

Novembre 2015



Sommaire

Thèmes clés, scénarios et allocation d'actifs

1 Chine et marchés émergents à quitte ou double

Page 4 

> FOCUS > Un point sur l'allocation d'actifs actuelle

- ▶ Les différents scénarios macroéconomiques et financiers en un clin d'œil
- ▶ Thématiques et allocation d'actifs
- ▶ Scénario central et scénarios alternatifs : les prévisions d'Amundi
- ▶ Scénario central et scénarios alternatifs : les « expected returns » d'Amundi
- ▶ Facteurs de risques

Page 8

Page 9

Page 12

Page 13

Page 14

Population mondiale, les tendances lourdes à horizon 2050

Page 16

Scénario macroéconomique

2 Divergences entre économies avancées et émergentes

Page 17

- ### > FOCUS > 2015-2016 : un cycle qui a le parfum de la crise asiatique de 1997-1998
- > États-Unis : comment évolueront les composantes du PIB ?
 - > Zone euro : comment évolueront les composantes du PIB ?
 - > Brésil et Russie : le retour du risque idiosyncratique

Politiques monétaires

3 La Fed dans un mini-cycle de resserrement, BoJ et BCE en mode accommodant, et assouplissements monétaires dans les pays émergents, à de rares exceptions près

Page 30

- ### > FOCUS > FOMC du 15-16 décembre : montera, montera pas ?
- > Politique monétaire américaine : le piège des « dots »
 - > Les taux directeurs de la BCE
 - > Fed : composition du FOMC

Marchés obligataires

4 Un environnement de taux bas... mais désormais avec une plus grande volatilité

Page 38

Marché des changes

- 5 À la recherche de points d'entrée pour les devises émergentes et les devises matières premières 

Page 43

> **FOCUS** > Les ajustements du marché des changes post-2008 se sont faits au détriment de la Chine

Cours de change et scoring de court terme
La méthodologie Amundi

Page 47

Marchés du crédit

- 6 Des opportunités subsisteront sur les marchés du crédit en 2016

Page 48

> **FOCUS** > De nouvelles tendances apparaissent sur le marché primaire des obligations IG en euro
> Les obligations d'entreprise, rares oasis dans le désert de rendement de la zone euro

Marchés émergents

Typologie des économies émergentes
La méthodologie Amundi

Page 52

- 7 Une année difficile en perspective, mais avec de nombreuses opportunités

Page 54

Flux de capitaux vers les marchés émergents

Page 58

Marchés d'actions

- 8 De la peur à l'espoir

Page 59

Que disent les *Mappings* sur les actions internationales ?
La méthodologie Amundi

Page 62

- 9 Quels secteurs pour demain ?

Page 64

Annexe

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 67

Thèmes clés, scénarios et allocation d'actifs

Allocation d'actifs en 2016 et au-delà

1 Chine et marchés émergents à quitter ou double

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

Deux périodes bien distinctes peuvent être évoquées s'agissant de 2015 :

Un premier semestre au cours duquel les craintes de resserrement monétaire américain ont été largement absentes, dans des marchés financiers il est vrai, davantage sous l'influence de la BCE. En janvier, celle-ci a en effet décidé de mettre en œuvre un vaste programme de « Quantitative Easing » officiellement pour contrer les menaces de la conjoncture internationale et européenne sur la stabilité des prix. Durant cette période de faiblesse de l'euro, mais aussi de confirmation de la meilleure santé de l'économie européenne, la recherche de rendement (actions et crédit) et de *spreads* (crédit corporates et souverains) a dominé les allocations d'actifs. Malgré une nouvelle crise grecque (qui s'est traduite par un nouveau plan de sauvetage... adopté dans la douleur), l'Europe est apparue plus attractive, compte tenu de la maturité du cycle (moins avancé que celui des États-Unis) ou de la faiblesse des économies et marchés émergents, affectés par le ralentissement de la Chine, la chute des prix des matières premières, le repli du commerce mondial, la faiblesse des devises émergentes...

Le second semestre a vu s'amplifier des faiblesses déjà bien installées, mais a également vu se propager des craintes plus fortes sur un atterrissage plus brutal de l'économie chinoise, de forte dépréciation potentielle du yuan, ou encore de resserrement monétaire de la part de la Fed.

Le fléchissement de la **croissance mondiale** ne date pas du second semestre. Nous avons pour notre part fait l'essentiel de notre révision de PIB mondial en 2014 : elle est ainsi passée de 3,8 % en janvier 2014 à 3,1 % fin 2015, et elle oscille depuis entre 2,9 % et 3,1 %. En revanche, le consensus de marché est resté tout au long de 2015 bien plus optimiste (et il l'est encore actuellement) et c'est sans doute cela qui a favorisé la forte correction des marchés durant l'été. La révision à la baisse de la croissance mondiale n'est pas homogène : au fur et à mesure de notre révision du chiffre global, nous révisions à la baisse la croissance dans les pays émergents (et notamment les grands pays comme la Russie, le Brésil et la Chine), mais à la hausse celle des pays avancés, États-Unis et Europe en tête, ce qui pour partie expliquait le biais pays de nos recommandations et allocations.

Le **QE de la BCE** a été un grand facteur d'apaisement pour la zone euro : non seulement il a permis de stabiliser taux, *spreads* corporates et *spreads* souverains à de bas niveaux, mais il a également permis à la fragmentation financière de la zone euro de refluer. Par sa politique de taux et son QE, la BCE a assuré une nette dépréciation de l'euro, contre dollar, mais surtout en termes effectifs, ce qui est bien plus important pour l'activité économique et pour les profits des entreprises de la zone. La BCE n'en a pas fini avec sa politique de taux bas et d'injections de liquidités : on commence à reparler de taux de dépôts BCE encore plus négatifs (un élément extrêmement préjudiciable aux marchés de taux et notamment aux fonds monétaires, mais sans doute porteur d'une nouvelle dépréciation de l'euro), à évoquer la nécessité d'élargir le QE actuel et à jauger la probabilité d'assister à un QE2.

L'essentiel

La croissance mondiale a nettement fléchi en 2014 et en 2015, favorisant la poursuite d'un environnement de taux bas. 2016 devrait être une année plus compliquée : la volatilité a repris le chemin de la hausse, les difficultés politiques et géopolitiques s'amoncellent (Syrie, Turquie, Brésil...) et les inquiétudes sur la Fed ou sur la Chine, si elles ne sont pas levées, affaibliront les classes d'actifs risqués.

Cette section présente notre scénario central et plusieurs scénarios alternatifs, avec prévisions et *expected returns*. Le scénario central mise sur une croissance plus solide dans les pays avancés que dans les émergents, l'absence d'effondrement de la Chine, des ressernements monétaires américains modérés, la poursuite des taux bas en Europe et au Japon. Sur les actions, nous privilégions des thématiques transversales (consommation domestique, soutenabilité du rendement) et régionales (*momentum* en Europe, *stockpicking* au Japon et qualité aux États-Unis). Sur les taux, la recherche de *spread* et de rendement s'impose encore. Sur le change, la recherche de valeur est facilitée par la forte chute de certaines devises en 2015 : devises émergentes et matières premières ont désormais notre préférence. Reconstruire des positions sur les matières premières a du sens dès lors que le pire sur la Chine sera évité. Les actifs émergents, actions et dette, pourraient bien être la bonne surprise de 2016. Concevoir/mettre en place des stratégies de *macro-hedging* prend néanmoins tout son sens : les facteurs de risque sont tous générateurs de crise majeure, et les premières alertes se sont déjà manifestées en 2015 (crise européenne, Fed, Chine, yuan, marchés émergents, prix des matières premières, liquidité, volatilité) : les USTbonds, les Bunds, la volatilité, l'USD, le cash et l'or sont en ordre décroissant, les meilleures protections.



Le QE de la BCE a été un grand facteur d'apaisement



Le **ralentissement de la Chine** n'est pas nouveau: de nombreux indicateurs montrent que le modèle de croissance et le rythme de la croissance ont franchi un nouveau cap en 2011, que seul l'activisme des autorités chinoises a réussi à endiguer. Même si le chiffre officiel de la croissance est resté stable, la composition du PIB a changé et il est bien question de changement de modèle, et d'essoufflement du modèle de croissance actuel. Comme tout pays qui se développe, son taux d'épargne est amené à se réduire, ainsi que sa croissance économique. Comme en plus, la croissance des gains de productivité et l'évolution de sa démographie (croissance de la population en âge de travailler) sont peu favorables, la croissance potentielle est en repli: elle a probablement baissé de l'ordre de 50 % en l'espace de 10 ans, pour atteindre désormais 5 % environ. La Chine n'est pas encore un pays riche, mais a une démographie de pays riche: vieille avant d'être riche, la transition vers une croissance équilibrée ne se fait pas sans heurts. Notons que la démographie, qui détermine pour partie la croissance potentielle, devient un problème auquel peu de pays échappent (voir encadré page 16).

C'est pour cela que la **baisse du yuan**, intervenue en août dernier a marqué les esprits et ses effets ne sont pas près de disparaître. Au-delà de son ampleur, très faible (4 % en une poignée de jours), c'est le geste qui a marqué: voilà en effet un pays, la Chine, qui s'était engagée auprès du G20 à ne pas laisser filer sa devise, assurant que les politiques de relance de la croissance passeraient par le triptyque politique monétaire – politique budgétaire et fiscale – politique de revenu... une situation bien confortable pour le G20, mais qui se révèle bien difficile pour la Chine. Après le dollar, c'est le yuan qui s'est le plus apprécié en 2015, une appréciation que l'économie chinoise ne peut sans doute pas s'offrir. La décision de laisser filer le yuan, même pour quelques jours et pour quelques pourcentages signifie-t-elle que la croissance est en fait plus faible que ne l'indiquent les chiffres officiels, que la Chine considère le triptyque désormais inopérant et non souhaitable (il s'est traduit par une forte augmentation de la dette chinoise, plus de 100 % du PIB en 10 ans) ou qu'elle prépare une vaste dévaluation du yuan (comme en 1994 quand la Chine avait dévalué sa monnaie d'un tiers)? Voilà pourquoi la baisse du yuan a provoqué un vaste repli de l'ensemble des marchés financiers, émergents en tête.

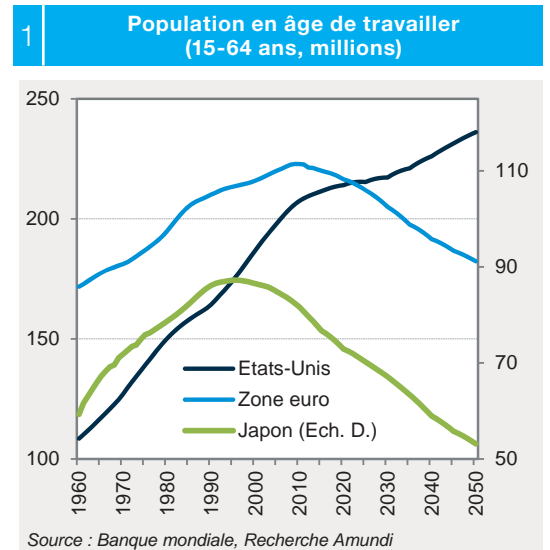
Le **repli des marchés émergents** a certes été spectaculaire, mais il n'est pas nouveau, lui non plus. En fait, il a débuté en 2013, lorsque les premières craintes d'abandon du QE par la Fed se sont manifestées. Ces marchés, qui selon les estimations, avaient attiré 20 % des liquidités injectées par la Fed, ne pouvaient que souffrir à l'annonce de l'abandon de cette politique. Depuis, le ralentissement de la Chine, la chute du prix des matières premières, les problèmes spécifiques de certains grands pays (Brésil, Russie, Turquie...) et la volonté – annoncée – de la Fed de commencer à resserrer sa politique monétaire ont été autant de facteurs qui ont poussé les capitaux à continuer à sortir des marchés émergents, tant sur les actions que sur les produits de dette.

Le **jeu de la Fed** pourrait s'avérer bien dangereux. On comprend bien que les gouverneurs souhaitent envoyer un message positif en décidant de tourner la page de la politique ultra-accommodante, mais le contexte international et la situation des États-Unis ne justifient ou ne permettent pas un tel geste. Sur le plan international, les pressions déflationnistes n'ont pas disparu. Ces pressions concernent désormais davantage l'économie mondiale et les économies émergentes, mais elles sont néanmoins fortes: repli des prix des matières premières, repli du commerce mondial en valeur, stagnation du commerce mondial en volume, croissance de la Chine, prix des biens manufacturés, devises émergentes... Quant aux États-Unis, en l'absence d'accélération de l'investissement et de hausse plus franche des salaires, et compte tenu de la forte appréciation du dollar (15 % depuis la mi-2014 en termes effectifs réels), il n'y a pas lieu de précipiter les hausses de taux.

La **situation politique** de certains grands pays (Brésil, Turquie notamment) s'est assez considérablement assombrie, et le **contexte géopolitique** s'est complexifié (Syrie, État islamique pour ne citer que ces deux points chauds...). Alors que le premier de ces facteurs intervient dans un contexte difficile pour la classe d'actifs émergente (ralentissement de la Chine, craintes de dévaluation du yuan, flux de capitaux...), le second se traduit par des interventions militaires, des dissensions diplomatiques et des flux de migrants que les États, notamment européens peinent à contenir/accueillir... et il s'agit d'une tendance durable (lire par ailleurs « *Population mondiale, les tendances lourdes à horizon 2050* »).



Le ralentissement de la Chine n'est pas nouveau... c'est une tendance lourde



Un abandon brutal du yuan génèrerait une crise de grande ampleur



L'aptitude de la Fed à bien communiquer: un enjeu déterminant pour 2016



Tensions politiques, géopolitiques et volatilité: inévitables en 2016



Au total, nous sommes entrés dans une nouvelle phase de plus grande **volatilité**. Si entre 2008 et 2014, les banques centrales, par leurs actions, ont écrasé cette dernière, à partir de maintenant, elles (Fed, BCE et PBoC essentiellement) vont être à l'origine d'un regain de cette même volatilité. Ce mouvement est sans doute durable, et s'il ne change pas radicalement la donne, il modifie néanmoins les profils de risque.

> Un point sur l'allocation d'actifs actuelle

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 a conforté notre allocation d'actifs, qui est favorable aux actifs risqués (essentiellement européens) et favorable à la recherche de rendement dans les pays avancés.

- Elle est surpondérée en actions européennes d'abord et ensuite Japon, surpondérée actions européennes vs. actions américaines, surpondérée en obligations américaines vs. noyau dur européen, surpondérée en crédit corporate vs. crédit souverain du noyau dur.
- Elle mise sur des thématiques actions telles que i) la soutenabilité des 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 *momentum* en Europe, le *stockpicking* au Japon et la « qualité » aux États-Unis.
- Elle mise par ailleurs sur des thématiques taux comme la recherche de spread et de rendement, sans préférence réelle, actuellement entre le high yield et l'investment grade en Europe.
- Elle 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), mais ne compte plus beaucoup sur la poursuite de la dépréciation du yen (les positions longues en actions japonaises sont graduellement « déhedgées » depuis trois mois).
- Notre allocation est également sous-pondérée en pays/devises matières premières, et elle 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.
- Enfin, elle est sous-pondérée en actifs émergents, actions et dette, sur lesquels nous sommes devenus 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...

Les scénarios en présence

Trois scénarios méritent l'attention. Résumons-les succinctement :

- **Dans notre scénario central (probabilité de 70 %), la croissance se poursuit dans les pays développés en 2016.** Le déclin de la croissance potentielle de la Chine se poursuit, mais les craintes de « hard landing » en 2016 et 2017 (que l'on définira par une croissance du PIB de l'ordre de 3-4 %) sont contenues. La relance de la croissance, via une combinaison de politique de taux d'intérêt — politique de réserves des banques — politique budgétaire — politique fiscale — politique de revenu et non via une politique de change agressive se traduisant par une chute soudaine du yuan (de 10 % ou plus) rassure, et l'impact du ralentissement de 2015 reste essentiellement cantonné aux économies « émergentes ». Au total, la croissance mondiale reste proche de 3 % (un scénario bien plus pessimiste que le consensus actuel). Ce mouvement global (baisse de la croissance dans les EMG, perte de compétitivité des pays « avancés » du fait des cours de change...) provoquera néanmoins un fléchissement de la croissance mondiale en 2017. La Fed conserve



Nous sommes entrés dans une nouvelle phase de plus grande volatilité



Scénario central : la croissance mondiale reste proche de 3 %



une politique plus prudente que ne l'indiquent ses propres prévisions. Elle resserre avec extrêmement de prudence, lentement (50pb en 2016). La BCE poursuit une politique monétaire accommodante : les taux courts restent inchangés pendant encore 3 à 5 ans, un QE2 est envisageable, ainsi qu'une nouvelle baisse du taux de dépôt. Ce dernier est un outil utile pour limiter les dépôts des banques auprès de la BCE, mais un nouvel assouplissement ne garantit pas qu'il y aurait un transfert vers l'économie réelle. En revanche la perspective de voir ce taux abaissé et d'assister à une extension du QE assurera une nouvelle dépréciation — bienvenue — de l'euro. In fine, la BCE, la BoJ et la PBoC resteront accommodantes pour les quelques années à venir. Les taux longs restent bas, notamment en Europe. L'euro se stabilise contre USD, et le yen reprend des couleurs. La croissance est suffisamment solide pour favoriser la recherche de rendement et de *spreads*. Niveau des taux, BPA et baisse du stress favorisent les marchés d'actions, notamment européens, où le rendement du dividende est 4 fois supérieur aux taux longs. Attention cependant, l'environnement global créera davantage de volatilité qu'au cours des dernières années.

- **Le premier scénario alternatif, à plus forte probabilité (20 %), est le plus pessimiste : dans ce cas de figure, la Chine ralentit fortement (le « hard landing » s'avère inévitable), et l'impact sur les économies émergentes s'amplifie. La croissance mondiale va vers les 2 % voire moins.** La croissance mondiale s'étiole, et du fait de l'impact sur les pays avancés (chute des marchés boursiers, forte volatilité, dégradation supplémentaire de la situation financière de pays déjà lourdement endettés) les politiques monétaires, y compris celle de la Fed redeviennent accommodantes. La baisse du commerce mondial, du prix des matières premières, des prix industriels s'amplifie, ce qui dégrade encore les pressions déflationnistes mondiales actuelles. Les politiques monétaires redeviennent (ou restent) accommodantes à peu près partout. On assiste à la fin du pseudo-cycle de resserrement monétaire de la Fed, tandis que la BCE et la BoJ accélèrent le rythme de leur QE et que la BCE adopte un QE2. Les taux longs des souverains solides (États-Unis, noyau dur de la zone euro) fléchissent encore. L'environnement de taux bas se généralise (maturités, pays), mais les pays périphériques de la zone euro sont de nouveau dans le viseur : niveau de dette et des déficits, perte de compétitivité... Devises des pays émergents et devises matières premières sont de nouveau fragilisées, tandis que la solvabilité des entreprises revient sur le devant de la scène, et notamment pour les pays et secteurs qui se sont ré-endettés. Les marchés d'actions restent en souffrance (impact sur profits, chiffres d'affaires, et solvabilité...).

- **Le second scénario alternatif est plus optimiste (probabilité 10 %). La croissance mondiale accélère en 2016 et en 2017 (et au-delà). Elle va vers les 4 %.** Trois éléments déclencheurs sont possibles : la reprise de l'investissement (Europe, Chine, mais aussi États-Unis), une hausse plus prononcée des salaires (États-Unis et Europe notamment), et une nouvelle accélération de la croissance de la Chine, qui parvient à redresser l'activité économique grâce à de nouvelles mesures de stimulus... sans opter pour une forte dévaluation du yuan. Un bon point pour l'euro, qui cède du terrain contre les devises constituant son cours de change effectif, ce qui donne un coup de pouce supplémentaire à une croissance déjà plutôt solide. La baisse des pays « émergents » est globalement contenue et ces pays bénéficient de la faiblesse passée de leurs devises, qui s'apprécie désormais. Le cycle de resserrement monétaire américain devient crédible, et peu dangereux (aux erreurs de communication près). Un QE2 de la part de la BCE ne sera plus un sujet de débat, sans doute jugé inutile. La BCE pourra commencer à relever ses taux d'intérêt à horizon 2/3 ans... au plus tôt. On assisterait à un aplatissement généralisé des courbes de taux. Les devises des pays producteurs de matières premières repartent à la hausse, en ligne avec le prix des matières premières. Les *spreads* de crédit (souverains et corporates) resteraient serrés et on assisterait à une nouvelle progression des marchés boursiers, Europe en tête, avec un attrait particulier pour les émergents, susceptibles d'attirer de nouveau les flux de capitaux internationaux.



