par ordre décroissant : le yuan (21 %), l'euro (16 %), le dollar canadien (13 %), le peso mexicain (12 %) et le yen (7 %). Toutes les autres devises ont une pondération inférieure à 4 %. Entre l'été 2014 et la fin septembre 2015, le dollar s'est apprécié d'environ 20 % en termes effectifs nominaux. Mais, comme nous pouvons le voir sur le graphique ci-contre qui représente les contributions des différentes devises dans l'appréciation effective du dollar depuis 2014, **l'appréciation du dollar face à l'euro n'a contribué que pour environ 12 % dans ce mouvement. Cela diffère du précédent cycle d'appréciation du dollar (1996-2001), lors duquel la dépréciation de l'euro expliquait environ un tiers de l'appréciation du dollar en termes effectifs.**

Il est important de ne pas négliger l'évolution de la devise des voisins des États-Unis : le peso mexicain et le dollar canadien représentent à eux deux environ un tiers de l'appréciation effective du dollar depuis la mi-2014. Les baisses de taux de la BoC couplées à la baisse des prix du pétrole ont pesé sur le dollar canadien. La baisse des prix du pétrole et la perspective d'un durcissement de la Fed ont pénalisé le peso mexicain.

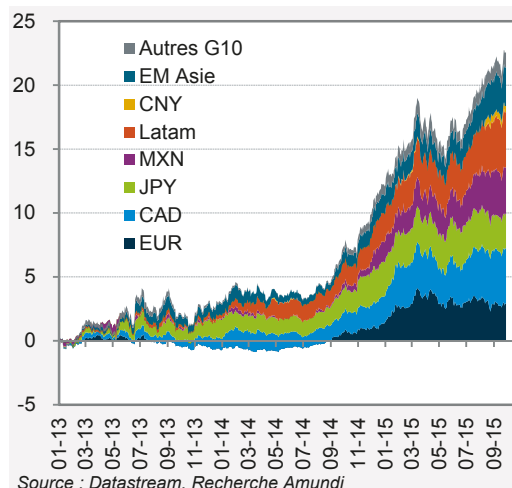
Presque toute la dépréciation de l'euro, du dollar canadien et du peso mexicain a eu lieu entre l'été 2014 et mars 2015. Même s'il subsiste un potentiel de baisse

L'essentiel

Le dollar s'est fortement apprécié depuis l'été 2014, d'environ 14 % en termes effectifs réels et d'un peu plus de 20 % en termes effectifs nominaux. Pourquoi s'apprécie-t-il ? Contre qui s'apprécie-t-il ? Est-il trop cher ?

L'appréciation du dollar s'explique en grande partie par la divergence de politique monétaire mais aussi par l'affaiblissement des perspectives de croissance dans les pays émergents. Les devises émergentes jouent un rôle bien plus important dans l'appréciation actuelle du dollar qu'au cours des cycles précédents. Même s'il s'est déjà beaucoup apprécié, le dollar conserve une légère marge de progression sur les mois à venir.

1 Décomposition de l'évolution du taux de change nominal effectif du dollar depuis 2013



Depuis mai 2015, c'est surtout face aux devises émergentes que le dollar s'est fortement apprécié



pour ces trois devises face au dollar, une bonne partie de leur dépréciation est vraisemblablement déjà jouée.

Depuis mai 2015, c'est surtout face aux devises émergentes que le dollar s'est fortement apprécié, notamment avec la reprise de la baisse des prix des matières premières. Ainsi, si la dévaluation du yuan n'a que très marginalement contribué à l'appréciation du dollar en termes effectifs, le ralentissement chinois pousse le dollar à la hausse, du fait de la dépréciation des devises émergentes.

Le dollar est-il trop cher ?

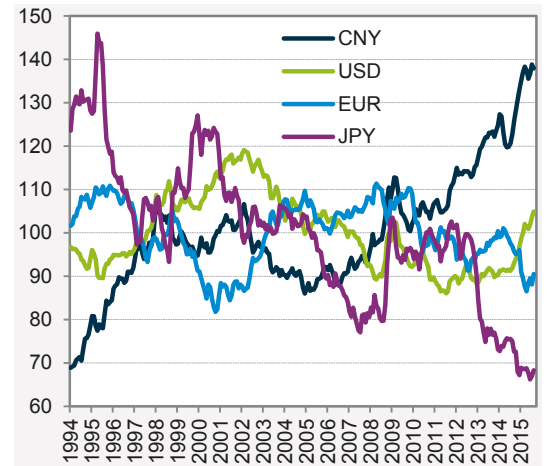
Malgré sa hausse de 14 % depuis l'été 2014, le taux de change réel effectif des États-Unis vient seulement de dépasser sa moyenne de long terme (que l'on considère celui de la Fed ou de la BRI). Selon les estimations du FMI, une hausse de 10 % du taux de change effectif réel entraîne une baisse des exportations nettes de l'ordre de 1,5 % du PIB en moyenne. Lors de la conférence de Jackson Hole en août dernier, le vice-président de la Fed, Stanley Fischer, a indiqué que l'appréciation réelle du dollar avait un effet négatif sur l'inflation dès le trimestre qui suit et tout au long de l'année qui suit alors que son effet sur l'activité se fait essentiellement sentir sur la deuxième année suivant l'appréciation. En particulier, il indiquait que la hausse du dollar pèserait sur la croissance en 2016 et probablement également en 2017. Évidemment, l'appréciation du dollar n'aide pas l'économie américaine mais cette dernière, étant une économie relativement fermée, devrait pouvoir y résister. En revanche, la pression à la baisse exercée sur l'inflation est de nature à ralentir le resserrement monétaire de la Fed, ce qui pourrait par ricochet ralentir la progression du dollar. L'appréciation du taux de change est une forme de resserrement des conditions monétaires. Plusieurs modèles de valorisation (modèles de type *Behavioral Equilibrium Exchange Rate* ou *Purchasing Power Parity*) indiquent que le dollar est déjà surévalué mais cette surévaluation, qui n'est pas encore extrême, pourrait s'élargir encore davantage sur les prochains mois.

Depuis la fin des accords de Bretton Woods (au début des années 1970), le dollar a connu deux grands épisodes d'appréciation réelle, qui ont duré aux alentours de cinq ans (de 1980 à 1985 et de 1996 à 2002). Ces deux épisodes ont parfois connu des pauses de plusieurs mois. L'épisode actuel d'appréciation du dollar n'a démarré qu'il y a douze mois environ mais il est peu probable qu'il dure aussi longtemps que les précédents: la reprise américaine lors de ce cycle est historiquement faible et 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. Par ailleurs, plusieurs indicateurs relatifs aux entreprises montrent que le cycle du crédit est déjà bien entamé. Par ailleurs, lorsque l'on étudie les quatre principales zones monétaires (États-Unis, zone euro, Chine, Japon), on s'aperçoit que la seule devise majeure qui semble pouvoir s'apprécier est le dollar. Depuis la Grande Récession, les ajustements de taux de change ont été dans le sens d'une appréciation réelle du yuan. La Chine a été la principale perdante des évolutions de change sur la période post-2008 puisque le dollar a continué à s'apprécier en termes nominaux contre le dollar. En termes réels, la devise chinoise a pris 38 % depuis août 2008, contre seulement 13 % pour le dollar alors que le yen a perdu 16 % et l'euro 18 %. Cette appréciation réelle continue semble ne plus être tenable pour la Chine, qui doit déjà faire face à de nombreux déséquilibres internes. Aux prises avec des pressions déflationnistes, la zone euro et le Japon ne peuvent pas vraiment absorber une appréciation de leur devise. La BCE a déjà annoncé qu'elle musclerait sa politique monétaire si jamais cela arrivait.

Conclusion

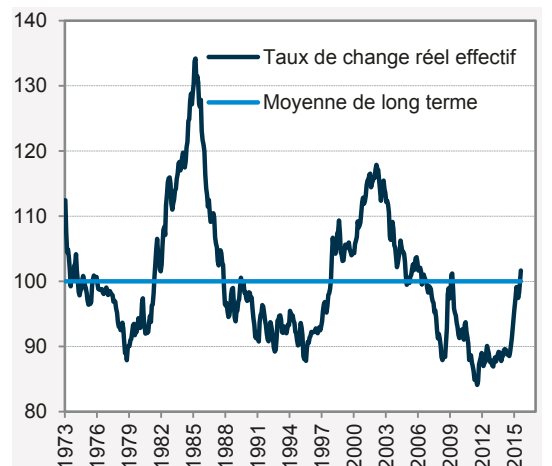
L'appréciation du dollar s'explique en grande partie par la divergence de politique monétaire mais aussi par l'affaiblissement des perspectives de croissance dans les pays émergents. En effet, ce cycle d'appréciation du dollar se distingue des précédents car la contribution des devises émergentes (resp. développées) y est relativement beaucoup plus forte (resp. faible) que lors des cycles précédents. Même s'il s'est déjà beaucoup apprécié, le dollar conserve une marge de progression sur les mois à venir. Toutefois, cette appréciation supplémentaire ne saurait être trop importante car le dollar abordera alors des zones de surévaluation trop importante.