L'attitude de la Chine déterminante pour notre scénario central



Scénario de risque : un véritable *hard landing* chinois



L'alignement des planètes... une probabilité malheureusement bien faible



Les différents scénarios macroéconomiques et financiers en un clin d'œil

Le tableau ci-dessous reprend les éléments de contexte, les orientations de politiques monétaires, l'impact sur les marchés financiers: marchés de change, de taux, de crédit, d'actions, de matières premières, pays avancés et pays dits émergents.

SCÉNARIOS		
Scénario alternatif 1	Scénario central	Scénario alternatif 2
Probabilité : 20 %	Probabilité : 70 %	Probabilité : 10 %
La Chine ralentit encore fortement, et l'impact sur les économies émergentes s'amplifie. Les pays avancés sont également impactés. La croissance mondiale va vers les 2 %...	La croissance se poursuit dans les pays développés: la Chine prend des mesures de relance. La croissance mondiale reste proche de 3 %.	La croissance mondiale accélère en 2016 et en 2017 (et au-delà). Elle va vers les 4 %.
SCÉNARIO MACRO		
La croissance mondiale s'étiole, et les politiques monétaires, y compris celle de la Fed redeviennent accommodantes. La baisse du commerce mondial, du prix des matières premières, des prix industriels s'amplifient, ajoutant de nouvelles pressions déflationnistes mondiales.	La croissance mondiale tient bon. Les problèmes de la Chine (qui relance son économie sans dévaluer le yuan) restent cantonnés aux économies émergentes qui peinent à redresser leur niveau de croissance. La faiblesse de leur devise n'y suffit pas. Ce mouvement global (baisse de la croissance dans les EMG, perte de compétitivité des pays « avancés » du fait des cours de change...) provoquera en 2017 un fléchissement de la croissance des pays avancés.	La Chine parvient à redresser l'activité économique (mesures de stimulus). Un bon point pour l'euro, ce qui donne un coup de pouce supplémentaire à une croissance déjà plutôt solide. La baisse des pays « émergents » est globalement contenue et ces pays bénéficient de la faiblesse de leur devise. Reprise de l'investissement et des salaires assurent une accélération de la croissance (États-Unis et Europe notamment).
POLITIQUES MONÉTAIRES		
Elles redeviennent (ou restent) accommodantes à peu près partout. Fin du pseudo-cycle de resserrement monétaire de la Fed. La BCE accélère le rythme de son QE et les rumeurs — crédibles — d'un QE2 s'amplifient.	La Fed conserve une politique plus prudente que ne l'indiquent ses propres prévisions. Elle resserre avec extrêmement de prudence, lentement. La BCE poursuit une politique monétaire accommodante (les taux courts restent inchangés pendant encore 3 à 5 ans). La BCE, la BoJ et la PBoC restent accommodantes.	Le cycle de resserrement monétaire américain devient crédible, et peu dangereux (aux erreurs de communication près). Un QE2 de la part de la BCE ne sera plus un sujet de débat. La BCE pourra commencer à relever ses taux d'intérêt à horizon 2/3 ans.
MARCHÉS FINANCIERS		
<p>Marchés de taux</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les taux longs fléchissent encore, et l'environnement de taux bas se généralise (maturités, pays). Périphériques européens affaiblis. <p>Marchés des changes</p> <ul style="list-style-type: none"> - Devises émergentes, devises matières premières de nouveau affaiblis. Crise sur les EMG. <p>Marchés du crédit</p> <ul style="list-style-type: none"> - La solvabilité des entreprises revient sur le devant de la scène (santé des entreprises en Europe, leveraging aux États-Unis). <p>Marchés des actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les marchés boursiers en souffrance (profits, chiffres d'affaires, solvabilité...). <p>Matières premières</p> <ul style="list-style-type: none"> - Poursuite de la baisse des prix, sauf pour l'or qui bénéficie de la hausse de l'aversion au risque. 	<p>Marchés de taux</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les taux longs restent bas, notamment en Europe et au Japon. <p>Marchés des changes</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'euro se stabilise contre USD, le yen reprend des couleurs. Les devises EMG et matières premières se ressaisissent. <p>Marchés du crédit</p> <ul style="list-style-type: none"> - La croissance est suffisamment solide pour favoriser la recherche de rendement et de <i>spreads</i>. <p>Marchés des actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - Niveau des taux, des BPA et baisse du stress favorisent les marchés d'actions, notamment Européens. Rebond des EMG, particulièrement du fait de leur sous-valorisation. <p>Matières premières</p> <ul style="list-style-type: none"> - Point bas atteint sur l'ensemble des matières premières. Rebond graduel. 	<p>Marchés de taux</p> <ul style="list-style-type: none"> - Aplatissement généralisé des courbes de taux. <p>Marchés des changes</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les devises émergentes, et notamment des pays producteurs de matières premières repartent à la hausse. <p>Marchés du crédit</p> <ul style="list-style-type: none"> - Poursuite du resserrement des <i>spreads</i> de crédit, corporates et souverains, et surtout EMG. <p>Marchés des actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - Nouvelle progression des marchés boursiers, EMG et Europe en tête. <p>Matières premières</p> <ul style="list-style-type: none"> - Rebond rapide des prix des matières premières (industrielles et agricoles au détriment des métaux précieux).

Thématiques et allocation d'actifs

Le tableau ci-dessous indique les thématiques qui nous semblent les plus intéressantes en fonction des différents scénarios. Des allocations d'actifs type sont également proposées.

SCÉNARIOS		
Scénario alternatif 1 (plus pessimiste)	Scénario central	Scénario alternatif 2 (plus optimiste)
Probabilité : 20 %	Probabilité : 70 %	Probabilité : 10 %
THÉMATIQUES D'INVESTISSEMENT		
<p>Thématiques actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - Consumers et style « croissance » (thèmes leaders du cycle actuel) à risque - <i>Buybacks</i> et M & A en retrait (baisse des BPA et hausse de la volatilité) <p>Thématiques taux/crédit</p> <ul style="list-style-type: none"> - Derisking du portefeuille - Recherche valeurs refuge (obligations allemandes en Europe, USTBonds) - Augmentation poche liquidité <p>Thématiques change</p> <ul style="list-style-type: none"> - Rester en dehors des devises matières premières (CAD, NOK...) et des devises EMG <p>Thématiques matières premières</p> <ul style="list-style-type: none"> - Acheter de l'or 	<p>Thématiques actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dividendes : environnement de taux bas - <i>Consumers</i>: 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) - Marchés domestiques : reprise en Europe et au Japon, cycle plus mûr aux États-Unis - Spécificités régionales : <i>momentum</i> en Europe, <i>stockpicking</i> au Japon, qualité aux États-Unis. Vers plus de <i>buyback</i> et M & A en Europe et au Japon. <p>Thématiques taux/crédit</p> <ul style="list-style-type: none"> - Recherche de <i>spread</i> et de rendement <p>Thématiques change</p> <ul style="list-style-type: none"> - Recherche de valeur : devises matières premières (CAD, NOK, et devises EMG) et autres devises sous-évaluées (JPY) <p>Thématiques matières premières</p> <ul style="list-style-type: none"> - Reconstruire graduellement des positions longues sur l'ensemble des matières premières 	<p>Thématiques actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - <i>Materials</i> et énergie : miser sur les secteurs survendus sensibles aux perspectives sur les EMG... cela devrait surperformer les consumers <p>Thématiques taux/crédit</p> <ul style="list-style-type: none"> - Recherche <i>spreads</i> (crédit, souverains, EMG) - Sous-pondération des obligations noyau dur Zone euro - Réduction poche liquidité <p>Thématiques change</p> <ul style="list-style-type: none"> - Recherche de valeur : devises matières premières (CAD, NOK, et devises EMG) et autres devises sous-évaluées (JPY) <p>Thématiques matières premières</p> <ul style="list-style-type: none"> - Miser sur une reprise généralisée des prix, favoriser les matières premières industrielles et agricoles au détriment de l'or
ALLOCATION D'ACTIFS		
<ul style="list-style-type: none"> - Sous-pondérer en actifs risqués : actions et obligations d'entreprises - Aplatissement des courbes de taux (baisse des taux longs) - Marchés de taux : sous-pondérer zone euro vs États-Unis - Miser sur un élargissement des <i>spreads</i> de crédit et des <i>spreads</i> souverains européens - Marchés des actions : rester en dehors des marchés dits « émergents » - Dette émergente : privilégier la dette en USD vs. la dette locale (valeur relative uniquement) - Marché des changes : dépréciation supplémentaire des devises matières premières (CAD, NOK, BRL, NZD...) et des devises EMG, notamment contre devises refuge (USD, CHF et JPY). Short EUR vs. USD - Long or - Short sur les matières premières industrielles et agricoles 	<ul style="list-style-type: none"> - Surpondérer en actifs risqués : actions et obligations d'entreprises - Aplatissement des courbes de taux - Marchés de taux : surpondérer États-Unis vs. zone euro - Marchés des actions : surpondérer zone euro vs. États-Unis - Rester prudent sur les marchés dits « émergents » (sélectivité extrêmement forte). Préférer le triptyque consommateurs de matières premières – faible connexion Chine – demande interne solide - Dette émergente : points d'entrée, être sélectif sur dette locale - Marché des changes : En Europe, préférer le PLN et le HUF ; réduire positions longues CAD, long NZD, neutre à long JPY... En Asie, MYR, THB et IDR encore fragiles. Au Latam, rester en dehors du BRL - Attention à la liquidité des portefeuilles 	<ul style="list-style-type: none"> - Surpondérer en actifs risqués : actions et obligations d'entreprises - Aplatissement des courbes de taux (hausse des taux courts) - Marchés de taux : surpondérer zone euro vs États-Unis - Marchés des actions : retour vers les marchés dits « émergents » - Dette émergente : privilégier la dette locale - Marché des changes : long JPY - Long devises émergentes : privilégier celles qui sont très sous-évaluées - Long matières premières



Les facteurs de risque sont multiples

Les risques actuels, ceux que craignent les marchés financiers, sont développés dans une section suivante p 14. Il faut noter qu'ils ont peu varié depuis plus d'un an, et que tous ou presque tous sont des risques systémiques à des degrés divers. Les risques extrêmes sont résumés dans le tableau ci-dessous. Ces risques ne sont pas exclusifs l'un de l'autre.



Les risques extrêmes ont peu varié en un an



Les risques extrêmes que craignent les marchés financiers					
Risque extrême	Crainte	Référence récente	Événement déclencheur	Risque	Probabilité
1. Une hausse des taux mal comprise	Krach obligataire	Février 1994	Mauvaise communication de la Fed	Faible	15 %
2. Un « hard landing » chinois (croissance à 3 % dans les deux ans à venir)	Nouvelle chute des marchés émergents	1997 – 1998	PBoC, défaut corporate, indicateur de PIB (demande interne)	Significatif	20 %
3. Des craintes d'effondrement de la croissance mondiale (autour de 2 %)	Krach boursier généralisé	2000, 2008	Chine, BRICST	Significatif	20 %
4. Forte dévaluation du yuan (de 10 % au moins sur un jour)	Krach boursier généralisé	1994	Une modification brutale de la politique de change chinoise	Faible	10 %
5. Une nouvelle chute du prix du pétrole et des matières premières	Nouvelle chute des pays producteurs	1985-1986, 2013 – 2014	Anticipations de croissance mondiale, production excessive (pétrole)	Significatif	20 %
6. Une nouvelle crise en Europe	Crise souveraine	2011 – 2012	Dissensions politiques, Grèce	Très faible	5 %
7. Une crise de liquidité	Crise financière	2008	Ventes d'actifs peu liquides (crédit, obligations...)	Significatif	20 %

Quelles stratégies de macro-hedging ?

Concevoir/mettre en place des stratégies de *macro-hedging* prend tout son sens dans l'environnement actuel car les facteurs de risque extrêmes évoqués ci-dessus sont tous générateurs de crise majeure, alors même que les premières alertes se sont déjà manifestées en 2015 (crise européenne, Fed, Chine, yuan, marchés émergents, prix des matières premières, liquidité, volatilité). Même si les portefeuilles se sont graduellement préparés à chacun de ces risques extrêmes, 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.



Les premières alertes se sont déjà manifestées en 2015



Les obligations américaines, les Bunds, la volatilité, l'USD, le JPY, le *cash* et l'or sont en ordre décroissant, les meilleures protections en cas de risque extrême.

- **Accroître l'exposition longue en obligations américaines et Bunds a du sens pour protéger les portefeuilles des risques 2, 3, 4, 5, 6 et 7.** Valeur refuge par excellence, on devrait retrouver des corrélations fortement négatives avec les marchés boursiers en cas de crise.
- **Être long volatilité prend tout son sens dans les cas de figure 1, 2, 3, 4 et 7.** On peut se mettre long vol en constituant un portefeuille diversifié



long volatilité (plusieurs devises, incluant des devises EMG et ou devises + actions), sélectionnant évidemment les volatilités les plus basses (et les supports les plus liquides). Swaps de volatilité et *variance swaps*, qui traitent la volatilité réalisée, et Forward Vol. Agreement, qui traitent la volatilité implicite, ou fonds structurellement longs volatilité sont les produits généralement utilisés pour acheter de la volatilité. Acheter la volatilité actions ou la volatilité devises sera plus protecteur que d'acheter la volatilité sur les taux, notamment en Europe ou au Japon où les marchés obligataires sont administrés et le seraient encore davantage en cas de crise financière.

- **Accroître la liquidité des portefeuilles est en ligne avec les risques 1, 2, 3, 4, 6 et 7.** C'est un réflexe naturel et légitime... sauf que la rémunération n'est plus du tout au rendez-vous. Préférer le cash USD au cash EUR ou au cash JPY. L'actif sans risque est devenu, au fil de ces dernières années, un actif sans rendement... dans le meilleur des cas.
- **Être long USD est utile dans le cas des scénarios 2, 3, 4, 5, 6 et 7.** En période de crise, le dollar bénéficie de son caractère valeur refuge qui fait de lui une devise contra-cyclique (qui évolue à l'opposé des marchés d'actions).
- **Être long JPY dans les scénarios 2, 4 et 5.** Même caractéristique que le dollar, à un degré moindre toutefois. Son caractère actuellement fort sous-évalué pourrait s'avérer un atout essentiel.
- **Acheter de l'or dans les scénarios 1, 2, 3, 4, 6 et 7.** L'or est la seule classe d'actifs risquée – parmi les actions américaines, le private equity, l'immobilier, les hedge funds, et les matières premières – à avoir progressé lors de la guerre du Golfe, de la faillite de LTCM, du 11 septembre 2001, la récession de 2002, la grande récession et la crise de la dette souveraine. Cela en fait un actif à part. Il ne représente une dette envers personne (contrairement à une obligation ou à une action), ce qui, dans un contexte de crise économique et financière avec fort endettement, a incontestablement beaucoup de valeur.



Les obligations américaines, les Bunds, la volatilité, l'USD, le JPY, le *cash* et l'or sont en ordre décroissant, les meilleures protections en cas de risque extrême



Scénario central et scénarios alternatifs : les prévisions d'Amundi

PRÉVISIONS À UN AN						
	Niveau actuel	Scénario central	Scénario de risque 1	Scénario de risque 2	Scénario de risque 3	Scénario optimiste
		La croissance mondiale autour de 3 %	Retour de la crise européenne, avec élargissement des <i>spreads</i> de la périphérie, et États-Unis considérés comme « valeur refuge »...	Ralentissement brutal en Chine, avec impact potentiel sur la croissance mondiale.	Durcissement plus sévère que prévu de la Fed, avec impact sur les actions et les marchés émergents internationaux	Croissance mondiale plus forte
FX						
EUR/USD	1,1	1,05	1	1,2	0,95	0,95
USD/JPY	120	125	120	115	140	140
EUR/GBP	0,72	0,65	0,67	0,8	0,65	0,65
USD/CNY	6,35	6,5	6,5	6,8	6,7	6,2
USD/BRL	3,9	4,2	4,5	4,5	3,8	3,5
MARCHÉS MONÉTAIRES						
Euribor 3 mth	-0,04	0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Eurodollar 3 mth	0,33	1	0,75	0,25	1,5	1,5
FIXED INCOME						
2 Yr US	0,67	1,2	1	0,6	2	2
2 Yr JPY	0,01	0,1	0	0	0,1	0,1
2 Yr DEM	-0,31	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0
2 Yr GBP	0,57	0,9	0,8	0,5	1,3	1,5
10 Yr US	2,08	2	2,2	1,5	3	3,2
10 Yr JPY	0,31	0,3	0,3	0,2	0,6	0,6
10 Yr DEM	0,51	0,5	0,4	0,4	0,9	1,5
10 Yr GBP	1,86	1,9	2,1	1,2	2,5	2,7
10 Yr spread France	26	30	60	40	30	30
10 Yr spread Italy	109	100	180	130	120	100
10 Yr spread Spain	113	100	180	130	120	100
INVESTMENT GRADE						
Spread IG Europe	135	110	230	190	115	110
Spread IG US	167	155	130	220	200	155
HIGH YIELD						
Spread HY Europe	502	450	800	600	420	390
Spread HY US	597	530	410	700	900	490
DETTE ÉMERGENTE						
Spread JPM EMBI Global div	371	370	420	450	400	320
ACTIONS						
MSCI EMU	208	225	172	164	176	250
MSCI US	1979	2050	1742	1657	1683	2200
MSCI Japan	941	1000	860	700	830	1100
MSCI EM	869	900	780	625	750	1100

Scénario central et scénarios alternatifs : les « expected returns » d'Amundi

EXPECTED RETURNS A UN AN					
	Scénario central	Scénario de risque 1	Scénario de risque 2	Scénario de risque 3	Scénario optimiste
	La croissance mondiale autour de 3 %	Retour de la crise européenne, avec élargissement des <i>spreads</i> de la périphérie, et États-Unis considérés comme « valeur refuge »...	Ralentissement brutal en Chine, avec impact potentiel sur la croissance mondiale.	Durcissement plus sévère que prévu de la Fed, avec impact sur les actions et les marchés émergents internationaux	Croissance mondiale plus forte
FX					
EUR/USD	-2,8 %	-7,4 %	11,1 %	-12,0 %	-12,0 %
USD/JPY	3,3 %	-0,8 %	-5,0 %	15,7 %	15,7 %
EUR/GBP	-8,5 %	-5,6 %	12,7 %	-8,5 %	-8,5 %
USD/CNY	2,4 %	2,4 %	7,1 %	5,5 %	-2,4 %
USD/BRL	10,5 %	18,4 %	18,4 %	0,0 %	-7,9 %
MARCHES MONÉTAIRES					
Eurodollar 3m	0,7 %	0,5 %	0,3 %	0,9 %	0,9 %
Euribor 3	0,0 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %
FIXED INCOME					
2Y Germany	-0,3 %	-0,3 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,9 %
2Y US	0,0 %	0,4 %	1,2 %	-1,6 %	-1,5 %
2Y UK	-0,1 %	0,5 %	1,0 %	-0,4 %	-0,8 %
2Y JPY	-0,2 %	0,0 %	0,0 %	-0,2 %	-0,2 %
10Y Germany	1,3 %	2,3 %	2,3 %	-2,4 %	-8,1 %
10Y US	4,2 %	2,4 %	8,6 %	-4,7 %	-6,5 %
10Y UK	-1,0 %	0,8 %	8,9 %	-2,8 %	-4,6 %
10Y Japan	0,5 %	0,4 %	1,4 %	-2,5 %	-2,5 %
10 Y France	2,3 %	0,4 %	2,3 %	-1,5 %	-7,3 %
10Y Italy	3,1 %	-3,3 %	1,3 %	-2,4 %	-6,1 %
10Y Spain	3,9 %	-2,4 %	2,1 %	-1,5 %	-5,3 %
INVESTMENT GRADE					
Investment Grade Euro	1,6 %	-3,4 %	-1,8 %	0,9 %	-0,7 %
Investment Grade US	3,3 %	4,2 %	2,5 %	-6,8 %	-3,5 %
HIGH YIELD					
HY Euro	5,2 %	-7,0 %	0,1 %	3,7 %	5,7 %
HY US	9,0 %	13,8 %	3,9 %	-11,7 %	6,5 %
DETTE EMERGENTE					
JPM EMBI Global Diversified	7,4 %	2,8 %	5,4 %	-1,2 %	2,8 %
ACTIONS					
MSCI EMU	10,9 %	-14,6 %	-18,3 %	-12,6 %	22,9 %
MSCI US	4,2 %	-11,1 %	-15,4 %	-14,1 %	6,7 %
MSCI Japan	8,6 %	-6,4 %	-23,5 %	-9,6 %	20,2 %
MSCI EM	6,5 %	-7,3 %	-18,5 %	-10,8 %	29,5 %



Facteurs de risques

Le tableau ci-dessous reprend les dix principaux facteurs de risque probabilisés avec les impacts de marchés qui nous paraissent les plus crédibles.

Analyse	Probabilité	Impact de marché
<p>[RISQUE # 1] Et si la Fed se trompait ?</p> <p>Une mauvaise interprétation des décisions de la Fed reste un facteur de risque important. La Fed est prudente, mais elle a pré-annoncé il y a bien longtemps déjà son premier resserrement monétaire, qui doit normalement intervenir, si l'on en croit leurs prévisions, avant la fin de l'année. Depuis quelques années, les banques centrales ont pris l'habitude de préparer les marchés financiers et les économies aux changements de politiques monétaires, mais le renversement d'une politique monétaire ultra-accommodante depuis 7 ans revêt plus d'importance que d'habitude. Il n'y a pas selon nous d'urgence ou de nécessité à entamer un vrai cycle de resserrement et à mener une quelconque normalisation de la politique monétaire, et ce point de vue est largement répandu dans les marchés financiers. Une erreur de communication serait préjudiciable dans le contexte actuel. La situation de la Chine et du « monde émergent » incite également à une grande prudence, d'où la crainte d'une mauvaise réaction des marchés financiers en cas de hausse des taux prématurée, ou mal argumentée.</p>	15 %	Miser sur une forte baisse des actions, et sur une contagion notamment sur des marchés émergents déjà fragilisés (Chine, ralentissement économique, baisse du prix des matières premières, inflation parfois mal maîtrisée, dégradations de leur solvabilité). La BCE poursuivrait son QE, favorisant l'écartement des <i>spreads</i> et taux entre Europe et États-Unis, ainsi qu'une nouvelle faiblesse de l'euro, deux arguments en faveur des actifs risqués européens.
<p>[RISQUE # 2] Un « hard landing » chinois</p> <p>Les difficultés actuelles de la Chine sont plus sérieuses que lors des précédents épisodes de stress sur les pays émergents, et ce pour au moins deux raisons : la Chine représente désormais 13 % du PIB mondial, et sa dette totale est de l'ordre de 250 % du PIB (150 % avant la crise financière de 2008). Or, le modèle économique chinois est à bout de souffle : l'excès de crédit est flagrant, la dette enfle, le <i>shadow banking</i> est mal maîtrisé, la compétitivité de l'industrie s'étiole, les gains de productivité sont en retrait, ainsi que la croissance potentielle. La question n'est pas de savoir si la croissance future et potentielle seront plus faibles : c'est un fait bien connu. La question est plutôt de savoir si la croissance ne va pas rapidement (et nettement) passer en dessous de sa croissance potentielle... En clair, si la Chine ne va pas connaître une crise économique de grande ampleur. Le gouvernement chinois a jusqu'ici montré qu'il avait les moyens de contrer les effets négatifs d'une telle situation : stimulus monétaire, fiscal et budgétaire, non-convertibilité du yuan, contrôle des sorties de capitaux, fermeture des marchés boursiers si besoin... Un repli plus dramatique de la croissance chinoise viendrait s'ajouter à une liste déjà longue de pressions déflationnistes mondiales.</p>	20 %	Un tel scénario aurait un impact très négatif et ses effets en cascade seraient particulièrement désastreux : vulnérabilité des systèmes bancaires, vulnérabilité du système financier, vulnérabilité liée à l'endettement public et privé de la Chine, impacts sur les matières premières et les pays émergents, impacts sur les devises des pays exportateurs de matières premières, pays avancés et pays émergents... La Fed interromprait son « cycle de resserrement et la BCE poursuivrait son QE.
<p>[RISQUE # 3] Un effondrement de la croissance mondiale</p> <p>Un « hard landing » chinois entraînerait une chute de la croissance mondiale, mais d'autres causes sont possibles. La baisse du prix des matières premières, la baisse du commerce mondial, le renversement à venir de la politique monétaire américaine et la faiblesse structurelle de l'activité économique européenne sont autant de facteurs qui font également craindre un épisode de baisse de la croissance mondiale. Rappelons que nous (Amundi) sommes moins optimistes en matière de prévisions de croissance que les consensus et autres organisations internationales. Le risque évoqué ici est un scénario encore pire, puisqu'il est question de ralentissement marqué de la croissance mondiale. La Chine ne serait pas en mesure de redonner confiance. Jusqu'ici, le ralentissement du monde émergent est une réalité tangible, tandis que le monde « avancé » progresse depuis quelques années. Un nouveau ralentissement de ce dernier pourrait provenir de l'effet de second rang des pays EMG (chute des exportations), d'un nouveau fléchissement de l'investissement, de l'emploi... bref, de la demande intérieure.</p>	20 %	Mis à part le recours à des politiques économiques expansionnistes, on peut craindre le retour d'une guerre des changes, entre pays émergents d'une part, et entre monde avancé et émergent d'autre part. S'attendre à une sous-performance marquée des actifs risqués, actions et crédit.
<p>[RISQUE # 4] Une forte dévaluation du yuan</p> <p>En plein mois d'août, 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. Jusqu'ici, la Chine a utilisé la politique monétaire, la politique budgétaire et la politique fiscale et la politique de revenus comme outils de relance, veillant à ne pas utiliser la politique de change. Elle s'est d'ailleurs engagée auprès du G20 en ce sens. Au-delà des conséquences immédiates très négatives sur les marchés financiers, une telle décision (une dévaluation brutale de 10 % au moins) serait sans le moindre doute interprétée comme un aveu de faiblesse quant à la politique économique dans son ensemble. Un risque modéré, mais des dégâts potentiels très importants.</p>	10 %	S'attendre à une vague de baisse généralisée des marchés. Une dévaluation surprise serait l'amorce d'une guerre des changes plus féroce, notamment en Asie. Les politiques monétaires deviendraient extrêmement accommodantes pour éviter les appréciations de change. Un coup dur pour l'euro — et l'économie européenne, car les devises EMG représentent plus de 70 % de son cours effectif.
<p>[RISQUE # 5] La poursuite du ralentissement économique des émergents (nouvelle chute du prix des matières premières)</p> <p>La baisse du prix des matières premières, le repli de la croissance chinoise, le renversement à venir de la politique monétaire US sont autant de facteurs qui font craindre un épisode « à la 1997-1998 » pour les EMG, période d'effondrement généralisé. Il faut rappeler que depuis la fin des programmes de QE américains, les marchés émergents sont en souffrance. Jusqu'ici, seule l'Asie tenait le choc, portée par la bonne tenue de la Chine et sa capacité à endiguer les difficultés. Des défauts d'entreprises ou des indicateurs avancés d'activité ont certes de temps en temps alerté les marchés, mais les moyens utilisés par les officiels chinois (baisse des taux, baisse des taux de réserves des banques, injection de liquidités, mesures budgétaires et fiscales, maintien de la politique de change...) avaient finalement permis que tout rentre dans l'ordre. Cela devient plus compliqué désormais, et après l'Europe et l'Amérique latine, l'Asie a dévié à son tour. Les prévisions de croissance sont régulièrement révisées à la baisse, et le risque est de voir la demande interne se déliter et les politiques économiques rester inefficaces.</p>	20 %	Ce scénario serait la confirmation du scénario actuel, en pire : ralentissement continu des EMG, et poursuite de la reprise dans les pays avancés. Difficile de croire en une insularité totale des pays avancés dans un tel contexte, mais il faudra miser sur la poursuite de la baisse des matières premières et des devises EMG, ainsi que des sorties de capitaux des EMG. Favoriser les classes d'actifs des pays avancés, et les valeurs refuge.

Analyse	Probabilité	Impact de marché
<p>[RISQUE # 6] Une nouvelle crise européenne</p> <p>Lors de la crise grecque, des dissensions fortes sont apparues sur la gouvernance économique de la zone euro, sur la nécessité d'une relance conjoncturelle, sur l'adoption de réformes comme réponse à la crise, sur la gestion de la crise grecque, et même sur le rôle de la BCE. Quant aux institutions européennes, elles ont une nouvelle fois montré leurs limites : de telles crises – et les solutions – n'étaient tout simplement pas envisagées/envisageables dans les traités européens, et le « dogme de la convergence » n'avait pas préparé les institutions aux scénarios de risque. Il s'agit désormais de répondre à des problèmes comme le déficit de gouvernance européenne, le manque de coordination des politiques budgétaires, le défaut de surveillance des déséquilibres budgétaires, les écarts de compétitivité entre pays, le caractère encore inachevé du mécanisme de soutien aux pays en difficulté, la sous-estimation des interdépendances entre pays membres (même si le dispositif anti-contagion de la BCE a fortement progressé, il n'en est pas de même du côté budgétaire)... bref, de répondre à l'illusion de la convergence. Il y a fort à parier qu'une nouvelle crise européenne, si elle devait avoir lieu, pourrait être fatale... à moins d'un grand saut vers le fédéralisme.</p>	<p>5 %</p>	<p>On ne connaît que trop bien les impacts négatifs : élargissement des <i>spreads</i> souverains et de crédit, hausse de la volatilité... mais avec sans doute cette fois un vrai fléchissement de l'euro. Une nouvelle crise européenne risque fort de valider les scénarios d'éclatement de la zone ou, à tout le moins, de sortie des pays fragiles de la zone... à moins que le scénario de sortie ne tente le(s) plus solide(s) d'entre eux, ce qui est hautement crédible, car ils sont lassés de supporter économiquement et financièrement les pays en difficulté.</p>
<p>[RISQUE # 7] Une crise de liquidité</p> <p>Outre les scénarios de risque présentés ci-dessus et qui pourraient inciter à des liquidations de positions et/ou de portefeuilles, il convient de rappeler encore une fois que les contraintes actuelles de liquidité incitent à une prudence supplémentaire : depuis la crise financière de 2008, la baisse des inventaires des banques d'investissement, les contraintes réglementaires qui ont poussé des grands acteurs à acheter beaucoup d'obligations et à les conserver, la réduction des activités de <i>prop-trading et market-making</i>, la domination des banques centrales via les QE... tout cela a « asséché » les marchés de taux, et fermer une position ou un portefeuille prend désormais davantage de temps (7 fois plus de temps qu'avant la crise financière de 2008 si l'on en croit la Banque d'Angleterre).</p>	<p>20 %</p>	<p>Cela doit être intégré dans les décisions d'investissement et faire partie des contraintes de construction de portefeuille et des tests de résistance (stress tests). Prévoir des plans de sortie ou de <i>macro-hedging</i> pour les segments de portefeuilles moins liquides ou susceptibles de le devenir en cas de crise.</p>
<p>[RISQUE # 8] Les marchés financiers se trompent dans leurs prévisions de taux longs</p> <p>Les consensus de marchés ont tendance à anticiper trop de hausses depuis près de 3 ans, notamment aux États-Unis. La fin de la crise financière, le redressement de l'activité économique et les anticipations de resserrement monétaire sont les facteurs avancés pour de telles prévisions. Or les croissances potentielles sont plus basses, la reprise économique moins soutenue que lors des reprises passées (l'investissement est insuffisant, l'emploi encore trop déprimé, les salaires contenus...) et la normalisation monétaire est prématurée. En outre, i) l'excès de liquidité mondiale n'est pas près de se tarir : le Japon et la zone euro n'en ont pas fini avec le QE, les politiques de taux de la Chine, de l'Inde et de nombreux autres pays restent expansionnistes, la Fed va rester prudente et la Banque d'Angleterre n'est pas favorable au resserrement monétaire... ii) Même si l'on ne croit pas nécessairement en un lien fort entre déficits budgétaires et taux longs, la réduction des déficits publics généralisée plaide en faveur du maintien des taux longs à de bas niveaux. Enfin, iii), les pressions déflationnistes sont réelles : croissance mondiale plus faible, repli du commerce mondial, recul du prix des matières premières, inflation basse, prix industriels (au mieux) stagnants...</p>	<p>70 %</p>	<p>Les facteurs de maintien des taux longs à de bas niveaux sont puissants, et on pourrait bien assister à un « repricing » important des niveaux de taux longs, particulièrement aux États-Unis où les anticipations de hausses des taux nous semblent excessives, les prévisions de croissance trop optimistes, et le niveau actuel des taux trop élevé.</p>
<p>[RISQUE # 9] Les risques politiques et géopolitiques</p> <p>L'année 2015 se termine dans un contexte difficile sur le plan politique et géopolitique : Syrie, État Islamique, flux de migrants... autant d'éléments qui ont tendu et fragilisé les relations diplomatiques entre pays, notamment en Europe. En outre, la situation politique de certains pays comme le Brésil ou la Turquie ne sont pas pour apaiser le climat. L'engagement des États et surtout la forme de l'engagement dans la lutte contre l'État Islamique font débat actuellement et cela restera sans doute le cas en 2016.</p>	<p>70 %</p>	<p>Un embrasement général n'est pas envisagé mais il y aura régulièrement des regains de tensions et de volatilité. Comme les risques politiques actuels sont bien identifiés et spécifiques, cela sera toutefois insuffisant pour modifier les perspectives de croissance et les orientations des marchés financiers.</p>
<p>[RISQUE # 10] Le Brexit</p> <p>Le premier ministre David Cameron, reconduit en 2015 dans ses fonctions, a annoncé qu'il tiendrait un référendum sur la sortie de l'Union européenne (Britains's exit = Brexit) d'ici à fin 2017 (en octobre 2016?). Si le Royaume-Uni (Angleterre, Écosse, Pays de Galles et Irlande du Nord) vote en faveur d'une sortie, deux scénarios principaux sont possibles. Selon le scénario 1 (le plus favorable et le plus probable), le RU sera traité avec un statut similaire à celui de la Suisse, pays non-membre mais ayant des accords commerciaux avec l'UE. Selon le scénario 2 (le plus défavorable), l'ensemble des liens du RU avec l'UE seraient rompus. Volume et coûts du commerce en seraient affectés, notamment dans le secteur des services financiers, de la chimie, de l'automobile, autant de secteurs très intégrés dans l'UE. L'impact pour les pays de l'UE serait moindre, les plus touchés seraient néanmoins ceux qui ont des liens étroits avec le RU : l'Irlande en premier, puis le Luxembourg, la Belgique, la Suède, Malte et Chypre. À noter que la « perte » du RU conduira à un ajustement des contributions au budget de l'Union, et les plus gros contributeurs (Allemagne et France) seraient bien évidemment les plus concernés (simplement au prorata, la contribution allemande serait accrue de 2,2 Mds€, celle de la France de 1,9 Mds€, celle de l'Italie de 1,4 Mds€).</p>	<p>50 %</p>	<p>La probabilité d'un vote favorable au Brexit est à ce jour de 50 %, et le scénario d'un soft exit (en cas de sortie) est de 75 %. Quoi qu'il en soit, et <i>a fortiori</i> en cas de « hard exit », on assistera à un affaiblissement de la livre sterling et du PIB long terme de l'économie britannique, deux éléments susceptibles de prolonger le statu quo monétaire. 50 % des exportations du RU vont vers les autres États membres de l'UE. Le RU ne bénéficierait pas non plus des accords en cours entre l'UE et le Canada, les EU, le Japon, l'Inde, Singapour, la Malaisie.</p>



Population mondiale, les tendances lourdes à horizon 2050

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

Quand on parle de croissance potentielle, on fait nécessairement référence à la croissance de la population en âge de travailler et aux gains de productivité. Le thème de la « grande stagnation » s'est également emparé de ces deux composantes, qui constituent, avec le poids de la dette (qui contraint la politique économique) et l'impact de la crise environnementale les facteurs explicatifs essentiels du repli de la croissance mondiale. Certes, la situation varie fortement d'un pays à l'autre, mais les tendances – lourdes – démographiques y sont pour beaucoup dans la croissance au Japon, en Chine, en Espagne, en Pologne... Il y a trois mois environ, L'ONU publiait une mise à jour des perspectives d'évolution de la population mondiale (« *World Population Prospects – the 2015 revision; key findings and advance tables* », July 2015, United Nations). En voici les principales conclusions :

La population mondiale progresse. Elle a dépassé le seuil des 7,350 milliards d'habitants, ce qui veut dire qu'elle a progressé d'un milliard en l'espace de 12 ans. L'âge moyen de la population mondiale est de 29,6 ans, et 26 % des habitants de la planète ont moins de 15 ans, tandis que 12 % ont 60 ans ou plus. Il devrait y avoir 8,5 milliards d'habitants en 2030 et 9,7 milliards en 2050. Selon l'ONU, il y aura plus de 11 Mds avant la fin du siècle. Ces projections semblent éloignées, mais il faut rappeler que prévoir la démographie est chose assez aisée tant les tendances sont lourdes.

La population continue de vieillir : actuellement 900 millions, le nombre de personnes âgées de plus de 60 ans va doubler d'ici à 2050 (2,1 Md) et plus que tripler d'ici à 2100 (plus de 3,2 Md).

L'Asie est le continent de loin le plus peuplé : il y a désormais 4,4 Md d'habitants en Asie, et ce continent représente à lui seul 60 % de la population mondiale. L'Afrique compte 1,2 Md d'habitants (16 % du total). L'Europe en compte « seulement » 738 M (10 % du total). Il y a désormais 634 M d'habitants en Amérique latine et Caraïbes (9 %) et 358 M en Amérique du Nord (5 %). L'Océanie représente 0,5 % du total (39 millions).

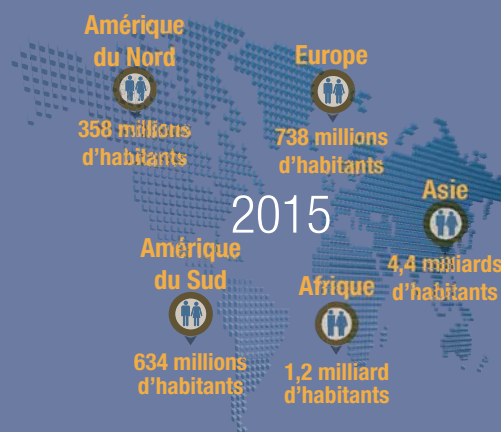
L'Inde dépassera bientôt la Chine. La Chine compte 1,4 Md d'habitants (19 %), et l'Inde 1,3 Md (18 %) mais dès 2022, la population de l'Inde atteindra la barre de 1,4 Md et dépassera celle de la Chine. Elle atteindra 1,5 Md en 2030 et 1,7 Md en 2050.

La croissance démographique ralentit inexorablement. Même si chaque année, la croissance mondiale progresse de 83 M d'habitants (soit 1,18 % du total), la croissance démographique ralentit.

L'Afrique reste en pleine expansion démographique. On peut d'ores et déjà affirmer que plus de la moitié de la croissance démographique entre 2015 et 2050 aura lieu en Afrique (1,3 Md vs 2,4 Md). L'Asie viendra en second, avec une croissance démographique de l'ordre de 900 millions.

Une forte concentration de la croissance de la population. Si l'on se réfère au document des Nations Unies, la moitié de la croissance de la population mondiale entre 2015 et 2050 sera concentrée dans 9 pays : l'Inde, le Nigeria, le Pakistan, la République Démocratique du Congo, l'Éthiopie, la Tanzanie, les États-Unis, l'Indonésie et l'Ouganda (pays classés en ordre décroissant quant à leur contribution à la croissance totale de la population).

Un clivage pays très important et sans doute durable. Selon l'ONU, 48 pays parmi les moins développés vont connaître une croissance démographique excessive au regard de leur capacité, dont 27 pays africains. En 2050, 25 % de la population mondiale vivra en Afrique. 48 pays (Japon et certains pays européens) connaîtront en revanche une croissance démographique déclinante. Certains d'entre eux perdront jusqu'à 15 % de leur population (Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Croatie, Hongrie, Japon, Lettonie, Lituanie, Moldavie, Roumanie, Serbie et Ukraine), un frein significatif sur leur croissance potentielle et effective.