2 Taux de change réel effectif (BRI, 100 = moyenne sur la période 1994-2015)



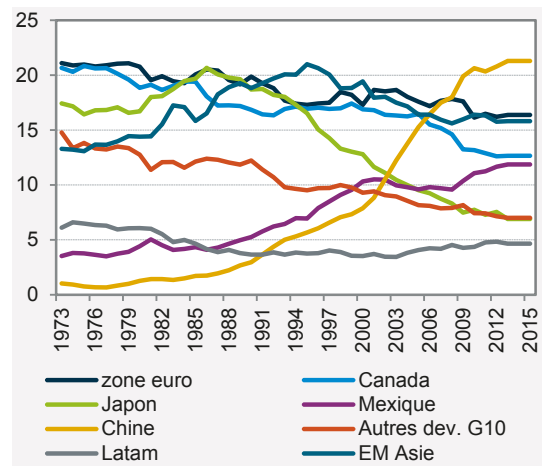
Source : Datastream, Recherche Amundi

3 États-Unis: taux de change réel effectif calculé par la Fed



Source : Fed, Recherche Amundi

4 Poids dans le panier de devises suivi par la Fed



Source : Fed, Recherche Amundi

8 Les entreprises s'endettent à nouveau

VALENTINE AINOZZI, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Les marchés du crédit euro et dollar ont été marqués ces derniers mois par un regain de volatilité. Les inquiétudes liées aux conséquences du ralentissement de l'économie chinoise et du manque de visibilité sur la politique monétaire de la Fed prédominent. La tempête Volkswagen a également lourdement pénalisé le secteur automobile. Les *spreads* se sont fortement écartés. Les indices ont atteint un plus haut annuel et sont même revenus sur les niveaux observés en 2013 (cf. graphe). Les titres les plus risqués ont sous-performé. Le crédit américain, High Yield en tête, est toujours plus pénalisé que son homologue en euro par la baisse des cours des matières premières et du pétrole. Face à un environnement de marché plus volatil, les investisseurs doivent se montrer plus sélectifs dans l'univers du crédit. Nous analyserons dans cet article l'évolution des fondamentaux des émetteurs non-financiers euro et dollar.

Aux États-Unis : les entreprises s'endettent à nouveau alors que la croissance baisse

Les fondamentaux des entreprises américaines se sont détériorés au cours des derniers trimestres. La majorité d'entre elles ont vu leur ratio d'endettement augmenter par l'effet combiné d'une baisse des profits (re-leverage passif) et d'une hausse de la dette (re-leverage actif).

Les entreprises américaines se réendettent depuis 2010. Les entreprises ont bénéficié pleinement de la politique monétaire ultra-accommodante de la Fed. Les conditions de financement historiquement exceptionnelles ont permis aux entreprises de lever des montants record sur les marchés financiers (actions et obligations). La taille du marché obligataire IG a quasiment doublé depuis la crise de Lehman. Les émetteurs ont financé principalement les activités de fusions et acquisitions et les opérations de rachats d'actions.

- Les opérations de rachats d'actions se sont accélérées pour atteindre les niveaux très élevés qui prévalaient avant la crise. Les entreprises américaines consacrent désormais plus de 30 % de leur trésorerie à racheter leurs propres actions, une part doublée en dix ans.
- Les volumes sur le marché des fusions acquisitions sont revenus sur des niveaux de haut de cycle. Ce rebond est essentiellement le résultat de la multiplication des opérations de grande taille dans le secteur de la santé, des télécommunications, de l'énergie. La rationalisation de l'activité prime donc sur l'investissement productif. Dans un contexte économique morose, la préservation du chiffre d'affaires et des marges reste un défi pour les entreprises.

Il est très important de souligner que les dépenses d'investissement se sont avérées globalement décevantes par rapport aux montants importants de capitaux levés. De plus, la reprise des investissements post-Lehman a été extrêmement différente selon les secteurs. La plupart d'entre eux n'ont pas retrouvé la dynamique d'avant crise. Seuls les secteurs liés à l'énergie ont connu, avant la récente baisse du prix du pétrole, une vraie reprise de l'investissement.

La croissance des profits a faibli au premier semestre 2015. Le dollar fort et la baisse du prix du pétrole ont fortement affecté la croissance des revenus et des profits. Le dollar fort a touché les entreprises exportatrices et la baisse du prix du pétrole a pénalisé le secteur de l'énergie et des Utilities. Rappelons la forte exposition des obligations dollar au secteur de l'énergie : 17 % de la valeur de marché de la dette IG et 14 % pour l'univers HY. Il est très important de comprendre que la croissance des profits observée ces dernières années a été beaucoup plus portée par l'expansion des marges que par la croissance des revenus. Les marges atteignent aujourd'hui des plus hauts historiques grâce à une contraction des coûts de production et une hausse très limitée des salaires.

L'essentiel

Les marchés du crédit euro et dollar ont été marqués ces derniers mois par un regain de volatilité et un fort écartement des *spreads*. Comment se positionner dans ce contexte sur les marchés du crédit euro et dollar? Nous analysons dans cet article les fondamentaux des émetteurs non-financiers euro et dollar.

La majorité des entreprises américaines ont vu leur ratio d'endettement augmenter par l'effet combiné d'une baisse des profits (re-leverage passif) et d'une hausse de la dette (re-leverage actif). Les émetteurs américains ont levé des montants records de capitaux sur les marchés financiers (en actions et en obligations) pour financer les opérations de rachats d'actions et de fusions-acquisitions. L'activité sur ces deux marchés s'est accélérée pour atteindre les niveaux très élevés qui prévalaient avant la crise. Cette dette arrivera à échéance dans un contexte de croissance peu élevée, résultat de la faiblesse persistante de l'investissement depuis la crise de Lehman et de la croissance mondiale. C'est un risque de moyen terme (sauf pour le secteur de l'énergie) : les entreprises disposent aujourd'hui d'une trésorerie et d'un ratio de couverture des intérêts satisfaisant.

Contrairement à leurs homologues américaines, les entreprises européennes n'ont connu qu'une croissance très faible de leurs profits depuis la crise. Elles sont restées après 2008 dans un mode de préservation des cash-flows. Le ratio de leverage des entreprises est cependant légèrement remonté depuis le début de l'année, après plusieurs trimestres consécutifs de baisse. La détérioration devrait rester très limitée. Les entreprises les plus exposées à la faiblesse de la conjoncture mondiale sont celle du cœur de l'Europe et elles ont un bilan solide.

Sur le marché dollar, nous favorisons les émetteurs qui ont une capacité à générer des profits, un faible ratio d'endettement ou qui sont dans une dynamique de désendettement. Sur le marché euro, nous favorisons les émetteurs qui offrent du *spread* : HY, BBB, financières.



Les fondamentaux de l'univers crédit dollar affichent de fortes disparités suivant les secteurs :

- Les secteurs de l'énergie, des matériaux de base et de l'industrie affichent une forte détérioration de leur levier d'endettement, pénalisés à la fois par une baisse prononcée des profits et une croissance soutenue de la dette.
- Les secteurs de la consommation cyclique et non-cyclique ont aussi un levier d'endettement en hausse mais bénéficient d'une croissance positive des profits.
- Le levier d'endettement des émetteurs du secteur de la Technologie demeure peu élevé.

Cette dette arrivera à échéance dans un environnement de croissance faible. La Fed a révisé à de multiples reprises les perspectives de croissance potentielle de l'économie américaine. Des corrections justifiées par les perspectives moroses de croissance mondiale et la faiblesse persistante de l'investissement. C'est un risque de moyen terme,

- Les entreprises américaines ont accumulé des montants de cash record à leurs bilans au cours de ces dernières années pour atteindre 2 000 Mds \$ à la fin de l'année 2014 (contre 820 Mds \$ en 2006). Cette trésorerie se concentre essentiellement sur les secteurs du high-tech, de la santé, des produits de consommation. Notons qu'une part importante de cette liquidité reste détenue à l'étranger pour des raisons d'ordre fiscal
- La couverture des intérêts par les profits ou « coverage » demeure à un niveau satisfaisant. Elle est même particulièrement élevée par rapport au niveau d'endettement des entreprises, qui profitent du contexte de taux historiquement bas et du fort appétit des investisseurs pour réduire leurs coûts de financement.

En Europe: légère augmentation du ratio d'endettement après deux années consécutives de baisse.

Le ratio de leverage des émetteurs européens a baissé entre 2012 et 2014. Contrairement à leurs homologues américaines, les entreprises européennes n'ont connu qu'une croissance très faible de leurs profits depuis la crise. Elles sont restées après 2008 dans un mode de préservation des cash-flows et ont stabilisé leur levier d'endettement via un ralentissement de la croissance de leur dette. Une partie de la dette levée a même servi à augmenter la trésorerie des émetteurs. La couverture de la dette court terme par les liquidités est beaucoup plus élevée aujourd'hui qu'en 2007.

Curieusement, cette amélioration du leverage a été plus prononcée pour les émetteurs notés BBB. Les émetteurs les mieux notés ont été plus actifs dans la reprise des opérations de fusions-acquisitions. Le regain de ce marché est essentiellement le résultat de la multiplication des transactions de grande taille. Ces opérations ont été financées en partie avec les excédents de liquidité accumulés depuis 2008. Les grands industriels européens cherchent des relais de croissance. Les entreprises allemandes, françaises et britanniques figurent parmi les candidats les plus actifs.

Notons tout de même la légère augmentation du ratio d'endettement au premier semestre 2015. La croissance des profits n'a pas été suffisante pour compenser la hausse de l'endettement. Les dépenses d'investissement resteront limitées dans les trimestres à venir. Les entreprises de la périphérie toujours plus endettées que leurs homologues du cœur demeurent dans une dynamique de désendettement. Les entreprises du cœur devraient également rester très prudentes au regard du ralentissement de l'économie mondiale.