L'espérance de vie continue de progresser. Elle a atteint 70 ans en 2015 (contre 67 ans 10 ans plus tôt). La hausse la plus forte au cours de la décennie passée est intervenue en Afrique, où elle a progressé de 6 ans. Désormais à 60 ans, elle reste néanmoins beaucoup plus basse qu'en Asie (72 ans), en Europe (77 ans) ou en Amérique du Nord (79 ans).

1^{re} conséquence : la croissance potentielle de bon nombre de pays va continuer de fléchir, et à moins de forts gains de productivité, la croissance potentielle de ces économies (Chine en tête), va s'affaiblir/rester faible.

2^e conséquence : les mouvements de population vont s'amplifier, et l'ONU estime que 80 % de la croissance démographique des pays d'accueil seront directement liés à ces flux de migrants. Un enjeu démographique, mais aussi un enjeu d'intégration et de concurrence potentielle entre les pays d'accueil, et un enjeu économique (impact sur la croissance potentielle et la croissance) et financier (quel devenir pour les régimes d'aide sociale et les régimes de retraites de certains pays?). Entre 2015 et 2050, les pays qui recevront plus de 100000 migrants par an seront les États-Unis, le Canada, le Royaume Uni, l'Allemagne, l'Australie, la Russie et l'Italie. Ces migrants viendront d'Inde, du Bangladesh, de la Chine, du Pakistan et du Mexique.



2,1 milliards en 2050

Scénario macroéconomique en 2016 et au-delà

2 Divergences entre économies avancées et émergentes

DIDIER BOROWSKI, *Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*
 KARINE HERVE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
 MO JI, *Stratégie et Recherche Économique – Hong Kong*
 TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
 AKIO YOSHINO, *Stratégie et Recherche Économique – Tokyo*

Pour la 4^e année consécutive la croissance mondiale est restée proche de 3 % en 2015 : la croissance dans les pays avancés a légèrement accéléré tandis que celle des pays émergents a nettement ralenti¹. Nous prévoyons que la croissance mondiale restera proche de 3 % en 2016 et 2017, sans accélération notable.

L'atonie de la croissance mondiale s'explique par des facteurs tant structurels (ralentissement de la croissance potentielle mondiale, ralentissement du commerce mondial) que « conjoncturels » (crise de surcapacité en Chine, récession dans certains grands pays émergents fragilisés par la chute des matières premières). **On observe toutefois un découplage entre les pays émergents et les pays avancés ce qui traduit le fait que la composante domestique du cycle économique gagne en importance.** Notre scénario 2016 s'articule autour de trois idées clés : (1) l'économie chinoise ralentit mais les autorités parviennent à éviter un atterrissage brutal, (2) les prix des matières premières se stabilisent à des niveaux proches des cours actuels et (3) les économies avancées ont suffisamment de ressort domestique en 2016 pour compenser la contraction du commerce mondial. En 2017, les perspectives s'assombrissent de nouveau dans les pays avancés à mesure que la fin du cycle américain se dessine. Nous rappelons dans une première section quelques caractéristiques très générales du cycle mondial avant de revenir, avec un peu plus de granularité sur les perspectives de quelques grands pays.

1. Le commerce mondial est en berne². Le ralentissement du commerce mondial est structurel. Depuis quatre ans on observe que le commerce mondial et le PIB mondial augmentent approximativement au même rythme³. Il s'agit d'une rupture de tendance majeure avec les 30 années qui ont précédé la grande récession de 2008-2009 ; durant cette période, le commerce mondial augmentait deux fois plus vite que le PIB, et tirait la croissance mondiale.

La contraction du commerce (1^{er} semestre 2015) est « conjoncturelle ». Les pays émergents l'expliquent à eux seuls. Le commerce (importations et exportations) s'est contracté dans les pays émergents (Asie et Moyen-Orient notamment) tandis qu'il continuait de progresser dans les pays avancés.

L'essentiel

Nous prévoyons que la croissance mondiale restera proche de 3 % en 2017, sans accélération notable. Notre scénario 2016 s'articule autour de **trois idées clés** : (1) l'économie chinoise ralentit mais les autorités parviennent à éviter un atterrissage brutal, (2) les prix des matières premières se stabilisent à des niveaux proches des cours actuels et (3) les économies avancées ont suffisamment de ressort domestique en 2016 pour compenser la contraction du commerce mondial. En 2017, les perspectives s'assombrissent de nouveau dans les pays avancés à mesure que la fin du cycle américain se dessine.

Le cycle mondial est dominé par quelques caractéristiques structurelles : (1) un commerce en berne, (2) un ralentissement de la croissance potentielle, (3) une inflation contenue, (4) un excès d'épargne, (5) un accroissement des dettes, (6) une composante domestique du cycle plus importante et (7) un « consommateur en dernier ressort » qui est en mesure de compenser le choc sur le commerce. Dans cet environnement de « croissance molle », le risque spécifique revient sur le devant de la scène dans les pays émergents (Brésil et Russie, notamment). En Asie, le cycle est clairement dominé par la Chine dont l'économie va continuer de ralentir. **Si notre scénario central est un peu plus sombre que celui du consensus, nous tablons sur la pleine mobilisation des outils de stabilisation budgétaire et monétaire, partout là où ce sera nécessaire.** Ce sera le prix à payer pour éviter que des crises locales ne se généralisent (scénario de risque) et que les économies continuent à « se découpler ».

¹ La distinction entre économies avancées et économies émergentes reste d'usage chez les économistes, notamment dans les organisations internationales. La frontière entre les deux blocs est pourtant de plus en plus floue et la fragmentation au sein de chacun de ces deux espaces est élevée. La granularité s'impose plus que jamais pour établir des perspectives. La distinction entre pays « avancés » et « émergents » demeure cependant pertinente quand il s'agit d'étudier, dans ses grandes lignes, l'évolution de la croissance potentielle mondiale ou celle du commerce mondial.

² Pour la première fois depuis 2008, le volume du commerce mondial s'est contracté au 1^{er} semestre 2015. Un tel phénomène ne s'est produit qu'à deux reprises (sur 6 mois glissants) 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.

³ De nombreux facteurs ont été avancés pour expliquer le ralentissement du commerce mondial (pause dans le mouvement de mondialisation, relocalisation de certains pans de la production etc.). Cf. n° 3 du cross asset (septembre 2015) pour un examen plus approfondi.

“ Le commerce mondial est devenu plus neutre pour la croissance mondiale ”



> 2015-2016: un cycle qui a le parfum de la crise asiatique de 1997-1998

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. La contraction des importations en volume des pays émergents, pris dans leur ensemble, est d'ailleurs plus marquée qu'à l'époque. Le commerce mondial avait certes fortement ralenti mais sans se contracter car les pays émergents représentaient alors une part beaucoup plus faible de l'économie mondiale.

La croissance mondiale avait fléchi, avant de redémarrer en 1999. Les enquêtes auprès des chefs d'entreprise s'étaient nettement détériorées dans la plupart des pays avancés à l'instar de ce que l'on observe aujourd'hui, notamment dans le secteur manufacturier. Mais la croissance était restée stable (aux alentours de 4 %) durant cette période aux États-Unis. La chute du prix du pétrole (à 10 \$ en juin 1998) avait exercé un effet stabilisateur sur la demande dans les pays avancés.

Le choc sur les marchés d'actions (baisse de 20 % aux États-Unis, de 30 % en Europe) s'était surtout matérialisé à compter de l'été 1998 (défaut de la Russie en août 1998 résultant notamment de la chute du pétrole) et de la faillite du fonds LTCM (septembre). À l'époque la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis (taux courts et taux longs) avait suffi à stabiliser la conjoncture et à rassurer les marchés. **Les bourses avaient retrouvé leur niveau initial en quelques mois seulement de part et d'autre de l'Atlantique.**

Les conditions diffèrent aujourd'hui à bien des égards. Le poids de la Chine et de l'Asie s'est accru. Les pays d'Asie ne souffrent pas des mêmes maux qu'à l'époque (la plupart ont engrangé des réserves de change très importantes grâce aux excédents courants accumulés au cours des dernières années). **L'épicentre du ralentissement mondial se situant en Chine, on attend aujourd'hui davantage du *policy-mix* chinois que de la Fed** dont les marges de manœuvre sont très limitées (sauf à abandonner toute velléité de resserrement monétaire et d'engager un nouveau QE). Un tel scénario serait rendu possible si la croissance aux États-Unis ralentissait très fortement au point de faire craindre une récession (scénario de risque).

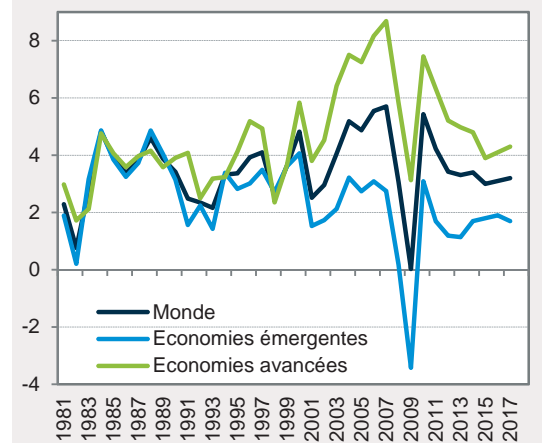
Au final, la crise des années 1997-1998 illustre **la capacité de la politique monétaire à endiguer les effets d'une crise régionale** ainsi que **l'importance des effets stabilisateurs de la baisse des cours du pétrole.**

2. La croissance potentielle mondiale ralentit. Deux variables clés sont à l'origine de ce phénomène. D'une part, le vieillissement de la population (qui se traduit par une baisse de la population en âge de travailler) et d'autre part le ralentissement de la productivité globale des facteurs que l'on observe à l'échelle mondiale. L'évolution de la structure par âge de la population active est assez prévisible si l'on excepte les chocs exogènes (migrations, guerre). L'évolution de la productivité est, quant à elle, par nature plus imprévisible (car elle dépend en grande partie du progrès technique et des innovations). La faiblesse de l'investissement productif au cours des dernières années ne laisse pas entrevoir de point d'inflexion. Le ralentissement de la croissance potentielle est plus prononcé dans les pays émergents (qui partent d'un rythme d'expansion plus élevé) que dans les pays avancés.

3. L'inflation mondiale est contenue. Les pays les plus avancés dans le cycle (États-Unis) n'ont pas vu l'inflation redémarrer. Du côté des pays émergents, on observe des pressions baissières sur les prix y compris dans certains pays où la devise s'est fortement dépréciée. La chute des prix des matières premières n'explique pas tout dans les pays avancés. La relation entre croissance, chômage et inflation est profondément altérée : les pressions haussières sur les salaires demeurent contenues même dans les pays où le chômage est faible (États-Unis, Allemagne).

4. L'excès d'épargne mondiale nourrit la thèse de la « stagnation séculaire ». En dépit de conditions financières très accommodantes et d'une trésorerie abondante, l'investissement des entreprises reste très faible – à peine suffisant dans la plupart des pays avancés – pour renouveler le stock de capital. En cause,

1 Croissance mondiale : économies avancées vs émergentes



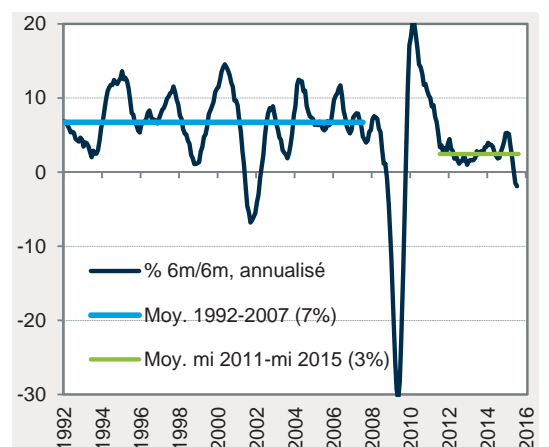
Source : Datastream, Recherche Amundi



L'excès d'épargne mondiale nourrit la thèse de la stagnation séculaire



2 Croissance du commerce mondial en volume (% 6m/6m, rythme annualisé)



Source : Datastream, Recherche Amundi

l'excès d'épargne mondial⁴ qui pousse le taux d'intérêt naturel (celui qui réalise le plein-emploi) à la baisse (peut-être même en territoire négatif). Compte tenu de la faiblesse de l'inflation, les taux d'intérêt réels ne baissent pas suffisamment et l'économie mondiale se trouve piégée dans un équilibre de sous-emploi qui pèse sur le potentiel de croissance et les anticipations d'inflation. À défaut d'être pleinement validée par les faits, la thèse de « stagnation séculaire » gagne les esprits, ce qui peut d'ailleurs s'avérer auto-réalisateur : la faiblesse des débouchés anticipés décourage l'investissement productif, gonfle l'excès d'épargne et pèse sur les taux d'intérêt réels. La politique monétaire devient inefficace (trappe à la liquidité) et les recommandations visant à associer la politique budgétaire (quand il est possible de le faire) pour stimuler la demande globale se multiplient. Cependant les États butent sur des contraintes d'endettement qui limitent leurs marges de manœuvre.

5. Les dettes continuent de s'accumuler. Le « grand deleveraging » n'a pas commencé. À l'échelle mondiale, on observe que la dette totale (États, ménages et entreprises non financières) a continué de s'accroître depuis la crise de 2008. Les situations diffèrent naturellement beaucoup selon les pays. Mais ce trait commun imposera aux grandes banques centrales de maintenir des conditions monétaires accommodantes pour assurer le refinancement en douceur des dettes (publiques et privées), tout autant que les considérations usuelles sur les rythmes insuffisants de croissance et d'inflation. Le thème de la « répression financière » pour maintenir des taux d'intérêt réels à long terme très faibles (dans un contexte de dettes élevées) a donc encore de beaux jours devant lui.

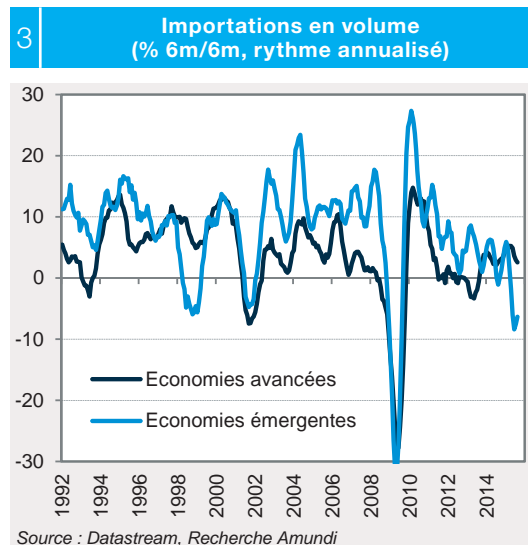
6. Un découplage « historique » entre pays avancés et pays émergents est en cours. Dans les pays avancés, les importations et les exportations continuent de progresser. C'est une différence notable avec les épisodes antérieurs de contraction du commerce mondial, qui trouvaient leur origine du côté de la demande interne des pays avancés (en 2001 puis en 2008-2009). En pratique on observe d'ailleurs depuis 2011 une corrélation négative entre le commerce des pays émergents et celui des pays avancés, et ce pour la première fois depuis 30 ans. Cette évolution, qui est à mettre en relation avec le ralentissement du commerce mondial, signifie que **la composante domestique du cycle économique gagne en importance. Ce découplage, qui est déjà à l'œuvre depuis plusieurs années⁵, devrait se poursuivre en 2016. En revanche, l'année 2017 s'annonce sous un jour un peu plus sombre compte tenu de la fin de cycle qui se profile pour l'économie américaine.**

7. Le « consommateur en dernier ressort » réside toujours dans les pays avancés. Aux taux de change courants, le G3 (États-Unis, Union européenne et Japon) représente plus de 50 % du PIB mondial (vs 13 % pour la Chine et 25 % pour l'ensemble de l'Asie hors Japon). Compte tenu du fait que la consommation tient une place prépondérante dans le PIB des économies avancées, les dépenses des ménages sont en mesure de compenser (à court terme) un choc en provenance du commerce⁶. Le consommateur est en effet le grand gagnant de la chute des prix des matières premières qui vient doper son pouvoir d'achat. Cet effet de stabilisation va néanmoins s'éroder progressivement l'an prochain dans tous les pays. En 2017, dans la plupart des pays la croissance va se caler sur un rythme plus en ligne avec le potentiel, à l'exception de quelques grands pays émergents (Brésil, Russie notamment) qui mettront davantage de temps pour se redresser.

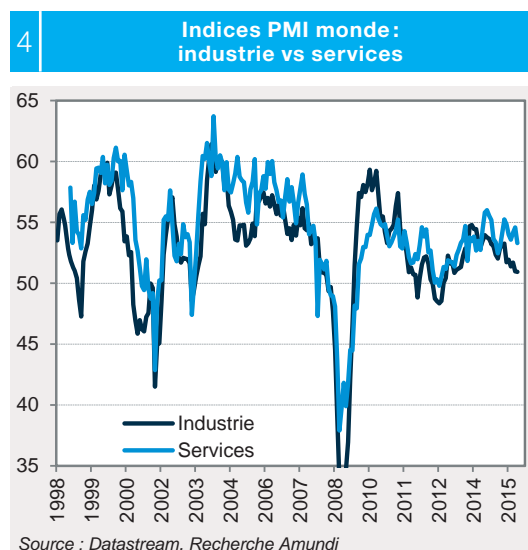
⁴ On observe que le taux d'épargne mondial tend à augmenter.

⁵ La croissance du PIB ralentit dans les émergents tandis qu'elle accélère légèrement dans les pays avancés depuis plusieurs années. La décorrélacion observée à l'échelle mondiale entre les enquêtes (indices PMI) réalisées dans le secteur manufacturier et celles réalisées dans le secteur des services confirme le diagnostic de découplage : l'industrie (secteur le plus exposé au commerce mondial) ralentit mais pas, ou peu, celui des services, par nature plus dépendant de la demande domestique, et plus particulièrement de celle des ménages.

⁶ Rappelons qu'à lui seul, le consommateur américain représente près de 16 % du PIB mondial, soit encore trois fois plus que le consommateur chinois (5 % du PIB mondial).



“ La composante domestique du cycle économique s'accroît ”



Croissance du PIB en volume (%)

		2014	2015	2016	2017
Monde	Amundi	3,3	3,0	3,1	3,1
	Consensus	3,4	3,1	3,4	3,6
Économies avancées	Amundi	1,6	1,8	1,9	1,6
	Consensus	1,7	1,9	2,1	1,9
Économies émergentes	Amundi	4,7	3,9	4,1	4,3
	Consensus	4,7	4,1	4,5	4,8

Source : Bloomberg, Recherche Amundi

États-Unis : fin du cycle des profits. Mais le cycle économique ne touchera pas à sa fin avant 2017

En dépit des à-coups trimestriels, la croissance américaine est restée aussi soutenue en 2015 qu'en 2014, grâce notamment à la demande des ménages (consommation et investissement logement) et malgré le ralentissement de la demande mondiale.

En 2016 et 2017, la demande des ménages restera le principal soutien.

Les Américains ont réduit leur niveau d'endettement et devraient bénéficier, à ce stade du cycle, de davantage de hausses de salaires (économie proche du plein-emploi). Leur patrimoine immobilier se revalorise, générant un « effet richesse » qui les incite à maintenir un taux d'épargne faible. Ils profitent en plus, depuis fin 2014, des gains de pouvoir d'achat résultant de la baisse du prix du carburant.

Le cycle va progressivement s'achever d'ici à 2017... Après 7 années de croissance ininterrompue, nous estimons que le PIB devrait retrouver son niveau potentiel d'ici au 1^{er} semestre 2017⁷. La croissance devrait donc retrouver son rythme tendanciel à cet horizon ; ce dernier a été très affaibli par la crise économique : on l'estime compris entre 1,5 % et 2 %, compte tenu des évolutions de la démographie et de la productivité.

...sans avoir provoqué de déséquilibre majeur⁸. Le fait que le cycle d'expansion entamé en 2009 touche à sa fin ne signifie pas que l'activité économique va se contracter. Il n'y a pas de récession qui germe pour des raisons propres à l'économie américaine : les ménages se sont désendettés (la dette des étudiants fait exception), les entreprises n'ont pas surinvesti (bien au contraire), le déficit budgétaire est en baisse depuis plusieurs années (probablement en dessous de 4 % du PIB en 2015) et le déficit courant également. Seule ombre au tableau, la dette des entreprises a fortement augmenté et les profits des entreprises sont sous pression.