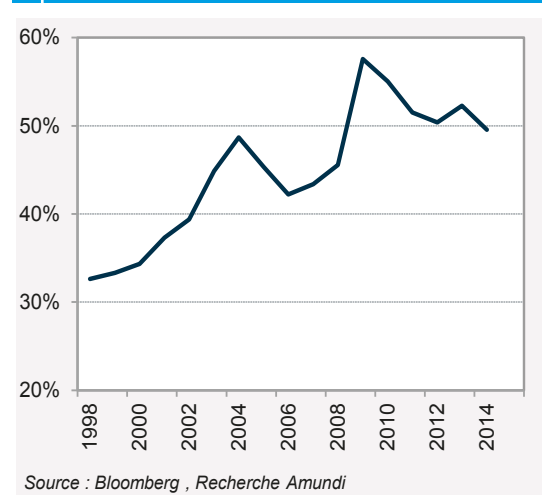
Conclusion

Les entreprises américaines et européennes se situent à des niveaux différents dans le cycle de crédit. Sur le marché dollar, nous favorisons les émetteurs qui ont une capacité à générer des profits, un faible ratio d'endettement ou qui sont dans une dynamique de désendettement. Sur le marché euro, nous favorisons les émetteurs qui offrent du *spread* dans l'univers IG et les émetteurs notés BB dans l'univers HY.

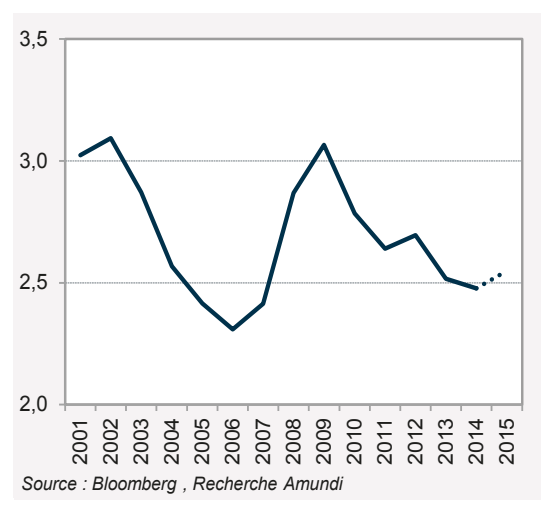
1 US IG : dette nette/Ebitda



2 US IG : Cash ratio (liquidité/dette court terme)



3 Euro IG : dette nette/Ebitda



9 Baisse des marchés d'actions : que faut-il en penser et que faire ?

ÉRIC MIJOT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

La désynchronisation du cycle américain avec celui du reste du monde a conduit à une forte hausse du dollar devenant à force trop contraignante pour la Chine. Le changement de régime de change décidé par Pékin au mois d'août a servi de catalyseur à la baisse généralisée des marchés d'actions ; une baisse qui fera référence. En effet, cette baisse ponctue le cycle boursier. Mais nous pensons qu'elle sera temporaire. Une fois rassurés sur la pérennité de la croissance globale, les marchés repartiront de l'avant et l'horizon 2016 devrait s'éclaircir. Tous les doutes ne sont cependant pas encore levés et ce chemin pourrait contenir des pièges.

La durée du cycle boursier, un indicateur de choix à ce stade du cycle

Il faut distinguer cycle boursier et cycle économique. Un cycle économique peut avoir plusieurs phases d'accélération et de décélération avant qu'une récession n'y mette fin. Comme les marchés anticipent et amplifient la réalité, un cycle économique peut contenir plusieurs cycles boursiers (voir notre *Discussion Paper* : « Les cycles courts de l'investissement : feuille de route »). Le cycle boursier démarre par un point bas majeur, sous sa moyenne mobile à 200 jours et se termine par un dernier point haut majeur avant une cassure significative de sa moyenne mobile à 200 jours. C'est un formidable complément à l'analyse des politiques monétaires des banques centrales pour se repérer dans le cycle de l'investissement.

Le marché mondial des actions est haussier depuis mars 2009, soit depuis 78 mois (voir graphique 1). On constate historiquement (depuis 120 ans) que les cycles boursiers durent 46 mois en moyenne (du creux au creux). Cette constatation est encore plus forte quand on prend la moyenne de 2 cycles consécutifs. Or le cycle précédent (2006-2009) n'avait duré que 32 mois du fait de son amplitude à la baisse, particulièrement brutale suite à la faillite de Lehman Brothers. Si on s'en tient à cette observation, le point bas du marché aurait de grandes chances d'être atteint avant la fin de l'année. En effet, au-delà, la moyenne des deux cycles (déjà 55 mois) finirait par dépasser la durée maximale observée dans l'histoire.

La correction des marchés d'actions s'apparenterait donc davantage à celle de 2011 qu'à celles de 2000 ou 2008. La hausse qui suivra permettra de faire le lien avec la fin de cycle économique qui n'est pas prévue pour 2016.

Ce scénario constructif suppose que :

1. la Chine rassure dans les prochains mois sur sa capacité à gérer son ralentissement,
2. qu'il n'y ait pas de contagion aux pays développés, ni d'erreur de pilotage de la Fed, et donc de récession à brève échéance aux États-Unis.

Crainte de hard landing en Chine et spirale déflationniste des marchés émergents : la capitulation en cours n'est pas finie

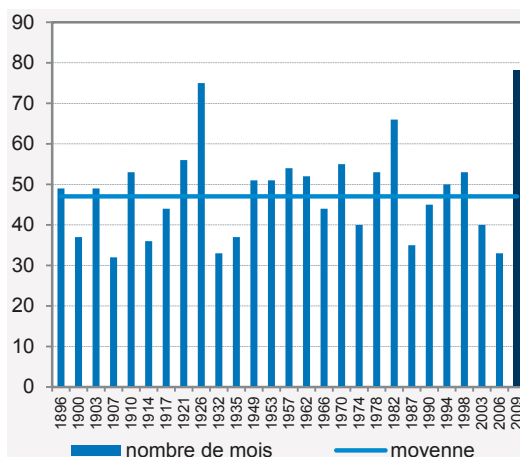
Le ralentissement de la rentabilité des sociétés des marchés émergents a démarré suite à la crise de 2008 et n'est donc pas une nouveauté en soi. Le rebond, suite à l'impulsion chinoise (la Chine avait injecté une dizaine de pourcents de PIB sous forme de plan de relance), n'a pas permis à la rentabilité des sociétés de rejoindre leur plus haut historique (voir graphique 2). Le RoE (rentabilité des fonds propres) a très vite repris le chemin de la baisse. Les devises émergentes ont suivi le même schéma, avec une accélération à la baisse au second semestre 2014 et une seconde depuis cet été. À noter que la baisse des devises émergentes se cantonnait jusqu'ici aux pays les plus fragiles, surtout s'ils étaient producteurs de matières premières. Mais depuis cet été, et avant même la dévaluation du RMB, les devises asiatiques ont également décroché. La baisse des marchés émergents est donc désormais générale (voir graphique 3).

L'essentiel

La baisse des marchés vient ponctuer un cycle boursier particulièrement long, qui a démarré en 2009. Il est cependant probable que la baisse ne soit que temporaire et qu'elle ressemble à celle de 2011.

Ce qui suppose que la Chine rassure dans les prochains mois sur sa capacité à gérer son ralentissement et qu'il n'y ait pas de récession à brève échéance aux États-Unis. La capitulation en cours sur la thématique émergente ne nous semble pas assez mûre pour reprendre du risque rapidement. Nous sommes plus rassurés sur la résistance de la consommation des pays développés, notamment des États-Unis. Cette thématique pourrait d'ailleurs concentrer les espoirs de croissance de profits, nécessaire pour justifier le démarrage d'un nouveau cycle boursier.

1 Durée du cycle boursier américain d'un point bas majeur au suivant (en nombre de mois)



Source : Shiller, Recherche Amundi



La correction des actions ressemble plus à celle de 2011 qu'à celle de 2000 ou 2008



Une règle simple sur les marchés d'actions émergents est d'investir quand la tendance des devises se retourne à la hausse. Cette discipline nous a jusqu'ici prémunis contre toute tentation de surpondérer cette zone depuis 2011. Alors que les flux sortent des émergents à marche rapide et que le RoE est en passe de rejoindre ses plus bas de 2003 et 2009, on peut se demander si les marchés émergents ne sont pas maintenant rentrés dans une phase de capitulation.

Pour l'instant, la tendance est baissière. Une capitulation suggère une phase d'oscillations pour que le papier change de main entre baissiers (*Bears*) et haussiers (*Bulls*). Or à ce jour, on assiste plutôt à des « couteaux qui tombent ». L'évolution des matières premières elles-mêmes, reflet de la croissance économique chinoise et globale, ne nous donne pas non plus de signaux de rebond. D'ailleurs, compte tenu du retournement à la baisse du *bull market* des matières premières au tournant de la dernière décennie, il est logique que les phases de baisse soient plus puissantes que les phases de hausse; ce qui va aussi de pair avec la baisse du potentiel de croissance de l'économie mondiale. Enfin, la remontée des taux de marché courts et longs dans nombre de pays émergents continue de détériorer les conditions financières de ces économies et alimente la spirale vicieuse.

Si la valorisation a rejoint des niveaux qui commencent à devenir plus attractifs (PBV à -1 écart-type par rapport à un historique remontant à 1996), ils restent insuffisants en l'absence de catalyseur. Idem sur les flux (les sorties sont à -1 écart-type). Il faudrait donc que la politique chinoise de petits pas (sur le taux de réserves obligatoires, les taux d'intérêt, la relance budgétaire et la dévaluation du RMB) commence à produire les effets désirés, ou à défaut qu'un plan de relance d'envergure soit annoncé, pour rétablir la confiance nécessaire.

Prudence donc encore sur la thématique émergente. Il est trop tôt pour envisager de se repositionner. Le graphique 4 met en évidence la similitude avec la situation de la décennie précédente. En 1997, la crise asiatique avait propulsé beaucoup plus bas les marchés émergents en absolu (baisse de 60 % contre 30 % aujourd'hui), de même qu'en relatif aux pays développés. Si le ralentissement chinois paraissait maîtrisé jusqu'ici et avait permis de freiner la contre-performance de cette classe d'actifs, les attermoissements de cet été ont changé la donne. Ce graphique nous montre qu'on ne peut pas ignorer le risque d'un décrochage.

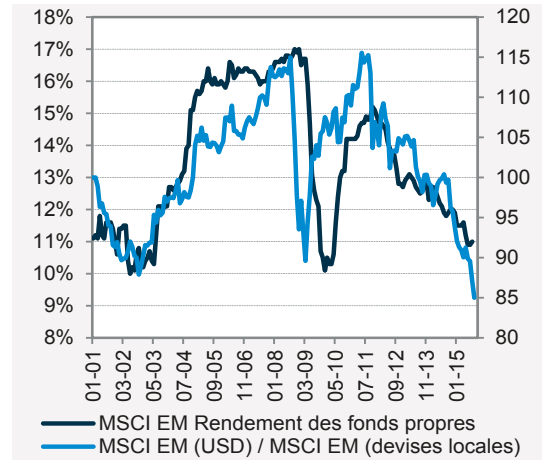
Nous préférons donc toujours les pays développés aux pays émergents, pour leur couple rendement risque. Rappelons que lors de la crise asiatique de 1997-1998, les marchés développés avaient assez bien résisté jusqu'à la faillite du fonds LTCM en août 1998 qui avait déclenché une réaction déterminante de la part de la Fed. Lors du dernier FOMC, la Fed a tenu compte de la situation internationale, se positionnant de fait dans le même camp que les actifs risqués. En cas de choc, on peut imaginer qu'elle pourrait aller plus loin et serait capable de baisser la garde.

Le consommateur américain, consommateur en dernier ressort

Nos économistes prévoient que la croissance économique mondiale devrait tenir autour des 3 % en 2015 et 2016, en grande partie grâce à la croissance domestique des pays développés, à commencer par la consommation américaine (voir graphique 5). Il est vrai que la consommation représente 70 % du PIB des États-Unis et que si la Fed entend monter ses taux, c'est notamment parce que ce poste est solide.

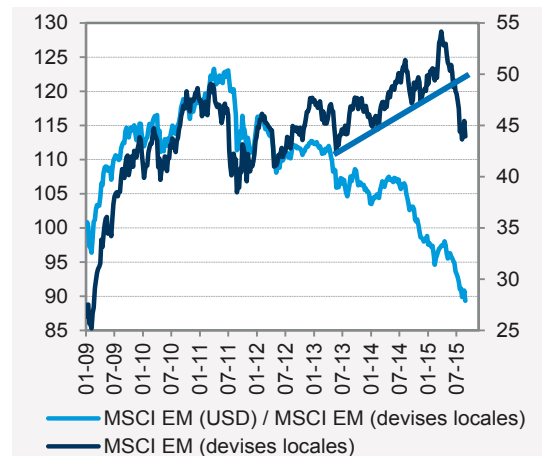
Les États-Unis n'ont jamais connu de récession l'année qui a suivi un effondrement de 50 % des prix du pétrole, comme c'est le cas aujourd'hui. Cela a même plutôt conduit à l'inverse, à savoir un contre-choc pétrolier (1986 et 1998). Qui plus est, le S & P 500 a toujours été haussier les 12 mois qui précèdent une élection présidentielle américaine (voir graphique 6)... à l'exception tout de même de 2008 (faillite de Lehman), 1988 (krach de 1987), 1940 (seconde guerre mondiale) et 1932 (grande dépression). Il est vrai que la période préélectorale incite plutôt à des largesses fiscales. Hors événement extrême, tout cela est donc de bon augure. Enfin, la hausse des *spreads* High yield et le top des marges des entreprises (quatrième trimestre 2014) soulignent la maturité du cycle. Il faut savoir qu'historiquement une récession n'intervient en moyenne que 6 trimestres après le point haut des marges

2 MSCI EM : rentabilité des fonds propres et évolution des devises



Source : Datastream, Recherche Amundi

3 MSCI EM : évolution des devises et du marché des actions en devises locales



Source : Datastream, Recherche Amundi

4 MSCI marchés émergents/ MSCI marchés développés



Source : Datastream, Recherche Amundi



des entreprises, mais avec un maximum de 15 trimestres dans les années 1960 et 1990. Vu sous cet angle, la fin de cycle économique se rapproche certes, mais n'est pas imminente.

Au-delà des marges des entreprises, la stabilisation des profits des sociétés américaines est plus gênante. En effet, dans les phases de fort rebond de marché post-crise LTCM/Asie/Russie (1998-2000) ou pendant la construction de la bulle liée aux supprimes (2006-2008), les profits des sociétés étaient clairement orientés à la hausse, ce qui ne nous semble pas acquis cette fois-ci (hausse salariales et dollar fort).

Le marché d'actions américain, moins volatil, est plus défensif que les autres grands marchés d'actions pendant cette phase de stress. Mais il ne possède pas les ingrédients pour surperformer quand les marchés globaux reprendront le chemin de la hausse.

Conclusion: nous sommes constructifs... mais pas pressés

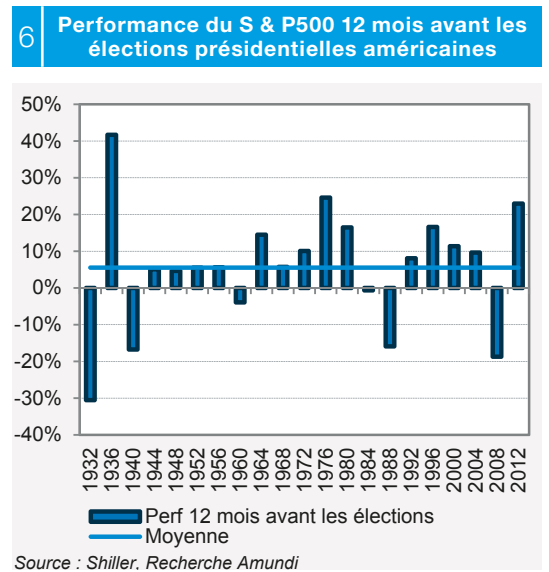
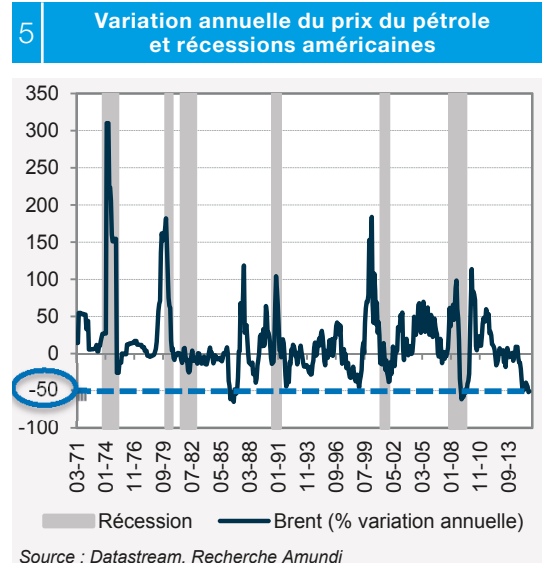
En termes de timing, l'incertitude sur la Chine et les matières premières ne nous incite pas à remettre du risque prestement dans les portefeuilles. Nous préférons encore attendre. Rappelons que nous sommes en hiver économique depuis 2000 (voir notre Discussion Paper: « Cycles longs et marchés d'actifs ») et qu'il vaut mieux pêcher par prudence pendant cette période. La sortie devrait néanmoins se faire par le haut à l'horizon 2016.

Au niveau géographique, on peut s'attendre à ce que la Chine rassure, que les États-Unis tiennent en termes de croissance, mais que le principal bénéficiaire soit finalement la zone euro. La zone euro est en effet la plus capable d'accélérer en termes de croissance des profits. Après une double récession, elle profite de la faiblesse de l'euro, d'une banque centrale qui n'hésitera pas à en faire davantage, de la reprise des crédits, de la baisse des prix du pétrole. Selon nos estimations, le plongeon des devises émergentes pourrait quand même impacter les prévisions de croissance des profits à un an de moitié. Toutefois, il resterait encore 5 % dans les prévisions quand les analystes de la place auront révisé leurs chiffres. Et si les devises émergentes stoppent leur dégringolade, alors la dynamique pourrait à nouveau s'orienter vers des révisions en hausse.

Quant au Japon, la situation ressemble à celle de la zone euro, mais le cycle des profits est reparti depuis plus longtemps. Alors que le yen est historiquement la devise qui résiste le mieux aux crises (cf. 1998 et 2008), ne pas couvrir le risque de change permet de mieux passer cette période de turbulence (au moins pour un investisseur en dollar). Une autre façon de faire serait de neutraliser ce marché. À noter d'ailleurs qu'en dollar, nos modèles d'allocations nous signalent assez peu de différence entre les 3 grandes régions: États-Unis, zone euro et Japon.

Au niveau des thématiques, le risque « Chine » est finalement venu exagérer la surperformance de la thématique de croissance (Growth) par rapport à la valeur (Value) comme nous le suggérons dans le Cross Asset de janvier 2015: « Valeurs de croissance: un risque ou une opportunité? ». Les cycles où les valeurs de croissance surperforment se terminent souvent (toujours?) par une forte exagération en faveur de ces valeurs (voir graphique 7). Avec des taux extrêmement bas, une croissance des profits qui se fait rare, et un manque d'alternatives d'investissement, cette thématique reste d'actualité, notamment pour les valeurs sensibles à la consommation domestique des pays développés. Elle constitue même une thématique de choix pour cristalliser des excès qui se produisent souvent dans cette phase de marché où un nouveau cycle boursier vient faire le lien avec la fin du cycle économique (cf. 1998-2003 ou 2006-2009).