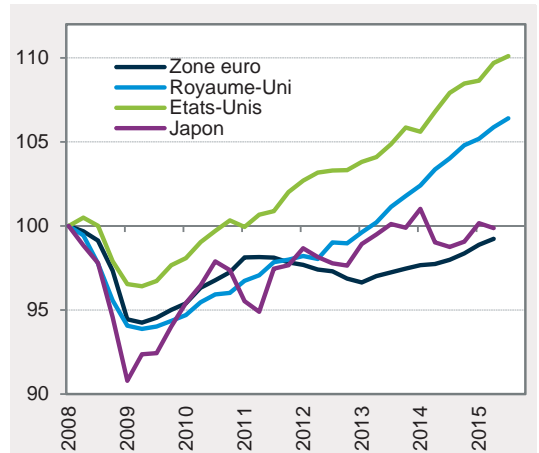
Marché du travail : le soutien va s'atténuer. L'économie s'approche progressivement du « plein-emploi ». Les créations d'emplois n'ont désormais plus de raison de croître au même rythme qu'au cours des dernières années. Nous tablons sur un ralentissement des créations mensuelles à environ 100k par mois (2016-2017) en supposant que le taux de participation se stabilise. Dans ce contexte, nous estimons que les salaires devraient accélérer et compenser en partie le ralentissement des créations d'emplois.

Profits des entreprises : fin de cycle. Après plusieurs années de forte croissance, les profits sont en berne. La part des profits dans la valeur ajoutée est à son plus haut niveau de l'après-guerre. Nous anticipons un rééquilibrage

⁷ Dit autrement, dans notre scénario l'output gap, négatif depuis 2007, devrait se fermer à cet horizon. Jamais dans l'histoire de l'après-guerre, il n'aura fallu autant d'années pour purger les excès de capacité. En moyenne la croissance trimestrielle a été de 2,2 % depuis la mi-2009, un rythme faible en comparaison avec les reprises cycliques du passé.

⁸ On soulignera néanmoins la forte montée des inégalités au cours des 20 dernières années, un thème au cœur de la campagne présidentielle (élections en novembre 2016).

5 Grands pays avancés : PIB en volume (T1 2008 = 100)



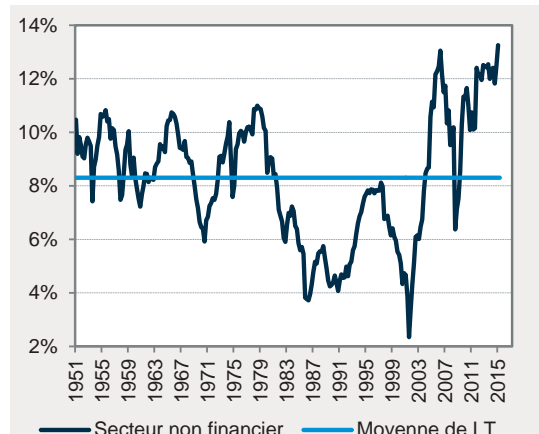
Source : Datastream, Recherche Amundi



États-Unis : une « fin du cycle économique » sans déséquilibre majeur



6 Etats-Unis : profits après impôts (% PIB)



Source : Datastream, Recherche Amundi

très progressif en faveur des salaires : les profits vont continuer de croître mais moins rapidement que le PIB nominal. Si la fin du cycle des profits ne signe pas la fin du cycle économique, elle en constitue néanmoins le prélude.

Les secteurs exposés à la conjoncture internationale sont le maillon faible. Ils continueront de subir les effets de trois récents chocs : (1) le repli du prix du pétrole en 2014-2015 et ses conséquences sur les dépenses d'investissement dans le secteur de l'énergie, (2) la hausse du dollar et (3) le ralentissement des pays émergents. Cependant, une partie de ces effets (notamment ceux du pétrole) aura déjà été absorbée en 2015. **La pression de ces facteurs sur la croissance américaine s'atténuera au cours de la période 2016-2017.**

Inflation durablement sous contrôle. Compte tenu de la faiblesse des gains de productivité, les hausses de salaires (+2 % en 2015) peuvent se répercuter assez vite sur les coûts salariaux unitaires et donc, en principe, sur l'inflation sous-jacente. Mais ce risque est faible à l'horizon de nos prévisions en raison des pressions désinflationnistes induites par l'extérieur (hausse du dollar et ralentissement du commerce mondial). Malgré des coûts salariaux unitaires qui augmentent au rythme moyen des 30 dernières années (+1,7 %), l'inflation sous-jacente reste très en deçà de sa moyenne de longue période. La perspective d'un tassement de la croissance d'ici à 2017 limite d'autant plus le risque domestique et donne donc de la latitude à la Fed.

> États-Unis : comment évolueront les composantes du PIB ?

• Demande de ménages : l'élément clé du cycle en 2016.

- **La consommation privée** restera le principal moteur de la reprise, mais va progressivement ralentir (tassement de la croissance de la masse salariale, dissipation du stimulus en provenance de la baisse des prix des matières premières) et retrouver un rythme d'expansion plus en ligne avec son potentiel de long terme (de l'ordre de 2 à 2,2 % par an).
- **L'investissement résidentiel des ménages** continuera de bénéficier de facteurs démographiques favorables (formation de foyers en hausse) et de conditions financières toujours accommodantes (taux faibles).

• **Investissement des entreprises : le talon d'Achille.** Dans un cycle qui vient à maturité, l'affaiblissement de la demande mondiale, l'appréciation du dollar, le très net ralentissement des profits, les contraintes d'endettement et le tassement anticipé de la demande des ménages vont peser sur l'investissement. Ceci dit, il n'y a pas eu d'excès en la matière dans ce cycle et les entreprises devront continuer de remplacer les équipements vieillissants.

• **Dépenses publiques : un petit soutien à la croissance en année d'élections.** Le déficit budgétaire s'est beaucoup réduit. Le budget fédéral restera très contraint pour des raisons politiques (campagne présidentielle) mais l'amélioration de la situation des finances publiques locales permettra des hausses de dépenses modérées.

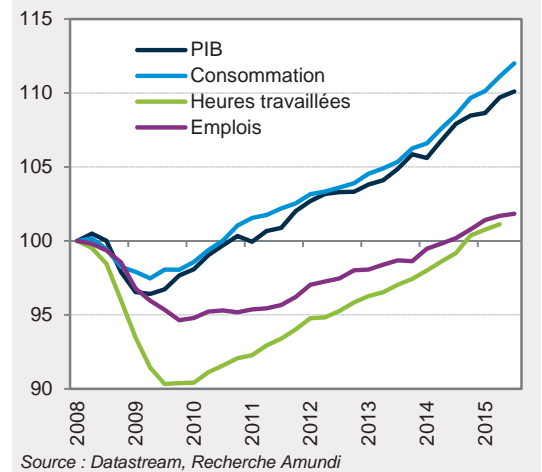
• **Le commerce extérieur continuera de peser sur la croissance.** Les exportations seront très affaiblies en début de période par le contexte émergent peu porteur et le dollar, et ne s'amélioreront ensuite que modestement. Les importations, pour leur part, continueront de progresser, soutenues par la dynamique favorable de la demande interne. Le déficit courant (-2,4 % du PIB) est néanmoins à son plus faible niveau depuis 1999.

Zone euro : légère accélération en 2016 soutenue par l'amélioration de la demande domestique, tassement attendu en 2017

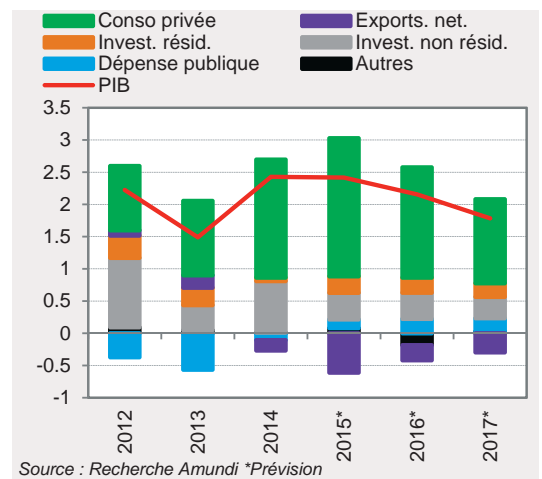
En 2015, la reprise a été un peu plus forte que prévu, soutenue par la consommation et malgré la faiblesse persistante de l'investissement et l'atonie du commerce extérieur. La croissance a été tirée par l'Allemagne et l'Espagne (à partir de situations de départ très différentes) tandis qu'elle est restée faible en France et que l'Italie n'est sortie de récession qu'en début d'année.

En comparaison des États-Unis, le cycle de la zone euro n'en est qu'à ses débuts. La région est la seule à avoir connu un *double dip* en 2011-2012

7 États-Unis : PIB, consommation et emploi (T1 2008 = 100)



8 États-Unis : contributions à la croissance



Zone euro : la reprise cyclique de la demande domestique va se poursuivre



et n'est sortie de récession qu'en 2013. Au niveau de la zone prise dans son ensemble, l'output gap mettra plusieurs années à être comblé. Pour mémoire, la demande interne privée (consommation des ménages + investissement des entreprises) campe en 2015 5 % en dessous de son niveau de 2008, tandis qu'elle est plus de 10 % au-dessus aux États-Unis.

Dans l'ensemble, la croissance est trop faible pour un « début de cycle ». Elle est en effet à peine supérieure à son potentiel malgré des conditions très favorables (euro faible, baisse des prix des matières premières, politique monétaire ultra-expansionniste, politique budgétaire globalement neutre). En particulier, la persistance d'un très large excédent des transactions courantes traduit une épargne excédentaire (ou dit autrement une insuffisance de demande domestique) qui pourrait ouvrir la porte à la mobilisation de la politique budgétaire dans les États où la dette publique est sous contrôle (Allemagne).

En 2016, le principal moteur sera la consommation (privée et publique). L'investissement privé restera en retrait, à l'instar de ce que l'on observe dans la plupart des grands pays avancés, ce qui est un élément de fragilité pour la reprise en cours. En 2017, le soutien apporté par la baisse des prix du pétrole se dissipera et la zone euro subira l'effet de la décélération de l'économie américaine.

Les facteurs qui ont déjà joué positivement en 2015 resteront néanmoins présents en 2016 :

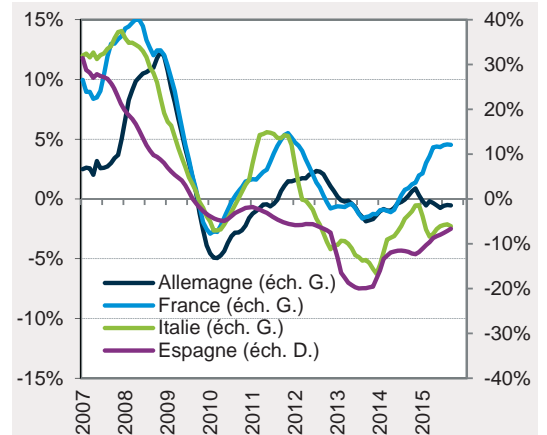
La politique monétaire restera ultra-accommodante. Les mesures exceptionnelles mises en œuvre par la BCE en 2015 seront étendues ; les objectifs sont à la fois internes (restaurer le canal de crédit) et externes (maintenir un euro faible pour ancrer les anticipations d'inflation).

- **Les conditions de crédit bancaire continueront de s'améliorer.** Les efforts réalisés pour remettre en ordre de marche le système bancaire des pays périphériques (menés par les autorités nationales, ou par la BCE dans le cadre du chantier de l'Union Bancaire) continueront d'améliorer l'offre de crédit. En particulier, les taux d'intérêt bancaires sur les crédits accordés aux PME continueront de baisser (et de converger) en zone euro.
- **La politique budgétaire deviendra plus expansionniste.** Il y aura moins d'austérité dans les pays périphériques et la politique deviendra même légèrement expansionniste en Allemagne.
- **Les réformes structurelles engagées produiront graduellement leurs effets sur la confiance et les marges des entreprises.** Ce facteur jouera fortement en Italie et légèrement en France. En Espagne, l'effet sera moindre qu'en 2014-2015.
- **La baisse du cours du pétrole continuera de soutenir l'activité.** Elle bénéficiera surtout à la consommation et, dans une moindre mesure, aux entreprises. Ce facteur s'estompera progressivement courant 2016.
- **La dépréciation passée de l'euro continuera de soutenir les marges et les exportations.** Mais cet effet sera beaucoup moins fort que ce qui était anticipé au printemps 2015, en raison de l'appréciation de l'euro par rapport aux devises émergentes depuis l'été et du ralentissement du commerce mondial.

Un processus de défragmentation économique et financière (recorrélation des cycles et des conditions de crédit entre les pays) **est en cours.** Mais d'importantes différences subsistent entre les positions cycliques de ses grands États membres. La France et l'Allemagne n'ont pratiquement pas connu de *double dip* ; ce dernier a en revanche été très marqué en Italie et en Espagne. **Les écarts de rythme de croissance entre grands États membres vont continuer de se réduire.** L'Allemagne et l'Espagne resteront les deux grands pays où la croissance sera la plus forte, malgré un léger tassement. L'Italie et dans une moindre mesure la France, accéléreront légèrement à partir d'un rythme plus faible.

- **L'Allemagne** subira, plus que ses voisins, l'effet du ralentissement émergent. À l'inverse, la demande interne bénéficiera de la bonne tenue du marché du travail et des dépenses publiques nécessaires à l'accueil de centaines de milliers de réfugiés.
- **L'Espagne** ne pourra maintenir un rythme de croissance aussi élevé qu'en 2015, année où elle a bénéficié d'un effet de comparaison avec un niveau

9 Zone euro : prêts bancaires aux entreprises (% GA, moy. mob. 3 mois)

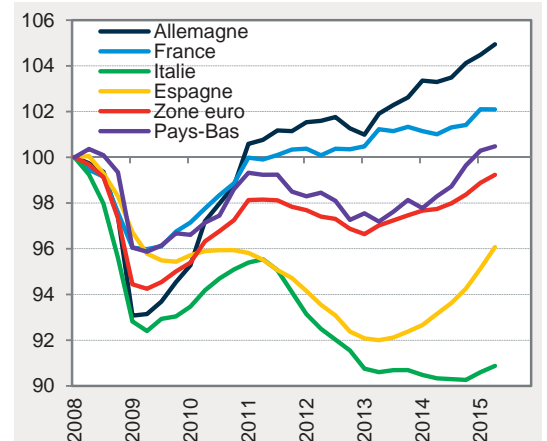


Source : Datastream, Recherche Amundi



La croissance est trop faible pour un « début de cycle, et le principal moteur sera la consommation, privée et publique »

10 PIB de la zone euro (T1 2008 = 100)



Source : Datastream, Recherche Amundi

de 2014 très bas et où elle a été favorisée par des mesures électorales et un net relâchement de l'austérité. De plus, une situation politique et budgétaire plus compliquée pourrait peser sur la confiance en 2016.

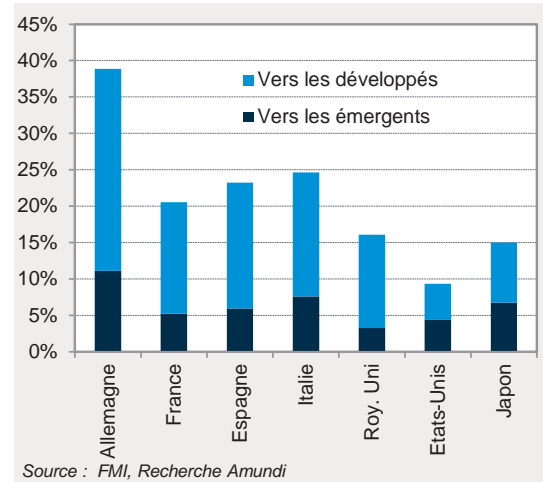
- En **Italie**, la croissance accélérera sous l'effet de facteurs conjoncturels (début de cycle à partir d'un niveau de 2015 très bas), aidés par les réformes réalisées en 2014-2015 et une attitude budgétaire nettement plus accommodante.
- La **France** connaîtra une accélération plus modérée. La dynamique de la consommation restera favorable, l'investissement des entreprises et la construction bénéficieront d'un environnement réglementaire et fiscal un peu plus favorable.

L'inflation restera très faible. L'inflation redeviendra légèrement positive, en rythme annuel, une fois passés les effets de base liés au cours du pétrole. Elle ne progressera ensuite que très modérément, limitée par la réparation très lente du marché du travail et la persistance d'importants excès de capacités, auxquels s'ajouteront des baisses de prix importés (via la baisse des devises émergentes) et l'effet déflationniste de certaines réformes structurelles. Dans ces conditions, la cible de la BCE (en dessous, mais proche, de 2 % par an) ne sera pas atteinte à l'horizon 2017.

> Zone euro : comment évolueront les composantes du PIB ?

- **La consommation restera bien orientée.** L'amélioration du marché du travail (robuste en Allemagne et dont l'amélioration est très nette en Espagne, légère en Italie et à des degrés très divers suivant les pays) sera partout un soutien. S'y ajoutera une légère baisse du taux d'épargne en raison d'effets de confiance plus favorables, ainsi qu'un soutien des gains de pouvoir d'achat liés à la baisse des prix de l'énergie.
- **L'investissement résidentiel sera, suivant les pays, soit en amélioration soit en moindre dégradation.** L'amélioration du marché du travail jouera, là aussi, positivement. L'immigration sera un facteur positif en Allemagne (où des mesures d'encadrement des loyers joueront, en revanche, en sens inverse). En France des mesures fiscales et réglementaires prises en 2014-2015 ralentiront fortement le rythme de contraction. L'Italie amorcera un rebond, tandis que l'Espagne poursuivra celui entamé en 2014 à partir de niveaux très bas.
- **L'investissement des entreprises progressera légèrement en 2016 mais ce mouvement s'arrêtera en 2017.** La hausse se poursuivra en Espagne, mais moins rapidement qu'en 2014-2015 (en raison d'un cycle plus avancé et de facteurs moins favorables à la confiance). L'Italie connaîtra une accélération marquée (rattrapage après un effondrement au cours des dernières années, amélioration de la confiance permise par de récentes réformes et mesures fiscales). La France ne connaîtra qu'une légère amélioration sous l'effet d'une fiscalité plus favorable (baisses de charges sociales) et de réformes modestes. En Allemagne, la progression de l'investissement restera décevante, pénalisée par l'effet du ralentissement des pays émergents (voire par les conséquences de l'affaire Volkswagen). En 2017, l'érosion de la croissance américaine jouera négativement sur la confiance et l'investissement à l'échelle de l'ensemble de la zone euro.
- **La dépense publique accélérera légèrement.** Elle progressera modérément en Italie et en Espagne en raison de l'atténuation des politiques d'austérité et de l'amélioration des rentrées fiscales. Elle restera en hausse (quoiqu'en décélération) en France, pays qui a choisi une consolidation budgétaire très graduelle faite « d'économies par rapport à la progression naturelle des dépenses ». Elle sera en hausse plus significative en Allemagne, en raison de la nécessité de puiser dans le surplus budgétaire pour faire face à la crise migratoire.
- **La contribution du commerce extérieur sera légèrement négative.** À l'échelle de l'ensemble de la zone euro, la hausse des exportations vers les États-Unis (qui fléchira en 2017) et le Royaume-Uni sera compensée en grande partie par la baisse ou la nette décélération des exportations vers les pays émergents. Les importations continueront de progresser à un rythme soutenu en raison de la poursuite de l'amélioration de la consommation, du léger rebond de l'investissement et de la dépréciation des devises émergentes par rapport à l'euro.

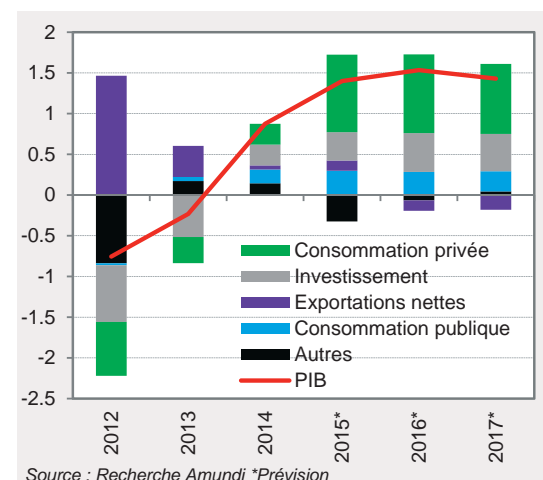
11 Exportations en % du PIB de chaque grand pays développé



La défragmentation économique et financière est en cours et les écarts de rythme de croissance vont encore se réduire



12 Zone euro : contributions à la croissance



Royaume-Uni: vers un dilemme de politique monétaire ?