Remarquons tout de même sur le graphique que cette exagération de la performance des valeurs de croissance par rapport aux valeurs « value » est souvent brutalement interrompue avant le bouquet final. On peut imaginer cette fois-ci qu'un rallye (technique?) des valeurs exposées à la thématique Chine/ émergents/matières premières intervienne à un moment ou à un autre, ce qui devient paradoxalement un risque dans les portefeuilles. Décidément, si les marchés d'actions devaient sortir par le haut de cette tourmente, le chemin promet d'être semé d'embûches.



10 Actifs cycliques émergents : après l'euphorie vient souvent le pragmatisme

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

Les marchés émergents après un deuxième point bas

Après un début d'année tout à fait décent pour les actions émergentes et la dette souveraine en dollar, les tendances se sont inversées pour terminer par une baisse brutale au moins d'août, suivie d'une nouvelle jambe de baisse en septembre, toutefois moins brutale. Les soldes de performances en dollar sont, depuis le début nettement négatifs, avec une baisse de 17 % de la dette locale, de 13 % pour les actions des marchés émergents dits frontière, de 7 % pour les principaux marchés d'actions. Ceci est à mettre en rapport avec une baisse de plus de 19 % des actions du secteur énergie. Devant l'ampleur de ces mouvements, la tentation d'une reprise d'exposition est forte. Nous défendons ici qu'à court terme, un plus bas cyclique a été atteint via des anticipations de croissance beaucoup plus raisonnables. C'est notamment ce qu'illustre le comportement conjoint des devises, des actions et des matières premières.

Les trois principaux risques auxquels se confrontent les marchés émergents

Les marchés émergents font actuellement face à trois risques principaux :

1. l'endettement des entreprises d'Asie émergente auquel le FMI consacre un chapitre entier de son rapport sur la stabilité financière¹,
2. les conséquences de la forte baisse du pétrole,
3. et enfin la normalisation des taux de la Réserve Fédérale.

Ces trois risques ne sont pas indépendants entre eux. La normalisation des taux de la Fed confirme une amélioration relative des perspectives de croissance des économies avancées et plus particulièrement des États-Unis. Ceci devrait forcément peser sur l'attractivité des actifs émergents. Les investisseurs seront enclins à demander une rémunération plus importante pour accepter de porter du risque financier lié à ces économies. Ceci devrait, a minima, conduire à une hausse des coûts de financement des secteurs privé et public de ces économies.

Anatomie de la remontée récente de l'aversion au risque

L'environnement actuel est favorable à ce que les pressions demeurent élevées sur les primes de risque sur les émergents. Il est, d'ailleurs, possible de suivre l'évolution de l'aversion au risque via le comportement des primes demandées par les investisseurs, pays par pays et sur un panel large d'actifs. Comme le montre le graphique de l'encadré, l'indicateur permet de comparer les principaux épisodes de stress depuis 2007.

Deux observations peuvent être faites sur la période 2013-15 i.e. depuis que la Fed a amorcé son périple de retour à une politique monétaire plus orthodoxe.

- Le *dollar tantrum*, à savoir le stress causé en seconde partie de l'année dernière par la forte appréciation du dollar, aura été plus court mais plus intense que lors de l'épisode du *taper tantrum*.
- Deuxièmement, le stress sur les marchés émergents n'est jamais vraiment retombé à son niveau de l'été 2014. Après une baisse en début d'année, il connaît une progression continue depuis à peu près la fin du premier semestre de cette année.

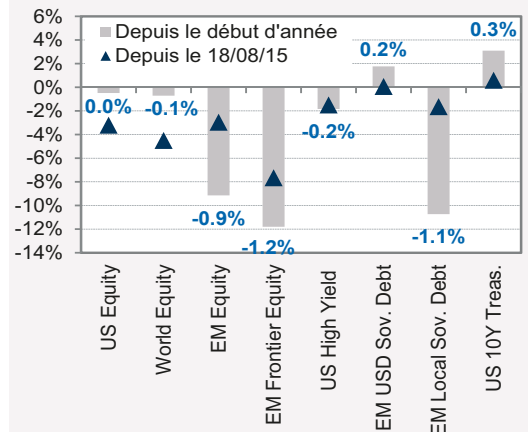
La différence entre ces deux épisodes s'explique par les contributeurs à la remontée de l'aversion. Lors du *dollar tantrum*, l'essentiel de la hausse aura été expliqué par un écartement des *spreads* de crédit et les pressions baissières

L'essentiel

Les actifs cycliques émergents (actions, devises) ont traversé une nouvelle jambe de baisse après le crash de cet été. La tentation est donc forte d'envisager une reprise d'exposition aux actions et/ou devises alors que la Fed devrait faire très attention à ne pas engendrer une volatilité très mal venue à ce stade du cycle.

Nous défendons l'idée que seules des nouvelles catastrophiques en provenance de Chine pourraient refaire dérailler les marchés d'actions des pays émergents. À court terme, un plus bas cyclique a été atteint via des anticipations de croissance beaucoup plus raisonnables. C'est notamment ce qu'illustre le comportement conjoint des devises, des actions et des matières premières.

1 Performances des actifs émergents



Source: Datastream, Recherche Amundi



Les marchés émergents font actuellement face à trois risques principaux : l'endettement des entreprises d'Asie émergente, les conséquences de la forte baisse du pétrole et enfin la normalisation des taux de la Réserve Fédérale

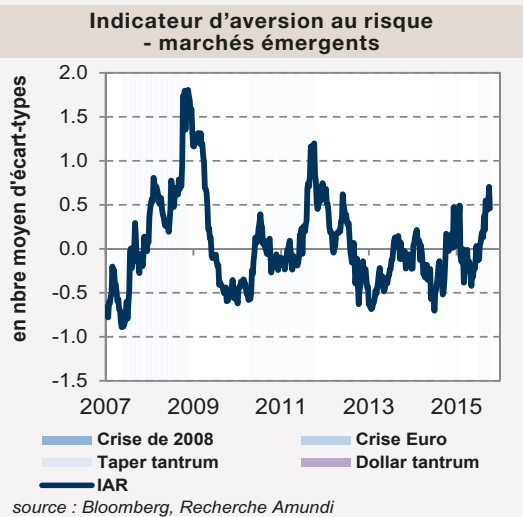
¹ IMF October 2015, GFSR Report, Chapter 3: « Corporate Leverage in Emerging Markets – A Concern ? »

sur les devises. Dans l'épisode de stress actuel, toutes les classes d'actifs ont contribué.

Ces enchaînements d'ajustement de primes soulèvent une question. Faut-il craindre qu'une spirale négative se mette en place? Une spirale où la hausse des primes de risque de crédit entraînerait des pressions baissières sur les devises en raison de sorties de capitaux, pressions qui, à leur tour, induiraient, à nouveau, une hausse des *spreads* en raison de l'accroissement mécanique des coûts du service de la dette externe.

> Un indicateur simple d'aversion au risque

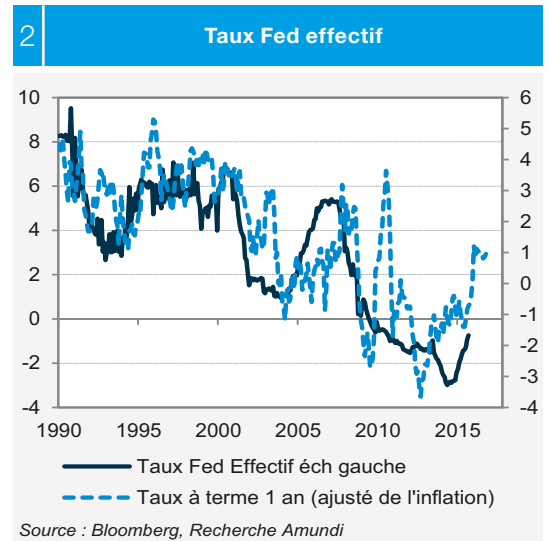
- Il est possible de suivre l'évolution de l'aversion au risque via le comportement des primes de risque demandées par les investisseurs ou encore primes de risque *ex-ante* sur un panel large d'actifs émergents : devises, taux locaux, dettes en dollar souveraine et corporate, actions. Nous avons calculé cela pour dix-huit économies qui sont la Corée du Sud, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, la Thaïlande, la Pologne, la Hongrie, le République Tchèque, la Roumanie, la Turquie, la Russie, l'Afrique du Sud, le Brésil, le Mexique, le Chili, la Colombie et le Pérou. Nous présenterons dans une prochaine publication des résultats pays par pays.
- Nous considérons qu'il y a une remontée de l'aversion au risque dès qu'une prime de risque se situe au-dessus de sa valeur moyenne des douze derniers mois. L'écart à la moyenne de la prime de risque est exprimé en nombre d'écart-type puisque ce dernier représente l'écart moyen à la moyenne.
- Notre indicateur d'aversion est défini comme la somme des écarts à la moyenne normalisés des différentes primes de risque. Il est construit sur données hebdomadaires à partir de 2007.
- Nous définissons les primes de risque comme égales aux *spreads* des dettes souveraines ou corporate. Nous utilisons les indices EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) pour la dette souveraine et les indices CEMBI (*Corporate Emerging Markets Index*) concernant la dette corporate. Afin de rendre, plus homogène la lecture de ces *spreads* nous les exprimons en pourcentage des taux dix ans américains. On considère, dans le cas des taux locaux, les *spreads* de terme des segments 2 ans/5 ans et 5 ans/10 ans. Dans le cas des devises, on utilise les *spreads* de terme des courbes de volatilité sur les segments 3 mois/6 mois et 6 mois/1 an. Enfin dans le cas des actions, nous avons recours au ratio des fonds propres rapporté au prix.



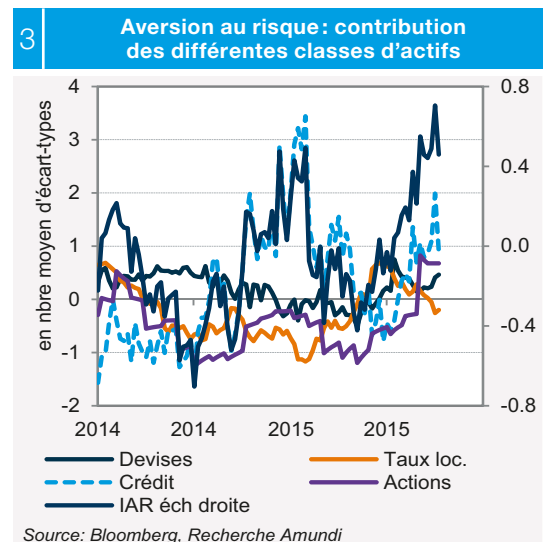
La perspective d'une Fed plus agressive qu'initialement projetée s'amenuise

Pour qu'une telle spirale puisse apparaître, il faudrait une dégradation substantielle des conditions globales de liquidité ou une forte révision à la baisse des perspectives de croissance. De fait, dans le spectre des risques actuels, deux doivent être distingués : la normalisation des taux de la Fed et le ralentissement chinois.

En ce qui concerne le premier de ces risques, il nous semble bien intégré. En premier lieu parce que la Fed a pris soin de communiquer sur ce dernier depuis plus de deux ans et que la remontée de ses taux devrait être très graduelle. En outre, le dernier communiqué de politique monétaire de la banque centrale américaine mentionne explicitement la prise en compte des développements sur les marchés internationaux.



“ Pour qu'une telle spirale [négative] puisse apparaître, il faudrait une dégradation substantielle des conditions globales de liquidité ou une forte révision à la baisse des perspectives de croissance ”



Pour les marchés émergents, l'attractivité des taux longs américains est déterminante. Un accroissement du *spread* de terme – écart de rémunération entre taux longs et taux courts – via une hausse des taux longs (*bear-steepening*) serait très pénalisant. Il nous paraît très peu probable que ce *spread* de terme augmente alors que publication après publication les statistiques de l'emploi soulignent que le rythme de créations d'emploi aux États-Unis s'essouffle.

Bien que la conjoncture américaine reste un élément central des perspectives de la croissance mondiale, une modération de sa croissance devrait permettre d'éviter un resserrement des conditions monétaires plus important qu'initialement projeté et donc une hausse indésirable des taux longs américains. Cet environnement est par conséquent plutôt favorable à une stabilisation des primes de crédit émergent.

Les anticipations concernant la Chine redeviennent raisonnées à défaut d'avoir été raisonnables

Reste la question du ralentissement chinois. Son ampleur donne lieu à des batailles de chiffres entre experts qui tentent, à qui le mieux, de fournir un chiffre de croissance plus en prise avec la réalité de la performance économique actuelle de l'Empire du Milieu².

Paradoxalement, ce n'est plus le chiffre exact de la croissance chinoise qui importe mais bien ce que les investisseurs ont intégré comme hypothèse. Pour nous en faire une idée plus précise nous avons procédé au test et à l'estimation d'un modèle de cointégration entre trois séries statistiques supposées *a priori* très sensibles aux perspectives de croissance chinoise: un indice composite de devises émergentes, l'indice MSCI actions émergentes exprimé en dollar US et les prix des matières premières au comptant via l'indice du *Commodity Research Bureau*.

Première observation, les tests³ confirment qu'une relation existe entre ces trois séries. Autrement dit, en abandonnant l'inférence statistique, ces trois classes d'actifs (devises émergentes, actions émergentes et matières premières) tendent à être fortement corrélées au sens où un écart significatif de comportement entre ces classes d'actifs n'est pas tenable.

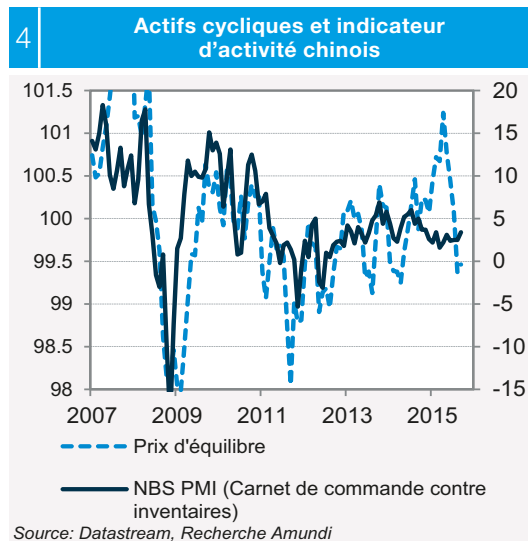
Seconde observation, le prix d'équilibre d'une sorte d'actif composite formé des actions émergentes en devises locales (actions en dollar + devises) présente sur données historiques une forte sensibilité aux indicateurs d'activité chinois – le graphe ci-contre met en parallèle ce prix contre l'écart entre les composantes carnet de commandes et inventaires de l'enquête manufacturière du NBS⁴. Il est à ce sujet remarquable de constater que ce prix s'est envolé en début d'année en raison de la hausse des prix des actions en totale opposition avec des indicateurs manufacturiers en repli depuis la hausse du dollar à l'été 2014. Depuis, ce prix d'équilibre a fortement corrigé alors que, dans le même temps, les indicateurs industriels chinois semblent indiquer qu'un plus bas cyclique a été atteint. Autrement dit, à ce stade les anticipations de marché sur les perspectives de l'économie de l'Empire du Milieu sont devenues plus raisonnées, si ce n'est plus raisonnables.

Hors occurrence d'un accident de crédit majeur, les actifs cycliques émergents sont donc devenus plus attractifs à court terme. Un point bas cyclique devrait être atteint dans les semaines à venir. En revanche, il est difficile de préjuger comment sera conduit le désendettement du secteur privé dans les économies émergentes. Il s'agit d'un défi pluriannuel qui devrait rester l'enjeu de toutes les attentions de la part des banques centrales comme des grandes institutions que sont le FMI ou la Banque Mondiale.

² Dans son encart du mardi 29 septembre au sujet des « FT BIG READ – China Statistics : Making the numbers add up », le *Financial Times* portait sur la place publique la dispute entre Carsten Holz, professeur d'économie à l'Université de Hong Kong et Harry Wu, professeur d'économie à l'Université Hitotsubashi de Tokyo quant à la qualité des données de croissance réelle en Chine.

³ Nous avons eu recours au test de Johansen.

⁴ NBS : National Bureau of Statistics, agence officielle en charge des statistiques chinoises.



“ Paradoxalement, ce n'est plus le chiffre exact de la croissance chinoise qui importe mais bien ce que les investisseurs ont intégré comme hypothèse ”



11 Les biosimilaires : le nouveau sujet brûlant aux États-Unis

MARIE-HÉLÈNE LEOPOLD, *Analyse Actions – Paris*

Biosimilaires ? Extrêmement similaires aux biomédicaments autorisés

Les biomédicaments sont des molécules thérapeutiques produites par des cellules vivantes (cellules de mammifères) ou des organismes (bactéries, levures) qui ont été au préalable génétiquement modifiés de manière à leur faire synthétiser une certaine protéine. Celle-ci est ensuite extraite, purifiée et transformée en un médicament actif. Adoptées par des sociétés de biotechnologie dès le début des années 1980 (Eli Lilly a développé la première insuline humaine recombinante), les biotechnologies sont apparues comme un processus de production alternatif à la synthèse chimique, base de la fabrication de ce que l'on appelle les « petites molécules ». Elles ont ainsi donné naissance à une toute nouvelle catégorie de biothérapies, extrêmement puissantes mais dont le degré de complexité et le coût sont aussi bien plus élevés. Ont ainsi été développés des médicaments mieux ciblés (notamment les anticorps monoclonaux ou AcM, extrêmement complexes) aux effets indésirables moindres (par rapport aux chimiothérapies par exemple). Leur processus de production (type de cellules utilisés, milieu de culture, etc.) détermine certaines de leurs propriétés pharmacodynamiques/pharmacocinétiques et potentiellement leur immunogénicité (c'est-à-dire leur capacité à provoquer une réponse immunitaire spécifique lorsqu'ils sont injectés). L'immunogénicité est difficile à prédire car aucun animal n'a le même système immunitaire que l'être humain. Même deux lots du même biomédicament produit par le même groupe peuvent varier dans une certaine mesure.

C'est la raison pour laquelle on ne parle pas de « biogénérique » mais uniquement de « biosimilaire ». Un biosimilaire est un produit biologique considéré par la Food and Drug Administration (FDA) américaine comme étant « extrêmement similaire » à un biomédicament de référence avec : 1) aucune différence cliniquement significative et 2) le même profil de sécurité. Seules sont tolérées des différences mineures dans les composants cliniquement inactifs.

De meilleurs traitements mais des coûts plus élevés

Les biomédicaments ont amené de nombreuses améliorations dans le traitement des maladies inflammatoires (sclérose en plaques et polyarthrite rhumatoïde) et de différents types de cancers. De fait, parmi les dix médicaments les plus vendus au monde l'année dernière, sept étaient des biomédicaments, représentant un chiffre d'affaires total de 61 milliards de dollars.