Le cycle économique britannique est très en avance sur celui de la zone euro. Le PIB se trouve 6 % au-dessus de son pic pré-crise du T1 2008. La forte reprise en 2015 (+2,3 % en glissement annuel) est tirée essentiellement par les services, la consommation et l'immobilier tandis que l'industrie et le commerce extérieur restent les maillons faibles.

Au regard du marché du travail, le cycle britannique est même en avance sur celui des États-Unis. Dans la foulée de la forte baisse du taux de chômage (5,4 %), les salaires nominaux, longtemps pièce manquante de la reprise, connaissent aujourd'hui une nette accélération (+3 % sur un an).

La croissance va légèrement décélérer en 2016. Les principales raisons en seront (1) le durcissement prévu de la politique budgétaire, (2) une dynamique moins forte de l'immobilier et (3) le poids de la forte incertitude au sujet du *Brexit* (les souverainistes britanniques sont, à présent, en tête de certains sondages) sur le climat des affaires.

Un contexte favorable pour un resserrement monétaire. La hausse des salaires conjuguée à une productivité faible risque de générer de l'inflation, une fois dissipés les effets de base de la baisse du pétrole. Une hausse des taux contribuerait également à freiner l'inflation immobilière qui, après avoir joué un rôle clef dans la reprise, pose un problème de stabilité financière (dette des ménages très élevée).

La problématique du taux de change milite cependant pour un resserrement très prudent. L'anticipation d'une divergence de politiques monétaires entre la Banque d'Angleterre (BoE) et la BCE, risque d'entraîner une appréciation supplémentaire de la livre par rapport à l'euro. Or la zone euro absorbe 45 % des exportations britanniques tandis que le compte courant (-5 % du PIB environ) est déjà le plus déficitaire de tous les grands pays développés.

La BoE devra également compter avec la problématique du référendum sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (*Brexit*), annoncé d'ici la fin 2017. La montée du risque de *Brexit* peut entraîner simultanément une pression baissière sur la livre (et de ce fait accentuer les pressions inflationnistes) et une détérioration du climat des affaires (qui réduirait la nécessité de monter les taux). La situation deviendrait très délicate pour la BoE. C'est probablement l'une des raisons qui explique le plaidoyer récent de Mark Carney, son gouverneur actuel, pour le maintien dans l'Union européenne.

Japon: vers un cercle vertueux

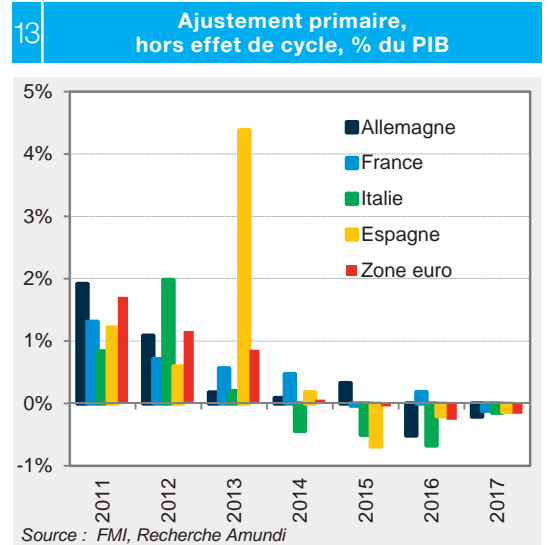
Jamais deux sans trois. La hausse de la TVA en avril 2014 a paralysé l'économie, comme son introduction en 1989 puis son relèvement en 1997. Malgré la croissance régulière des salaires, les dépenses de consommation sont restées moroses, et la hausse des prix alimentaires a pris les budgets par surprise. Du côté des entreprises, la faiblesse persistante des exportations a pesé sur les investissements malgré des programmes de dépenses ambitieux.

Cependant, l'investissement privé devrait accélérer en 2016 grâce à la dynamique robuste des bénéfiques. Le faible niveau des prix des matières premières et la remise en service des réacteurs nucléaires permettront de contenir les coûts. Les pouvoirs publics continuent de soutenir les investissements favorisant des économies de main-d'œuvre et l'utilisation efficace des ressources. Les investissements immobiliers dans les villes vont augmenter pour améliorer le confort des touristes étrangers. Enfin, la réduction de l'impôt sur les sociétés (de 34,6 % à 32,1 %) vient gonfler la trésorerie des entreprises.

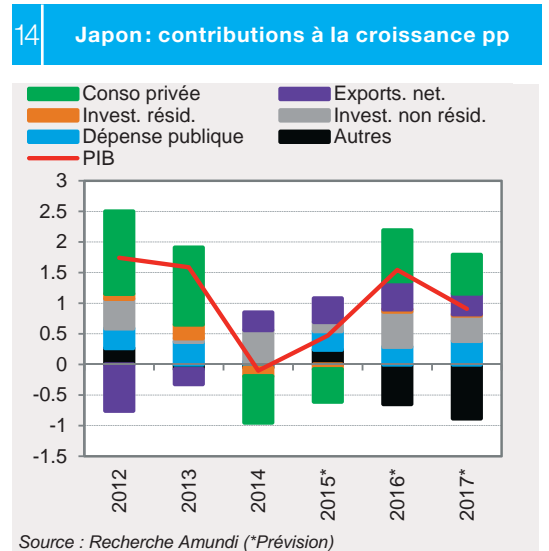
La consommation des ménages devrait ré-accélerer en 2016. L'accroissement du taux de participation de la main-d'œuvre, l'augmentation constante des salaires et la stabilisation de l'inflation permettront de restaurer le pouvoir d'achat des consommateurs.



Le cycle économique britannique est très en avance sur celui de la zone euro



Japon: la TVA a gâché la reprise mais ne remet pas en cause le cercle vertueux



En 2016, les autorités devraient relâcher la contrainte budgétaire. Le gouvernement va probablement faire tout son possible pour assurer son succès aux élections de la chambre haute, adopter le partenariat transpacifique (TPP) et augmenter la TVA en avril 2017. Néanmoins, il ne sera pas en mesure d'esquiver d'importantes résistances sur le plan politique, car la coalition au pouvoir vient de faire voter plusieurs lois controversées sur la sécurité nationale. D'autre part, la remise en service des centrales nucléaires et l'accord commercial offensif du TPP irritent les partis opposants ; par conséquent la stratégie Abenomics n'est pas à l'abri d'une perte de majorité à la chambre haute.

L'inflation va rester extrêmement faible, suffisamment pour susciter des espoirs de renforcement du programme d'assouplissement quantitatif (QQE) de la Banque du Japon (BoJ). La BoJ devrait augmenter ses achats de JGB et d'ETF, mais toutefois pas autant que le marché l'anticipe. Les autorités semblent craindre une glissade du yen en réaction à l'assouplissement de la politique monétaire : une hausse brutale des prix à l'importation (suite à un affaiblissement potentiel du yen) viendrait éroder le pouvoir d'achat des ménages à l'approche d'élections critiques.

Pays émergents : la « grande fragmentation »

Les pays émergents n'ont pas été affectés de la même manière par le « contre-choc matières premières » et le ralentissement chinois. Des facteurs spécifiques ont pesé sur certains pays.

1. Double peine, macroéconomique et financière, pour les pays exportateurs nets de matières premières.

Au premier rang, on trouve les trois plus importantes économies émergentes (Brésil, Russie et Afrique du Sud) mais aussi l'ensemble des pays d'Amérique latine (Venezuela, Chili, Colombie, Pérou et Mexique, même si ce dernier a bénéficié du rebond de la croissance aux États-Unis).

- **La chute des cours des matières premières a provoqué une chute des recettes** tandis que le ralentissement de la Chine, premier importateur de matières premières, a pesé sur leurs exportations.
- **Leurs monnaies ont été pénalisées** par le fort ralentissement des entrées nettes de capitaux (titres de portefeuilles et investissements directs étrangers).
- **Les pays exportateurs nets de matières premières ont toutefois bien résisté en 2015 en termes de croissance et d'inflation.** Brésil, Russie et Venezuela sont des « cas particuliers ». Leurs économies sont entrées en récession et connaissent une inflation élevée. Au Venezuela, c'est bien la baisse du prix du pétrole qui explique une telle hécatombe. En revanche, pour le Brésil et la Russie, aux chocs externes (baisse des prix des matières premières, des devises et ralentissement du commerce mondial) sont venus s'ajouter des facteurs spécifiques (environnement politique et géopolitique défavorable).

• Les tensions vont néanmoins s'accroître en 2016 :

- Les effets de « pass-through » liés à la dépréciation des devises jouent avec retard. Les **pressions inflationnistes induites devraient peser sur la consommation privée** (jusqu'à là le principal moteur de la croissance)
- **L'investissement privé restera atone** (demande interne stable, environnement international morose).

• Il n'y a pas de réelles marges de manœuvre en termes de policy-mix :

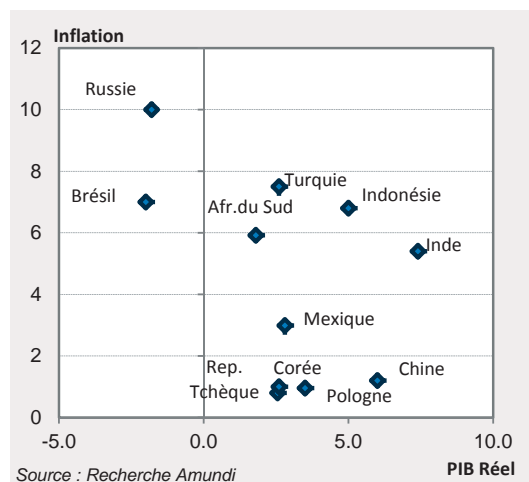
- La politique monétaire est contrainte par la résurgence de l'inflation
- **La politique budgétaire est contrainte par la montée de la dette publique** (baisse des revenus des matières premières et hausse du coût de la dette en dollars).



L'inflation va rester extrêmement faible, suffisamment pour susciter des espoirs de renforcement du programme d'assouplissement quantitatif de la Banque du Japon



15 Pays émergents : croissance vs inflation (%)



Les exportateurs de matières premières ont peu de marges de manœuvre pour soutenir la croissance



> **Brésil et Russie: le retour du risque idiosyncratique**

- **Russie: une grande partie de l'ajustement réel a déjà eu lieu** (chute de la consommation, des importations, de l'investissement, etc.). Fléchissement de l'inflation attendu. En l'absence de nouveau choc externe, la Banque centrale poursuivra son cycle de baisse des taux. La récession devrait perdre de son intensité en 2016 (-1,8 % contre -4,5 % en 2015 selon nos prévisions) et renouer avec la croissance en 2017.
- **Brésil: une mauvaise passe qui dure.** Nous prévoyons pour 2015 une récession de -3 % avec des risques baissiers accrus. Compte tenu de l'ampleur de la crise politique locale, un dénouement rapide est improbable. Les chances d'un durcissement budgétaire suffisant pour restaurer la crédibilité du *policy-mix* brésilien sont de plus en plus faibles. Avec un taux directeur à 14,25 % et une inflation toujours en hausse, la Banque centrale n'a quasiment aucune marge de manœuvre d'autant qu'une nouvelle hausse des prix des carburants pour soutenir les compagnies pétrolières telles que Pétrobras est prévue pour 2016. Nous anticipons une poursuite de la récession de près de 2 % en 2016, suivie d'un retour difficile vers 0 en 2017.
- **Venezuela: une récession profonde.** La contraction du PIB sera moins sévère en 2016 qu'en 2015 mais pourrait continuer d'avoisiner 5 %.
- **Chili, Colombie, Pérou, Mexique et Afrique du Sud.** Nous tablons sur une stabilisation de la croissance à son niveau de 2015.



Brésil et Russie vont rester en récession en 2016



2. **Turquie et pays d'Europe centrale: la « manne » de la baisse des cours des matières premières**

Turquie: la croissance turque a bien résisté en 2015 soutenue par la consommation privée, la consommation publique et l'investissement. Ces effets liés notamment à la baisse des prix des matières premières devraient s'estomper en 2016. **La victoire surprise du parti AKP devrait limiter l'incertitude politique et les pressions baissières sur la livre turque au moins à court terme.** Pour autant, la Turquie n'est pas à l'abri de nouvelles tensions politiques et sécuritaires (changement de constitution possible, proximité de la guerre en Syrie et gestion des flux migratoires).

Eu égard à l'environnement international atone et aux difficultés propres à la Turquie, nous tablons sur **un tassement de la croissance** à 2,5 % en 2016-2017 (après 3 % en 2015).

L'Europe centrale a été relativement épargnée pour l'heure.

Le choc sur les prix des matières premières a amélioré la compétitivité (via la baisse des coûts de production induite) et **augmenté le pouvoir d'achat** des consommateurs. **La forte intégration commerciale avec la zone euro a protégé la région en 2015... mais pourrait la pénaliser en 2016-2017**, notamment si l'impact du ralentissement chinois sur l'Allemagne n'est pas compensé par un accroissement de la demande domestique. **À suivre:** l'affaiblissement du secteur automobile suite à l'« affaire Volkswagen » pourrait pénaliser leurs exportations dans ce secteur.

Sauf à compter avec des politiques budgétaires expansionnistes, **ces pays ont sans doute atteint un pic en termes de croissance en 2015.**

3. **Asie hors Japon: le cycle économique reste dominé par la Chine**

Fin 2014, les marchés espéraient bien tabler sur les bonnes évolutions pour 2015: (1) une hausse des taux de la Fed en juin ou en septembre au plus tard; (2) une stabilisation de l'économie chinoise; (3) des anticipations d'inflation demeurant élevées en Inde et limitant la marge de manœuvre de la RBI; (4) une croissance asiatique et une reprise mondiale soutenant la hausse des exportations asiatiques; (5) et la poursuite de la dépréciation des devises asiatiques contre le dollar mais à un rythme modéré.

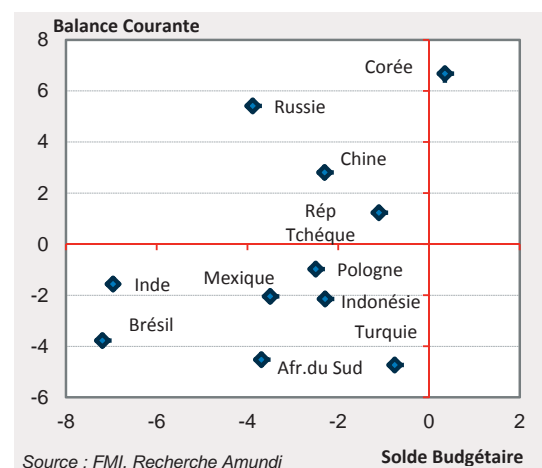
Or toutes ces anticipations se sont révélées erronées: (1) la Fed n'avait toujours pas relevé ses taux en septembre; (2) l'économie chinoise a très nettement ralenti; (3) contrairement aux anticipations du marché et de la RBI,



Les pays d'Europe émergente ont atteint un pic de croissance en 2015



16 **Pays émergents: balances courantes vs soldes budgétaires (% du PIB)**



l'inflation indienne a ralenti plus vite que prévu, ce qui a permis à la banque centrale d'assouplir sa politique monétaire plus nettement qu'attendu (quatre interventions en 2015 pour une baisse du taux directeur de 125 pb au total); (4) le ralentissement de l'économie chinoise, supérieur aux attentes, conjugué à un redressement plus faible que prévu de l'économie mondiale, a pesé sur les exportations asiatiques qui ont décéléré de façon spectaculaire (Chine, Corée du Sud et Taïwan); et (5) contre toute attente, les autorités chinoises ont décidé de dévaluer le CNY le 11 août. Maladroitement communiquée, cette décision a provoqué l'affaiblissement des devises asiatiques et pesé sur les marchés financiers mondiaux pendant deux mois. Dans ces circonstances, **les politiques monétaires et budgétaires ont été nettement plus accommodantes que prévu dans tous les pays asiatiques (notamment en Chine, en Inde et en Indonésie).**



Ralentissement en Chine
mais sans atterrissage brutal



Policy-mix chinois

Qu'est-ce qui a été fait en 2015 ?

1. Politique monétaire

1. Quatre baisses du ratio des réserves obligatoires des banques (250 pb au total, à 17,5 %)
2. Cinq baisses du taux de prêt de référence à 1 an (125 pb au total, taux porté à 4,35 %)
3. Cinq baisses du taux de dépôt de référence à 1 an (125 pb au total, taux porté à 1,5 %)
4. Dévaluation surprise du CNY le 11 août, de 4 % au total

2. Politique budgétaire

1. Deux hausses du quota annuel de swaps de dette locale, porté à 3 200 Mds RMB
2. Dépassement du déficit budgétaire de 2,3 % : + 2 700 Mds RMB de dépenses budgétaires en réserve qui peuvent être utilisées encore en 2015.

3. Politique du secteur immobilier

1. Levée de l'interdiction portant sur certains achats de logements dans les villes autres que de rang 1

2. Réduction de l'acompte à verser (à 20 %) en cas d'acquisition d'un bien immobilier
3. Ouverture du marché immobilier aux acquéreurs étrangers dans les villes autres que de rang 1

4. Politique d'investissement

1. 206 projets de partenariats public-privé (PPP) publiés par le ministère des finances, d'une valeur de 658,9 Mds RMB
2. Plusieurs grands projets approuvés par le Conseil d'État, la Commission nationale pour la réforme et le développement et le ministère des finances dans les domaines du transport ferroviaire et de la conservation de l'eau

5. Politique en matière de consommation

1. Le Conseil d'État a décidé de développer le crédit à la consommation et le commerce électronique
2. Le Conseil d'État a réduit de 50 % la taxe à l'achat sur tous les véhicules transportant des passagers (moteurs de cylindrée supérieure à 1,6 litre)

Qu'est-ce qui aurait pu être fait en 2015 ?

1. Politique monétaire

Chaque baisse du RRR et des taux d'intérêt aurait pu être effectuée plus tôt et dans des proportions plus importantes pour avoir un véritable impact

2. Politique budgétaire

Il aurait fallu renforcer le cadre institutionnel permettant de vérifier la motivation et de lutter contre l'inertie des gouvernements locaux

3. Politique du secteur immobilier

L'acompte à verser aurait dû être abaissé davantage et plus tôt

4. Politique d'investissement

Plus de gros projets auraient dû être lancés cette année au lieu de ne démarrer qu'au quatrième trimestre

Globalement, l'Asie hors Japon devrait continuer à connaître une croissance et une inflation plus faibles que prévu, des devises moins fortes et des politiques monétaires et budgétaires plus accommodantes que prévu en 2016 et 2017.

Sur le plan macrofinancier, plusieurs thèmes se dégagent :

- a. La stabilité macrofinancière de la région (flux de capitaux, marchés et réactions de politique économique) dépendra en majeure partie de la lenteur du resserrement monétaire de la Fed. **Nous prévoyons un environnement de politique monétaire accommodant et favorable dans tous les pays asiatiques, avec des mesures plus fortes dans les économies disposant de plus de marges de manœuvre comme l'Inde et la Chine.**



Asie émergente :
un *policy-mix* expansionniste



b. La Chine ralentit mais ne sombre pas. Pendant ces sept dernières années, l'histoire a systématiquement contredit les Cassandre annonçant la chute de la Chine. Il ne faut pas sous-estimer la grande transformation qui réduit le poids des exportations au profit de la consommation et des services au sein de l'économie, ni toutes les politiques mises en place par les autorités pour accompagner ce changement. Nous continuons de penser que des politiques adaptées faciliteront le passage vers un nouveau modèle de croissance d'autant que la Chine dispose de suffisamment d'outils et de moyens pour y parvenir. **Nous maintenons notre scénario central: l'économie devrait continuer à décélérer mais sans connaître d'atterrissage brutal pendant les deux prochaines années.**

“ La désinflation s'installe en Chine ”

Policy-mix chinois

À quoi faut-il s'attendre en 2016 et 2017 ?