Cette tendance va s'accroître au cours des prochaines années car : 1) une véritable révolution thérapeutique a lieu dans le domaine du cancer. Les AcM qui ciblent les interactions entre les cellules du système immunitaire et les tumeurs d'un patient (immuno-oncologie) montrent des niveaux d'efficacité sans précédent et devraient s'imposer comme les nouveaux standards de traitement au cours des prochaines années et 2) les brevets des quelques « petites molécules » phares restantes arrivent en fin de vie (Crestor, Advair) et devront faire face à un moment donné à la concurrence des génériques. D'ici 2016, plus de 30 % du chiffre d'affaires mondial des produits pharmaceutiques de marque proviendra des biomédicaments (contre 10 % en 2000).

Pour aussi prometteurs qu'ils soient, les biomédicaments sont néanmoins bien plus chers que les « petites molécules » et de fait pèsent sur les systèmes de santé publics, puisqu'ils n'ont pas d'équivalents thérapeutiques en « petites molécules ». Aux États-Unis en particulier, l'absence de biosimilaires (un seul produit approuvé à ce jour) constitue un défi pour les budgets fédéral et des États, ainsi que pour les payeurs (assureurs, gestionnaires des prestations santé, etc.). En effet, aux États-Unis un groupe pharmaceutique/de biotech peut librement définir le prix de ses médicaments et peut l'augmenter aussi souvent et

L'essentiel

Aux États-Unis, l'année 2015 est exceptionnelle pour les biosimilaires (versions « extrêmement similaires » des biothérapies). Cinq ans après la promulgation du cadre réglementaire (BPCI Act) dans le cadre de l'Obamacare, la FDA a autorisé, en mars de cette année, son tout premier biosimilaire, dont le lancement a eu lieu début septembre.

Le système de santé américain a besoin des biosimilaires pour maîtriser l'augmentation des dépenses liées aux médicaments. Au cours des prochaines années, la FDA devrait autoriser les biosimilaires des molécules biologiques les plus simples (première génération) et finaliser ses directives sur la substituabilité et l'interchangeabilité. Cet aspect est important afin de gagner la confiance des médecins et des patients dans l'acceptation de ces produits. Les groupes originateurs riposteront devant les tribunaux, ce qui devrait retarder la commercialisation des biosimilaires approuvés par la FDA. En attendant, ils ont aussi commencé à en développer eux-mêmes, ciblant surtout les plus complexes (de deuxième et troisième génération) et mettant à profit leurs connaissances scientifiques et leur savoir-faire en matière de production biotechnologique. Ils pourraient devenir des acteurs majeurs de ce nouveau marché.



Les biomédicaments ont amené de nombreuses améliorations dans le traitement des maladies inflammatoires



d'autant qu'il le souhaite (pour une analyse plus en détail sur le système de fixation du prix des médicaments aux États-Unis, reportez-vous à l'article de Cross Asset Investment Strategy d'avril 2015, *Vertus et effets pervers du marché américain des médicaments*). Par exemple, les deux premiers AcM dont l'utilisation a été autorisée en immuno-oncologie (Keytruda de Merck & Co et Opdivo de Bristol Myers Squibb) ont chacun un prix affiché de 150 000 USD par an. Malgré ce prix élevé, la pharmaco-économie est bonne mais cela implique de dépenser plus aujourd'hui et de trouver d'autres moyens de réaliser des économies.

Des économies seraient immédiates si les nombreux « vieux » biomédicaments (qui ne sont plus protégés par un brevet) n'avaient pas le champ libre compte tenu de l'absence de biosimilaires autorisés par la FDA. Cette « première génération » de biosimilaires devrait commencer à être disponible aux États-Unis cette année, mais les véritables économies ne seront réalisées que lorsque des biosimilaires de produits de « deuxième génération » (anticorps monoclonaux) seront approuvés à compter de la fin de la décennie. En revanche, en Europe, l'Agence européenne du médicament a déjà pris l'initiative en autorisant les biosimilaires dès 2006.

Le BPCI Act a établi un cadre réglementaire aux États-Unis

Pour les petites molécules, le Hatch-Waxman Act de 1984 (à savoir le Drug Price Competition and Patent Term Restoration Act) a créé un cadre réglementaire et introduit le concept de « similitude » (via la demande abrégée de nouveau médicament ou ANDA) qui a conduit au développement d'un secteur des génériques puissant. Les fabricants de génériques ont alors été en mesure de développer des copies de médicaments princeps et brevetés sans avoir à reproduire les études pré-cliniques (chez l'animal) et cliniques (chez l'être humain). Ils n'avaient en effet qu'à démontrer la bio-équivalence aux médicaments de référence. Alors que moins de deux tiers de toutes les prescriptions pour Medicare Part D (programme d'assurance santé fédéral pour les Américains de plus de 65 ans) concernaient les génériques en 2007, ce pourcentage est passé à 86 % l'année dernière suite à la « chute des brevets » (à savoir le passage des brevets dans le domaine public) de 2012-2013. Cela a libéré des ressources pour s'offrir les traitements les plus onéreux. Cependant, le nombre de « petites molécules » phares dont le brevet tombera dans le domaine public au cours des cinq prochaines années tire à sa fin, et les médicaments vedettes actuels sont par nature biologiques.

Le parcours réglementaire pour les biosimilaires n'existait pas aux États-Unis avant mars 2010. La promulgation par le Congrès du BPCI Act (Biologics Price Competition and Innovation Act de 2009), avec l'Obamacare, a donné à la FDA la possibilité d'autoriser les biosimilaires et a défini la période d'exclusivité des données pour un nouveau biomédicament à 12 ans (période durant laquelle la FDA ne peut pas autoriser un biosimilaire même si ses brevets ont expiré). Le BPCI Act a défini un parcours relativement alambiqué pour un groupe cherchant à obtenir une autorisation de la FDA pour biosimilaire (procédure dite « 351 (k) »).

Zarxio (Sandoz) est le premier biosimilaire aux États-Unis

Zarxio (Sandoz), biosimilaire du Neupogen d'Amgen (filgrastim, autorisé au début de l'année 1991, ventes 2014 de 840 millions d'USD aux États-Unis), fut le premier – et jusqu'ici le seul – biosimilaire à obtenir l'autorisation de la FDA (en mars 2015) via le nouveau parcours 351 (k).

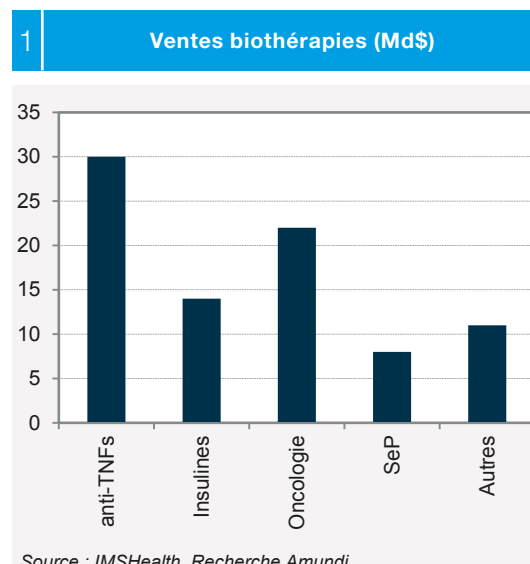
Pour Sandoz (division génériques de Novartis), il y avait deux types d'obstacles à surmonter avec Zarxio :

1. scientifique : établir suffisamment de preuves (pas de différences cliniquement pertinentes avec Neupogen en termes d'efficacité et de sécurité) pour que la FDA autorise le produit, et

2. légal : l'emporter contre le laboratoire créateur du Neupogen, Amgen, qui avait engagé des poursuites – non pas sur les brevets (tombés dans le domaine public) mais sur l'interprétation des différentes dispositions clés du BPCI Act. Pour citer le juge Lourie, juge de cour d'appel du circuit fédéral et présidant l'affaire Amgen contre Sandoz, le BPCI Act « mériterait le prix Pulitzer pour sa complexité et son manque de clarté ».



En autorisant les biosimilaires dès 2006, l'Agence européenne du médicament a déjà pris les devants



Vous accepteriez bien cette danse ?

L'une des dispositions les plus critiquées du BPCI Act détaille les interactions que le laboratoire détenteur du produit de marque et le fabricant du biosimilaire « doivent » avoir sur les brevets. Cette « danse des brevets », comme elle est appelée, implique l'échange de brevets et d'autres informations selon un calendrier très précis. Très tôt dans le processus, le fabricant du biosimilaire doit communiquer sa demande au créateur, accompagnée d'informations détaillées (lignées cellulaires, milieu de culture, purification, etc.) sur le processus de fabrication (informations généralement considérées comme des secrets de fabrication). Le fabricant originaire (et ses avocats) doit ensuite indiquer les brevets et les processus qui, de son point de vue, sont enfreints. En résumé, cette « danse des brevets » pourrait être si litigieuse qu'il pourrait s'écouler plusieurs années entre l'autorisation de la FDA et une décision de justice sur les brevets incriminés, et donc la commercialisation du biosimilaire. Bien évidemment, les fabricants de princeps préfèrent largement prendre la voie légale pour retarder aussi longtemps que possible la mise sur le marché d'un biosimilaire. Sandoz a fait le choix d'interpréter la « danse des brevets » comme étant facultative (une autre disposition dans la loi stipule en effet ce qu'il faut faire si le fabricant du biosimilaire ne se conforme pas à la « danse des brevets »). Amgen a poursuivi Sandoz quant à cette interprétation.