1. Politique monétaire

Nous prévoyons des réductions importantes du RRR (entre 250 et 500 pb) et des taux d'intérêt (200 pb pour le taux de prêt et 100 pb pour le taux de dépôt) afin d'accroître la liquidité et de faire baisser le coût réel de financement en 2016 et 2017

2. Politique budgétaire

Le déficit budgétaire réel pourrait dépasser 10 % du PIB dans les deux prochaines années

3. Politique du secteur immobilier

L'acompte devrait passer à moins de 10 %, notamment dans les villes de rang 3 et 4

4. Politique d'investissement

Les grands projets du 13^e plan quinquennal devraient démarrer plus tôt, en particulier en 2016 et 2017, pour contrer le ralentissement de l'économie

5. Politique en matière de consommation

Les autorités devraient dévoiler d'autres mesures, notamment sur le front du crédit à la consommation

Le ralentissement de l'économie chinoise est à l'origine de la contraction du commerce mondial et du ralentissement des pays asiatiques. Ceci dit, **la résilience de la conjoncture chinoise est un facteur de stabilisation pour les économies asiatiques et devrait les empêcher de plonger en récession.** Les économies asiatiques devraient rester confrontées à une croissance plus faible pendant plus longtemps que prévu, non seulement à cause du ralentissement chinois mais aussi en raison de l'accumulation de dette intérieure, de la faiblesse de leur productivité et de leur démographie déclinante. Par conséquent, ces pays (notamment l'Indonésie) **vont vraisemblablement recourir à des politiques budgétaires expansionnistes et plus proactives.**

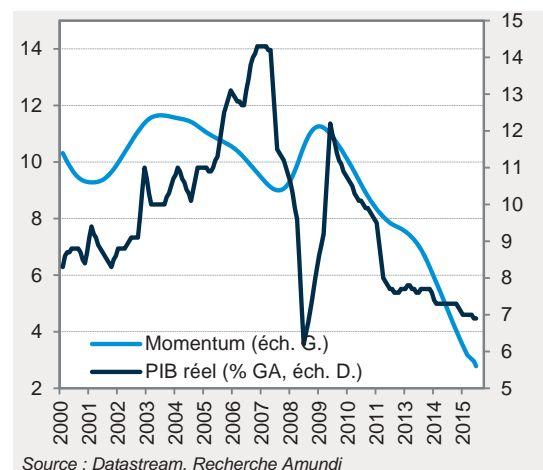
“ La résilience de la conjoncture chinoise est un facteur de stabilisation pour les économies asiatiques ”

c. La désinflation va s'installer elle aussi plus longtemps que prévu :

le nouveau repli des prix des matières premières, le volume considérable des capacités de production inutilisées et la quasi-absence de pouvoir de tarification dont souffrent les distributeurs vont pousser l'inflation à ralentir. En moyenne, celle-ci s'établit actuellement à 1,4 % en Asie. La désinflation provient principalement de la faiblesse des prix des matières premières, mais les prix des denrées alimentaires, des biens manufacturés et des services sont également extrêmement modestes à travers toute la région. Étonnamment, malgré la dépréciation d'un grand nombre de devises, il n'y a pratiquement aucun signe de « pass-through » sur l'inflation. **C'est une très bonne nouvelle pour des pays comme l'Inde, car la banque centrale dispose ainsi d'une plus grande marge de manœuvre dans sa politique d'assouplissement monétaire.**

d. Les pressions sur les exportations perdurent : sous l'effet, d'une part, de la baisse des prix des matières premières et de la demande, et d'autre part de la paralysie du cycle électronique mondial, les exportations de l'Asie hors Japon ont été continuellement affaiblies en 2015. Ainsi, aucun pays émergent asiatique n'a enregistré de croissance positive de ses exportations en 2015 quelle que soit la nature de sa spécialisation (géographique ou produit). Comme il est peu probable que le commerce mondial se débloque immédiatement ou à moyen terme, il reste deux possibilités :

13 Chine: croissance du PIB vs indice de momentum



- Premièrement, les grands pays exportateurs vont devoir rééquilibrer leur économie vers des sources de croissance internes s'ils ne veulent maintenir leur potentiel de croissance.
- Deuxièmement, les pays qui aspiraient à imiter les économies de la région dont les régimes de croissance étaient tirés par les exportations vont devoir composer avec une réalité un peu plus difficile. **Dans ce contexte, il nous semble que l'Inde, en particulier, devra reformuler sa stratégie de croissance basée sur les investissements dans les exportations.**

Prévisions macroéconomiques — Amundi

Moyennes annuelles (%)	Croissance réelle du PIB (GA %)				Inflation (IPC, GA %)			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
US	2,4	2,4	2,2	1,8	1,6	0,2	1,8	1,9
Canada	2,4	1,2	2,0	2,4	1,9	1,2	1,9	2,3
Japon	-0,1	0,5	1,5	0,9	2,7	0,5	0,8	1,4
Zone Euro	0,9	1,4	1,5	1,4	0,4	0,1	0,9	1,5
EMU-Pays du Nord*	1,0	1,4	1,5	1,4	0,7	0,4	1,2	1,5
EMU-Pays du Sud**	0,7	1,8	1,6	1,6	0,0	0,0	0,6	1,1
Allemagne	1,6	1,6	1,6	1,5	0,8	0,2	1,3	1,7
France	0,2	1,1	1,2	1,1	0,6	0,1	0,8	1,3
Italie	-0,4	0,8	1,2	1,4	0,2	0,2	0,6	1,1
Espagne	1,4	3,1	2,3	1,5	-0,2	-0,4	0,5	1,0
Royaume-Uni	3,0	2,4	2,2	2,2	1,5	0,2	1,4	1,7
Europe Émergente	1,8	-0,6	0,6	2,1	5,7	9,2	6,7	6,1
Russie	0,6	-4,5	-1,8	1,0	7,8	15,8	10,0	8,5
Turquie	2,9	2,9	2,6	3,0	8,9	7,4	7,5	7,0
Asie ex-Japon	6,4	5,9	5,7	5,5	3,2	2,5	2,5	2,3
Chine	7,3	6,5	6,0	5,8	2,0	1,5	1,2	1,0
Inde	7,3	7,2	7,4	7,2	5,9	5,2	5,4	5,0
Corée du Sud	3,3	2,4	2,6	2,4	1,3	0,7	1,0	0,8
Indonésie	5,0	4,8	5,0	4,8	6,4	7,0	6,8	6,8
Australie	2,7	2,5	2,9	3,1	2,5	1,7	2,5	2,4
Amérique Latine	1,3	0,0	0,6	1,6	4,4	8,3	8,0	8,0
Brésil	0,1	-3,0	-2,0	0,0	6,3	9,0	7,0	6,5
Mexique	2,1	2,5	2,8	2,8	4,0	2,8	3,0	3,0
Afrique & Moyen Orient	2,9	3,2	3,0	3,4	4,3	4,4	4,2	4,7
Afrique du Sud	1,5	1,6	1,8	2,2	6,1	4,8	5,9	6,0
Pays Industrialisés	1,7	1,8	1,9	1,7	1,3	0,3	1,4	1,7
Pays Émergents	4,8	3,9	4,1	4,3	3,8	4,4	4,0	3,8
Monde	3,4	3,0	3,1	3,2	2,7	2,6	2,9	2,9

Source: Recherche Amundi

Dernière mise à jour: 11-2015

* Allemagne, Autriche, Belgique, Pays-Bas, France, Finlande

** Espagne, Italie, Grèce, Portugal, Irlande



Politiques monétaires en 2016 et au-delà

3 La Fed dans un mini-cycle de resserrement, BoJ et BCE en mode accommodant, et assouplissements monétaires dans les pays émergents, à de rares exceptions près

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
 KARINE HERVE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
 PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*
 MO JI, *Stratégie et Recherche Économique – Hong Kong*

2015 aura été une année de divergence accrue de politique monétaire entre les principales banques centrales des pays avancés, avec d'un côté la Fed et la BoE, deux institutions qui considèrent qu'une hausse des taux directeurs est concevable (même si un tel geste a été repoussé à de multiples reprises) et de l'autre toutes les autres grandes banques centrales (BCE, BoJ, PBOC, Riksbank, Norges Bank, BNS, BoC, RBA, RBNZ), qui, toutes, ont voté en faveur de mesures d'assouplissement monétaire additionnelles. Cela a notamment conduit à une forte appréciation réelle du dollar et de la livre sterling, et donc à un resserrement significatif des conditions monétaires au Royaume-Uni et aux États-Unis. Dans les pays émergents, une majorité de banques centrales ont mis en place davantage de mesures accommodantes, notamment du fait de la poursuite du ralentissement économique et des marges de manœuvre données par la forte baisse du prix des matières premières et donc des indicateurs d'inflation.

2016 : la Fed vers un mini-cycle de resserrement des *fed funds*

Si le principe d'une remontée des *fed funds* nous semble acquis, il nous paraît peu probable de voir la Fed débiter un cycle « classique » de resserrement de taux directeurs. Nous tablons sur deux hausses de Fed funds de 25 bps d'ici la fin 2016, ce qui signifierait un cycle historiquement lent et faible (dans le cadre d'une reprise économique historiquement lente et faible). Autant dire que nous n'entrerons pas dans un cycle habituel de normalisation monétaire. En réalité, les conditions monétaires se sont déjà nettement durcies sur les derniers trimestres. En effet, dans un monde de taux zéro ou presque, l'évolution du cours de change est une variable encore plus déterminante que d'ordinaire pour les banquiers centraux. Or la divergence de performances entre l'économie américaine et les autres économies développées a poussé le dollar fortement à la hausse depuis l'été 2014. Le taux de change réel effectif des États-Unis a progressé de 15,1 % depuis juin 2014. Rappelons que selon les modèles de simulation macroéconométriques de la Fed, une appréciation de 10 % du taux de change réel effectif du dollar produit le même effet sur la croissance qu'une hausse de *fed funds* de 175 points de base, toutes choses égales par ailleurs. Au total, le secteur manufacturier américain souffre déjà nettement de la forte appréciation du dollar, comme le rapporte depuis quelque temps le Beige Book publié par la Fed.

> FOMC du 15-16 décembre : montera, montera pas ?

La question que tout le monde se pose actuellement est de savoir si la Fed va procéder à sa première hausse des taux dès 2015. Il ne reste plus désormais qu'une seule échéance, celle du 15-16 décembre ⁽¹⁾.

Pourquoi resserrerait-elle sa politique monétaire en décembre ? Deux raisons essentielles :

- À de nombreuses reprises, elle a annoncé vouloir commencer à relever son taux directeur avant la fin de l'année en cours, pour donner un message de confiance sur la soutenabilité de la croissance ;
- Elle avait semble-t-il décidé de reporter la hausse de taux qu'elle s'apprêtait à faire en septembre en raison de conditions de marchés peu propices : choc sur le yuan, baisse

L'essentiel

2015 a été une année de divergence accrue de politique monétaire entre les principales banques centrales des pays avancés, avec d'un côté la Fed et la BoE qui considèrent qu'une hausse des taux directeurs est concevable et de l'autre de très nombreuses institutions (BCE, BoJ, PBOC, Riksbank, Norges Bank, BNS, BoC, RBA, RBNZ), qui, toutes, ont voté en faveur de mesures d'assouplissement monétaire additionnelles.

La Fed n'entamera pas un cycle de resserrement monétaire classique : les hausses de taux seront moins fréquentes que lors des cycles passés, et l'objectif de *fed funds* est désormais plus bas, baisse de croissance potentielle oblige. La BoJ va poursuivre sa politique d'achat d'actifs et la BCE pourrait bien (devrait ?) lui emboîter le pas... mais uniquement si la stabilité des prix est menacée. Dans les pays émergents, une majorité de banques centrales ont mis en place davantage de mesures accommodantes, notamment du fait de la poursuite du ralentissement économique et des marges de manœuvre données par la forte baisse du prix des matières premières et donc des indicateurs d'inflation. Une attention sera portée sur l'attitude de la Banque centrale chinoise, et nous nous méfions sur des assouplissements supplémentaires et non sur une dévaluation surprise du yuan. Ce qui est sûr, c'est que Fed, BCE et PBoC alimenteront la volatilité des marchés en 2016... et au-delà.



La question n'est pas de savoir si la Fed va entrer dans une phase de normalisation, mais plutôt de se demander ce qui peut pousser la Fed à entamer un cycle de resserrement monétaire, même plus timide qu'à l'accoutumée



des marchés d'actions, chute des devises émergentes... Depuis, la volatilité a rebaisé et le marché d'actions américain est revenu sur son niveau du printemps.

Peut-elle le faire ? Oui, sans aucun doute.

- Il n'y a pas de signe de contagion tangible en provenance du ralentissement chinois ;
- Une hausse de 25 pb ne va pas, à elle seule, provoquer une crise ou un krach (comme en 1994). Le terrain a été préparé de longue date, et un mouvement de vente massif sur les Treasuries est improbable : les achats de USTreasuries n'ont pas cessé (secteur privé et reste du monde) alors même qu'une grande majorité d'investisseurs tablaient sur un 1^{er} resserrement monétaire en septembre au plus tard.
- Tant qu'il ne s'agit pas de « normalisation » de politique monétaire (qui se traduirait par de nombreuses et graduelles hausses de taux), mais simplement d'amender une politique monétaire jugée trop accommodante, la réaction des marchés ne sera pas violente. **La communication de la Fed autour de la première hausse des taux reste néanmoins cruciale.**

Va-t-elle le faire ? C'est possible. Il est difficile d'être sûr à 100 %, car il n'y a pas d'urgence pour des hausses de taux. Si la Fed pense qu'il y va de sa crédibilité, elle le fera. Sinon, elle passera son tour une nouvelle fois. Il faut noter que le conseil de politique monétaire de la Fed est plutôt « dovish », ce qui explique l'attentisme de la Fed jusqu'ici. Probabilité de relever les taux en décembre : 65 %.

Quel est le principal risque pour la Fed ? Assurément le cours du dollar. Du fait d'une grande divergence de politique monétaire avec les autres grandes banques centrales (BCE, BoJ, PBoC en tête), le dollar pourrait s'apprécier rapidement. D'où l'importance de la communication de la Fed... et l'absence d'urgence.

Que faut-il retenir ? L'essentiel, c'est que la Fed annonce vouloir resserrer moins vite et moins fort que lors des cycles précédents, que les *forwards* et consensus de marchés escomptent moins de hausse que les propres estimations de la Fed, et que nous escomptions moins de hausse des taux que les consensus à horizon 1 an (50pb vs 100pb).

¹ À noter que les FOMC de 2016 se tiendront les 26-27 janvier, 15-16 mars, 26-27 avril, 14-15 juin, 26-27 juillet, 20-21 septembre, 1-2 novembre et 13-14 décembre, soit 8 FOMC pour 2 hausses des taux attendues. Comme tous les ans, la Fed présentera également ses projections économiques durant les FOMC de mars, de juin, de septembre et de décembre.

La question n'est pas vraiment de savoir si la Fed va entrer dans une phase de normalisation, mais plutôt de se demander ce qui peut pousser la Fed, dans ces conditions, à entamer un cycle de resserrement monétaire, même plus timide qu'à l'accoutumée. Il y a principalement cinq arguments.

- D'abord, le secteur des services se porte relativement bien : fortes créations d'emplois et ouvertures de postes, augmentation des salaires lente mais sûre, indicateurs d'activité élevés (l'ISM non manufacturier est ainsi au plus haut que 2005)...
- Ensuite, la pression politique sur la Fed est considérable (mouvement « Audit the Fed », projets de loi limitant l'indépendance de la Fed), les membres du parti républicain reprochant à la banque d'avoir gardé une politique très accommodante très (trop ?) longtemps.
- La crédibilité du FOMC s'érode à mesure qu'il annonce des hausses de taux à venir et qu'il les reporte (voir encadré sur les « dots »).
- Certains gouverneurs de la Fed considèrent — sans doute à juste titre — qu'un premier resserrement monétaire enverrait un message positif aux marchés, puisqu'il permettrait à la Fed de communiquer sur la fin d'un cycle (de taux « anormalement » bas), sur la soutenabilité de la croissance...
- Enfin, il semble que certains membres du FOMC préféreraient disposer d'une marge de manœuvre, même faible, en cas de nouveau choc adverse majeur.

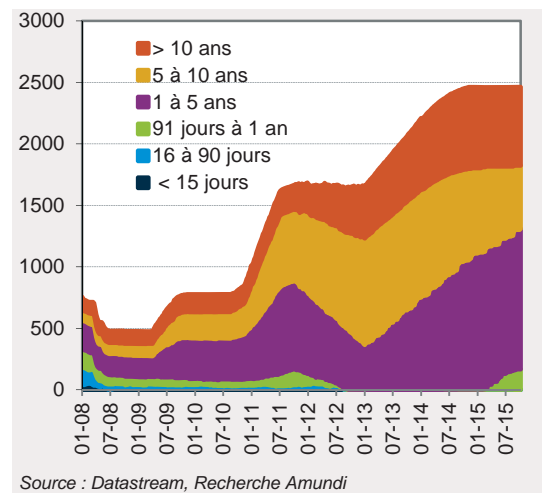
Quid du bilan de la Fed ? Les minutes du FOMC de septembre mentionnent des travaux réalisés par le *staff* de la Fed, selon lesquels la poursuite du réinvestissement des titres devrait donner à la Fed davantage de marge de manœuvre (en termes de taux directeurs) en cas de choc adverse substantiel. Rappelons que pas moins de 232 Mds \$ de titres du Trésor détenus par la Fed



Quel est le principal risque pour la Fed ? Assurément le cours du dollar



1 Répartition par maturité des titres du Trésor détenus par la Fed (Mds\$)



Source : Datastream, Recherche Amundi



arriveront à échéance en 2016. Étant donné les incertitudes sur la croissance mondiale, mais aussi sur les perspectives d'inflation, il faut s'attendre à ce que la Fed continue à réinvestir ses titres arrivant à échéance.

Quid de la politique de la Fed en cas de ralentissement non anticipé de la croissance américaine ? Dans le cas d'un ralentissement prononcé de la croissance américaine, la Fed n'hésitera pas à renoncer à son cycle de resserrement de Fed funds et se lancera dans un nouveau plan d'achat massif d'actifs (QE4).

> Politique monétaire américaine : le piège des « dots »

La communication de la Fed sur les perspectives de taux directeurs à court et moyen terme est extrêmement compliquée et cela restera l'un des grands thèmes de marché en 2016. Les membres du FOMC se sont eux-mêmes piégés en dévoilant des projections de *fed funds* (les fameux « dots ») à partir de janvier 2012. Quelle qu'en soit la raison, les toutes premières projections de Fed funds ont été beaucoup trop élevées, notamment en ce qui concerne les horizons longs, ce qui a empoisonné la vie de la Fed. Depuis 2012, la projection moyenne de *fed funds* de long terme a été abaissée 13 fois ! Elle n'a été relevée qu'une seule fois, en septembre 2014, ce qui d'ailleurs avait eu des effets contre-productifs, puisque cela a déclenché un nouveau mouvement de dépréciation des devises émergentes et donc... d'appréciation du dollar.

Dans le même temps, début 2012, la Fed insistait également sur le fait que la croissance potentielle des États-Unis était désormais bien plus faible qu'avant la Grande Récession. Les projections de croissance proposées par les membres du FOMC ont régulièrement été revues à la baisse, notamment en ce qui concerne les horizons longs. La croissance potentielle des États-Unis ne serait ainsi que de l'ordre de 2 %, si l'on se fie aux travaux de la Fed. En août dernier, les économistes de la Fed avaient publié par inadvertance leurs hypothèses macroéconomiques : pour eux, la croissance potentielle n'est que d'environ 1,7 %.

Le problème qu'ont rencontré les membres du FOMC est que, pour des raisons de « crédibilité », ils n'ont pu modifier de façon drastique leurs projections de *fed funds* de long terme. Dans un document de travail publié récemment (« *Gradualism in monetary policy: a time-consistency problem ?* »), Jeremy Stein, ancien membre du conseil des gouverneurs de la Fed et désormais professeur à Harvard, explique que cela peut aboutir à un sérieux problème de cohérence temporelle, et, in fine, à davantage de volatilité obligataire.