Après plusieurs mois de bataille juridique, en juillet 2015, la cour d'appel pour le circuit fédéral aux États-Unis a statué en faveur de Sandoz au motif que la « danse des brevets » n'était que facultative. La cour a cependant statué contre Sandoz sur la notification au fabricant du princeps de la demande dans les 180 jours. En conséquence, Zarxio n'a été lancé que début septembre 2015 alors qu'il avait été autorisé début mars. Le prix affiché de Zarxio (c'est-à-dire avant les remises négociées) est de 15 % à 17 % moins cher que Neupogen.

Substituabilité et interchangeabilité

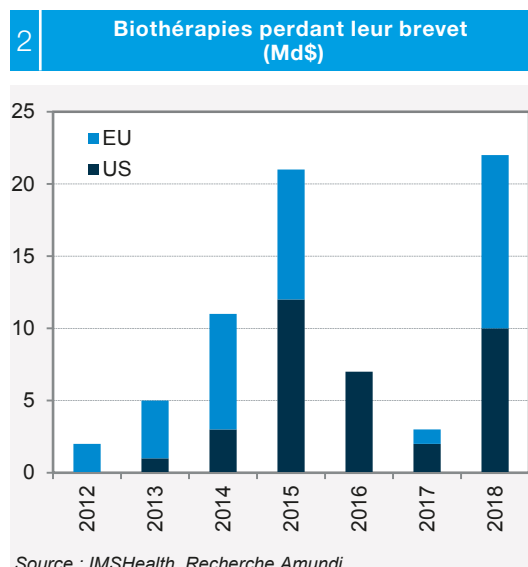
Zarxio ne peut cependant pas se substituer à Neupogen et les deux ne sont pas interchangeables. Il doit être identifié par son nom de marque ainsi que par la dénomination commune internationale (DCI) à laquelle est ajouté un suffixe indiquant son fabricant (Sandoz), filgrastim-sndz. Cela ne crée pas l'environnement idéal pour une adoption rapide : Zarxio devra être mis en avant par la force de vente. Les médecins devront être convaincus de le prescrire et seront en même temps bombardés de contre-arguments par le fabricant du princeps. Cela contraste avec la substitution automatique constatée lorsque les « petites molécules » deviennent des génériques, ainsi qu'avec l'adoption rapide des génériques entraînant à son tour un fort déclin des prix.

La FDA s'aventure sur un terrain glissant...

Bien qu'il ait déjà fallu cinq ans pour que le premier biosimilaire soit autorisé et commercialisé aux États-Unis, la FDA a encore d'importants défis à relever.

Elle s'aventure sur un terrain glissant et ne peut se permettre aucun faux-pas.

1. A plusieurs reprises dans le passé, la FDA a essuyé des critiques sévères par ses décisions, jugées tardives, de retirer du marché certains médicaments pour effets secondaires (Vioxx entre autres) et ont placé l'agence américaine au coeur de débats politiques. Cette fois, la FDA veut bien faire et sait combien le retrait du marché d'un biosimilaire serait désastreux pour l'avenir des biosimilaires aux États-Unis.
2. Les secteurs pharmaceutiques et biotechnologiques, dont les ressources financières sont considérables, dressent des obstacles légaux et brandissent le spectre d'une efficacité potentiellement moindre ou d'effets indésirables accrus des biosimilaires dans les maladies très graves. La FDA doit disposer de preuves scientifiques claires et solides pour contrer ce message.
3. La FDA doit encore publier des directives sur des aspects importants pour les biosimilaires (substituabilité, interchangeabilité) et sur le type de données cliniques que les industriels devront présenter pour en faire la démonstration. Les groupes qui sont en train de développer 57 biosimilaires de 16 biomédicaments



de référence différents ont besoin de ces recommandations pour décider des études éventuellement indispensables à mener.

4. Selon le camp qu'ils choisissent, les politiciens rajoutent à la pression. Le 17 septembre dernier, le Senate Subcommittee on Primary Health and Retirement Security a entendu le docteur Janet Woodcock (directrice du Center for Drug Evaluation and Research ou CDER de la FDA) pour comprendre pourquoi la FDA n'avait toujours pas publié ces directives. Le sous-comité a insisté pour avoir une date butoir, en vain. Bien que la directrice du CDER pense que l'interchangeabilité soit réalisable sur le plan scientifique, elle ne souhaite pas s'engager sur une date spécifique car chaque biosimilaire est un cas spécial qui nécessite une évaluation minutieuse.

L'avenir des biosimilaires américains est en marche

Il est peu probable que Zarxio devienne un biosimilaire majeur en termes de ventes ; il est cependant très important dans le sens où il conduit à une clarification de la loi (BPCI Act) telle qu'elle devrait être appliquée dans la « vie réelle ». En tant que tel, Zarxio établit un précédent juridique mais rien n'est gravé dans le marbre actuellement : les deux parties ont demandé une nouvelle audience plénière, chacune sur la disposition sur laquelle il a été débouté, à savoir Amgen sur la « danse des brevets » et Sandoz sur le délai nécessaire de notification préalable au fabricant du princeps. L'issue de cette affaire et d'autres (par exemple Amgen poursuit Apotex sur le peg-filgrastim, un filgrastim ayant une durée d'action plus longue, bien qu'Apotex ait choisi de se conformer à la « danse des brevets ») décidera du sort des biosimilaires aux États-Unis, avec un peu de chance avant l'apparition à la fin de la décennie des opportunités commerciales non négligeables que représentent les divers anticorps monoclonaux.

En Europe, les biosimilaires ont reçu leur première autorisation en 2006. Le premier biosimilaire de Remicade, un AcM utilisé pour traiter la polyarthrite rhumatoïde et la maladie de Crohn (entre autres), a été autorisé l'année dernière, permettant à de nouveaux patients d'avoir accès au traitement.

Les biosimilaires devraient en définitive l'emporter

Nous voyons au moins quatre raisons pour lesquelles les biosimilaires devraient être intégrés à l'arsenal thérapeutique aux États-Unis.

- **Le parcours réglementaire est en cours de clarification et l'application de la loi est en chantier.** Bien que le BPCI Act ait établi le parcours réglementaire pour l'autorisation des biosimilaires par la FDA, de nombreuses dispositions étaient ambiguës et sujettes à interprétation et récusation devant les tribunaux. L'affaire Amgen contre Sandoz sur Zarxio, le biosimilaire de Sandoz du Neupogen d'Amgen (filgrastim), a aidé à spécifier (en juillet 2015) les dispositions obligatoires et facultatives. Cela définira un cadre de référence pour les autres développeurs de biosimilaires.
- **La science et les processus de fabrication biologiques ont fait d'immenses progrès.** Les méthodes analytiques sont devenues beaucoup plus sophistiquées et peuvent aider à garantir qu'une grande partie de la similarité avec la molécule princeps soit évaluée *in vitro* ou sur des modèles animaux, nécessitant au final des essais cliniques plus limités (à savoir avec les patients). Les processus de fabrication sont devenus plus efficaces et leurs rendements (mesurés en grammes de protéines obtenus par litre) se sont énormément améliorés au cours des cinq dernières années, réduisant le coût de production.
- **Les biomédicaments de deuxième et troisième génération sont onéreux et ont un coût considérablement plus élevé pour le système.** Des économies pourraient être réalisées sur les biosimilaires de première génération, mais l'opportunité réelle d'économies réside dans les biosimilaires de deuxième et troisième génération (notamment les anti-TNF alphas utilisés dans la polyarthrite rhumatoïde et les AcM anticancéreux). Les anti-TNF sont de loin le composant simple le plus important du marché biologique mondial, les traitements ciblés anticancéreux venant en deuxième position.

“ Zarxio a établi un précédent juridique ”

“ L'opportunité réelle d'économies réside dans les biosimilaires de deuxième et troisième génération ”

- **Les groupes pharmaceutiques et biotech s'attribueront une part non négligeable du gâteau.** Les sociétés de biotech (qui possèdent l'ensemble des connaissances scientifiques pertinentes et l'expertise interne) ont établi, certes tardivement, des partenariats avec les groupes pharmaceutiques pour commencer à développer les biosimilaires de deuxième et troisième génération de nombre d'anticorps monoclonaux faisant aujourd'hui partie des dix meilleures ventes. Selon nous, cela prouve que le business model est pertinent et que le secteur le considère comme inévitable.

L'année 2015 est exceptionnelle pour les biosimilaires aux États-Unis et devrait annoncer la naissance d'un nouveau secteur. Le plus souvent, cette industrie sera entre les mains du secteur pharmaceutique/biotech lui-même (Sandoz étant la division génériques de Novartis). La plupart des grands fabricants de génériques ont plus ou moins renoncé, ou ont dû trouver des accords avec les sociétés de biotech compte tenu du fait que le temps, les connaissances et les ressources requis pour évoluer dans ce domaine complexe ont augmenté de manière exponentielle par rapport à ce qui était attendu il y a quelques années. Nous prévoyons que les biosimilaires resteront un thème majeur pour les investisseurs au cours des cinq prochaines années.





Amundi Research Center

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



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

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

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

Publications récentes

Working Papers

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

Discussion Papers Series

- **Les cycles longs et les marchés d'actifs**
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Actifs alternatifs dans une allocation: pourquoi, comment, combien ?**
SYLVIE DE LAGUICHE — *Recherche Quantitative – Paris*, ÉRIC TAZE BERNARD — *Conseil en Allocations d'Actifs – Paris*
- **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Gérer l'incertitude avec le concept DAMS (Diversification Across Macroeconomic Scenarios): de la segmentation des actifs à la gestion de portefeuille**
SIMONE FACCHINATO — *Gestion d'actifs – Milan*, GIANNI POLA — *Recherche Quantitative – Paris*

Spécial Focus

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

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*,
MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com

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

Crédit photo: iStock by Getty Images