La BoJ va poursuivre ses programmes d'achats d'actifs au-delà de 2016... et la BCE pourrait bien lui emboîter le pas

La zone euro est confrontée à une situation de croissance et d'inflation faibles, dans un contexte de ralentissement tendanciel des économies émergentes. Il faudra encore attendre longtemps avant que ne se matérialisent des pressions inflationnistes sur le marché du travail de la zone euro : le chômage est élevé (en particulier le chômage de long terme est historiquement élevé) et le travail à temps partiel involontaire est, lui, extrêmement élevé en Italie et en Espagne (il représente environ les deux tiers du travail à temps partiel). Selon les prévisions du FMI, le taux de chômage de la zone euro ne rejoindra le NAIRU (la limite du taux de chômage non accélérateur d'inflation) qu'aux alentours de 2018, voire même au-delà... La BCE a par ailleurs conscience que la reprise économique est fragilisée par le ralentissement des économies émergentes : lors de son conseil des gouverneurs de septembre, la BCE a revu à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation 2016 et 2017. En particulier, la BCE prévoit que l'inflation ne sera que de 1,1 % en 2016 et de 1,7 % en 2017. D'après les dernières prévisions du FMI, la zone euro et le Japon conserveront un écart de production (« output gap ») négatif jusqu'en 2020 au moins et l'inflation restera nettement sous la cible d'inflation de la BCE et de la BoJ (respectivement 1,7 % et 1,5 % fin 2020). Autant dire que les pressions à la hausse des taux ne vont pas se faire sentir de sitôt.

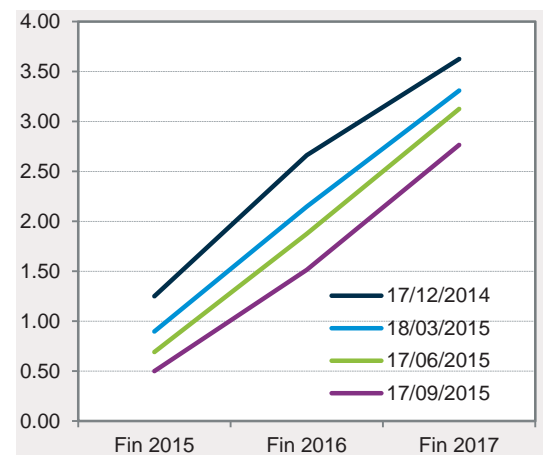
S'agissant de la BCE, la question centrale ne concerne donc pas d'éventuelles hausses de taux, mais plutôt le recours à de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire et/ou d'injections de liquidités — achats



Il faut s'attendre à ce que la Fed continue à réinvestir ses titres arrivant à échéance

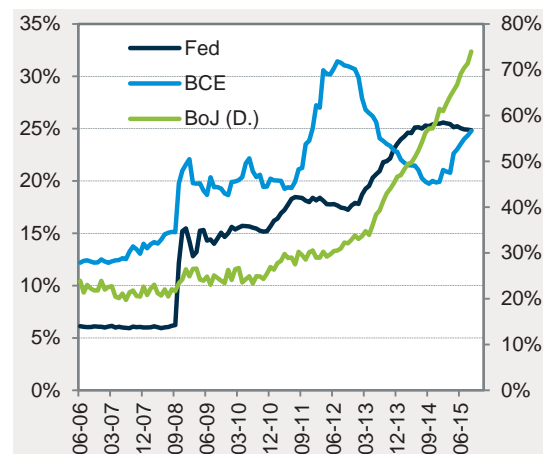


2 Projections moyennes de fed funds des membres du FOMC



Source : Fed, Recherche Amundi

3 Taille du bilan des banques centrales en % du PIB



Source : Datastream, Recherche Amundi

d'actifs. Avec la rechute des anticipations d'inflation à long terme et la reprise de l'appréciation de l'euro en termes effectifs (l'euro est actuellement environ 4 % au-dessus de ses plus bas de l'année 2015), la BCE pourrait être amenée à étendre son programme étendu d'achats d'actifs (« Asset Purchase Programme », APP) au-delà de septembre 2016. La probabilité d'une augmentation du rythme d'achats (au-delà de 60 Mds € par mois) ou d'une réorientation des achats de *covered bonds* vers les obligations souveraines est très élevée, et elle augmentera en cas d'appréciation de l'euro. Le QE de la BCE est arrivé tardivement, en tout cas longtemps après celui du Royaume Uni, des États-Unis ou du Japon, mais il reste quand même un succès. L'observation des canaux de transmission en fait foi :

- **Canal du change :** même si la chute des devises émergentes a provoqué une appréciation effective de l'euro, le QE a bien provoqué un fléchissement de la devise européenne, un atout pour les entreprises et pour les profits ;
- **Canal des taux d'intérêt :** il a permis une stabilisation des taux courts et longs à un très bas niveau ;
- **Canal des spreads :** il a permis une stabilisation des *spreads* de crédit et des *spreads* souverains à de faibles niveaux ;
- **Canal du crédit :** il a permis de renouer avec un assouplissement des conditions de crédit et de créer les conditions pour un repli de la fragmentation financière (entre pays, entre taille des entreprises...) ;
- **Canal de l'inflation :** il a permis une remontée des anticipations d'inflation, qui a néanmoins été interrompue par un facteur externe, le repli du prix de l'ensemble des matières premières ;
- **Canal de la richesse :** hormis l'épisode de l'été qui a impacté l'ensemble des marchés d'actions, marchés immobiliers et marchés boursiers ont contribué à l'amélioration du bilan des ménages ;
- **Canal de la confiance :** il a contribué à l'amélioration des indicateurs de confiance des ménages et des entreprises.

Autrement dit, les vertus du QE ne sont plus à prouver, et la nécessité de poursuivre ce type de programme également. En revanche, il ne faut pas oublier que l'adoption du programme non conventionnel de la BCE avait été dictée par la menace sur la stabilité des prix (l'objectif unique de la BCE) et non par la menace sur la croissance. Au-delà d'une éventuelle reconduction en septembre 2016, il y a également une grande probabilité que le QE soit étendu à d'autres classes d'actifs. Attention toutefois car certains pays (dont l'Allemagne) ne sont pas d'ardents défenseurs du QE : ils le considèrent superflu, contre-productif et potentiellement dangereux. Initialement, le gouvernement allemand ne partageait pas le diagnostic alarmiste de la BCE, estimant quasi nul le risque de spirale déflationniste, et misant sur une reprise économique (chute des cours du pétrole, taux historiquement bas et effet des réformes engagées). Les Allemands redoutaient que cette mesure ne vienne à retirer la pression sur les États de la zone – comme la France et l'Italie – pour mener des réformes structurelles jugées urgentes. Enfin, il y a un aspect culturel : les Allemands craignent autant l'inflation qu'une monnaie faible, i.e. les buts recherchés implicitement (euro) ou explicitement (inflation) par le QE. L'histoire récente a montré que le diagnostic de la BCE était bon, que celui de l'Allemagne n'était pas exact, et que les craintes allemandes sur le QE étaient largement injustifiées. Compte tenu des réticences allemandes notamment sur le QE, il faudra que ces mêmes conditions soient réunies pour qu'un QE2 soit adopté quand le premier programme sera terminé, soit – au plus tard – à partir de septembre 2016.

Vers un taux de dépôt encore plus bas ? Lors du conseil des gouverneurs du 22 octobre, Mario Draghi a laissé entendre que le taux de dépôt, actuellement à – 0,20 %, pourrait encore être abaissé. Il est vrai que les liquidités excédentaires ont fortement augmenté depuis le début du QE de la BCE et tournent actuellement aux alentours de 500 Mds €. Le taux de dépôt pourrait être abaissé à – 0,30 % (voire plus) dans un premier temps, avant d'aller plus loin si les anticipations d'inflation de long terme restent trop basses.

La BoJ, quant à elle, va poursuivre son programme d'achat d'actifs très agressif et le renforcera vraisemblablement, en raison des performances très décevantes de l'économie japonaise.



BCE : la question centrale ne concerne pas d'éventuelles hausses de taux, mais plutôt le recours à de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire et/ou d'injections de liquidités — achats d'actifs



Il ne faut pas oublier que l'adoption du programme non conventionnel de la BCE avait été dictée par la menace sur la stabilité des prix (l'objectif unique de la BCE) et non par la menace sur la croissance



Les Allemands craignent autant l'inflation qu'une monnaie faible, i.e. les buts recherchés implicitement (euro) ou explicitement (inflation) par le QE



> Les taux directeurs de la BCE

La BCE dispose de trois taux d'intérêt : le taux de facilité des dépôts, le taux de refinancement et le taux de prêt marginal.

Le **taux de rémunération des dépôts** ou **taux de la facilité de dépôt**, est le taux directeur (taux au jour le jour) fixé par la BCE auquel sont rémunérés les dépôts que les banques et autres établissements financiers placent auprès de la banque centrale.

- Taux à **-0,20 %** actuellement (depuis le 10 septembre 2014).
- Ce taux pourrait être une nouvelle fois abaissé pour dissuader les banques d'empiler des liquidités. Cela provoquerait une baisse de l'euro à court terme. Cela entraînerait-il une embellie sur le marché du crédit bancaire à moyen terme ? Rien n'est moins sûr.

Le **taux de refinancement** (taux refi) est le taux auquel les banques et autres établissements financiers empruntent auprès de la BCE. Ce taux est un instrument de politique monétaire. Dans l'Eurosystème, il permet via la procédure d'appel d'offres hebdomadaire, d'absorber ou de fournir contre garanties des liquidités aux banques au taux minimum décidé par la BCE.

- Taux à **+0,05 %** actuellement (depuis le 10 septembre 2014).
- Ce taux devrait rester à 0,05 % pour encore 3 ans.

Le **taux de prêt marginal** est l'équivalent pour la BCE du taux d'escompte de la Fed. Il s'agit du taux d'intérêt au jour le jour auquel la BCE prête des liquidités aux banques. C'est le taux le plus élevé, mais à ce taux, les banques obtiennent toutes les liquidités dont elles ont besoin.

- Taux à **+0,30 %** actuellement (depuis le 10 septembre 2014).
- Il n'y a actuellement pas de raison objective de modifier le niveau de ce taux.

Économies émergentes : les divergences vont rester flagrantes

Les politiques monétaires des pays émergents ne seront pas insensibles à la pseudo-normalisation de la politique monétaire américaine ni à l'évolution du renminbi. Cependant, la plupart des banques centrales de ces pays ont des politiques de ciblage d'inflation et c'est bien l'évolution de cette dernière qui pèsera principalement sur leurs décisions. Prévoir l'évolution des pressions baissières et haussières demeure le challenge majeur.

Depuis mi-2014, les pressions déflationnistes ont largement dominé le monde émergent sous l'effet de la forte baisse des prix des matières premières, mais aussi en raison d'un ralentissement de l'activité mondiale et plus particulièrement de la Chine. Ces pressions baissières ont offert des marges de manœuvre à quelques banques centrales pour normaliser leur politique monétaire (Turquie) voire même relâcher leur politique de taux (Inde et Indonésie). En revanche, pour les pays à faible inflation qui ont de surcroît des taux d'intérêt relativement bas tels que ceux d'Europe centrale (Pologne, Roumanie, Hongrie et dans une moindre mesure la République Tchèque) ou certains pays d'Asie émergente (Thaïlande, Taiwan, Corée du Sud), cette tendance désinflationniste est plus problématique. En effet, dans un tel contexte, la politique monétaire dispose de peu de marge de manœuvre pour relancer l'activité si besoin.

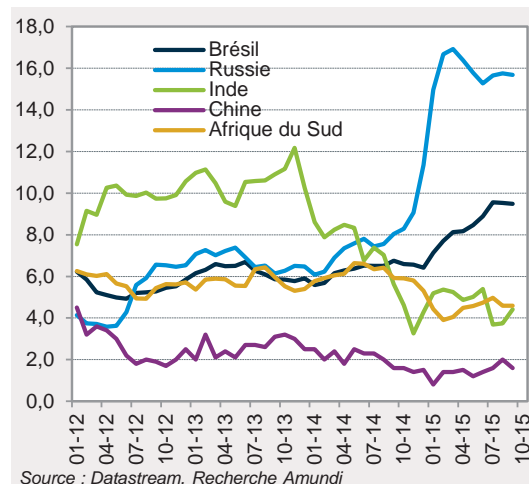
Même si dans le monde émergent pris dans son intégralité, la tendance est désinflationniste, il n'en demeure pas moins que dans la plupart des pays exportateurs nets de matières premières, c'est le biais inverse qui a été observé. En effet, en fonction de leurs fondements macroéconomiques, les monnaies de ces pays ont été plus ou moins mises sous pression par les marchés. C'est le cas pour la plupart des pays d'Amérique Latine, de la Russie, de l'Afrique du Sud, de la Malaisie et de l'Indonésie qui ont encore enregistré des dépréciations de plus de 10 % au cours des six derniers mois. Les cas du Brésil et de la Russie sont extrêmes et la dépréciation de leur devise s'explique également par des facteurs géopolitiques et politiques. Dans tous les cas, les effets haussiers de la dépréciation de ces devises sur l'inflation ont généralement dépassé les effets baissiers de la chute des cours des matières premières, de sorte que pour la majorité de ces pays, l'inflation dépasse



Une baisse du taux de dépôt entraînerait-elle une embellie sur le marché du crédit bancaire à moyen terme ? Rien n'est moins sûr



4 Inflation courante des BRICS



Même si dans le monde émergent, la tendance est désinflationniste, c'est le biais inverse qui a été observé dans la plupart des pays exportateurs nets de matières premières



aujourd'hui les cibles fixées par ces pays. Certains pays ont pu maintenir leur taux directeur inchangé (Malaisie), d'autres ont entamé très tôt un cycle de resserrement drastique (Brésil, Russie). L'Afrique du Sud a également pris le pas et plus récemment, les banques centrales péruvienne et chilienne ont augmenté leur taux, d'intérêt, tandis que celle de la Colombie pourrait être la prochaine.

On a donc d'un côté des facteurs qui ont poussé les prix à la baisse et de l'autre des facteurs de hausse. La question est donc de savoir si dans un environnement où la croissance mondiale se stabilise, ces facteurs vont continuer de jouer et si leurs effets vont se compenser.

Dans les six prochains mois les effets désinflationnistes de la baisse des prix des matières premières devraient s'atténuer si l'on considère une hypothèse de stabilisation des prix à leurs niveaux actuels. En revanche, les effets inflationnistes liés à la dépréciation des changes devraient continuer de peser dans la mesure où ces effets jouent avec un certain retard et que l'on observe encore des mouvements baissiers sur certaines devises émergentes. En outre, dans certaines régions comme en Amérique Latine (effet d'El Niño), on observe une nouvelle hausse des prix des produits alimentaires.

Si les pressions désinflationnistes diminuent et que les perspectives de forte hausse de croissance sont limitées, **les pays d'Europe centrale qui ont rappelons-le des taux directeurs déjà extrêmement bas devraient maintenir leur taux inchangé ou les réduire marginalement pour soutenir la croissance qui fléchit.**

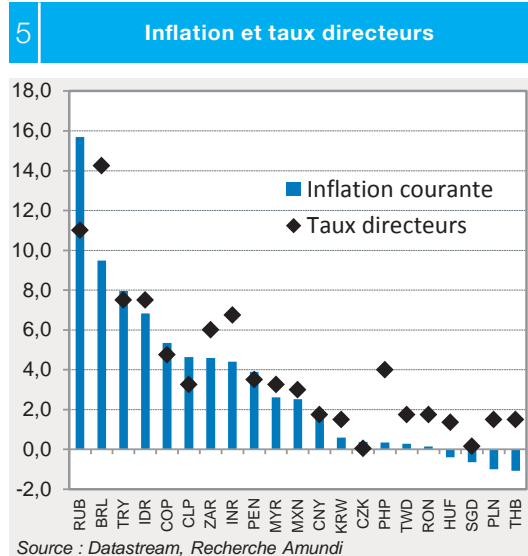
En Turquie, la crise politique complique la donne. Si la croissance s'est maintenue, les risques à la baisse sont de plus en plus importants. La banque centrale turque aurait dû normalement durcir sa politique monétaire puisque l'inflation courante est supérieure à la cible de 5 % alors même que la Turquie a bénéficié de la baisse des cours des matières premières. **Si la pression exercée sur la livre turque n'augmente pas, la banque centrale pourrait rester accommodante.**

En Russie et pourquoi pas au Brésil, **la contraction marquée de l'activité devrait contribuer à faire baisser l'inflation** qui a fortement dérapé depuis la mi-2014. **La Russie pourrait donc poursuivre la voie déjà engagée de la baisse de taux.** En revanche, **au Brésil, eu égard à la crise politique qui sévit, il est probable que la banque centrale attende la mi-2016 pour modifier sa politique monétaire.** Dans les autres pays exportateurs nets (Afrique du Sud, Chili, Colombie, Pérou), les pressions haussières vont continuer de peser sur l'inflation. Toutefois, **les banques centrales devront trouver un juste équilibre entre maîtrise de l'inflation et soutien de l'activité. Aussi, même si ces pays adoptent des politiques monétaires plus restrictives, il y a fort à penser que le resserrement soit d'ampleur limitée.**

La Banque centrale chinoise conservera une tendance à l'assouplissement monétaire. Depuis plusieurs années, le gouvernement chinois lutte contre le ralentissement de la croissance économique. Pour éviter un atterrissage en catastrophe, la politique budgétaire et la politique fiscale ont été assouplies. La Banque centrale a fait de même. Voici les principales mesures adoptées en 2015, entre janvier 2015 et fin octobre 2015 :

- Elle a abaissé le taux de réserves des banques 4 fois, pour le porter à 17,5 % ;
- Elle a réduit le taux de prêt à 1 an à 5 reprises. Il est désormais à 4,35 % ;
- Elle a porté le taux de dépôt 1 an à 1,5 % (baisse de 125pb en 5 fois) ;
- Elle a aussi laissé le yuan se déprécier de 4 % vers la mi-août.

Pour les deux années à venir, le cap sera conservé, et la PBoC devrait encore réduire ses taux d'intérêt (200pb pour le taux de prêt à 1 an et 100pb pour le taux de dépôt à 1 an), ainsi que le taux de réserves des banques (sans doute entre 250 et 500 pb). Nous n'anticipons pas de brutale dévaluation du yuan, mais il est probable que cette éventualité hante régulièrement les marchés financiers en 2016.



“ Les pays d'Europe centrale devraient maintenir leur taux inchangé ou les réduire marginalement pour soutenir la croissance qui fléchit ”

“ La Russie et la Chine devraient poursuivre la voie déjà engagée de la baisse de taux. Pour le Brésil, il faudra encore attendre un peu ”



Prévisions de taux directeurs

	Fin 2012	Fin 2013	Fin 2014	09/11/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25	0.50	0,85	0,75	1,25
Zone euro	0,75	0,25	0,05	0,05	0.05	0,05	0.05	0,05
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	0.10	0,10	0.10	0,10
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50	0,50	0.50	0,75	0.75	1,10
Canada	1,00	1,00	1,00	0,50	0.50	0,45	0.25	0,60
Australie	3,00	2,50	2,50	2,00	2.00	1,80	2.00	1,90
Suède	1,00	0,75	0,00	-0,35	-0.35	-0,40	-0.35	-0,25
Norvège	1,50	1,50	1,25	0,75	0.50	0,50	0.50	0,50
Suisse	0,01	0,02	-0,06	-0,74	-0.75	-0,75	-0.75	-0,70
Chine	6,00	6,00	5,60	4,35	3.85	4,20	3.35	4,20
Inde	8,00	7,75	8,00	6,75	6.25	6,65	5.75	6,55
Brésil	7,25	10,00	11,75	14,25	14.25	14,15	13.50	12,90
Mexique	4,50	3,50	3,00	3,00	3.50	3,75	3.75	4,10
Russie	5,50	5,50	17,00	11,00	10.50	8,95	9,75	7,85
Turquie	5,50	4,50	8,25	7,50	8.00	8,90	8.50	9,60
Afrique du Sud	5,00	5,00	5,75	6,00	6.50	6,55	7.00	6,90

Conclusion

C'est bien peu de dire que nous n'entrons pas encore dans une période de resserrements monétaires. Les conditions économiques et financières mondiales, pas plus que celles de très nombreux pays ne vont dans ce sens. Deux pays néanmoins vont rester au centre des préoccupations :

- La Fed, qui a une forte volonté d'envoyer un message de confiance en l'économie passant par une première hausse des taux, ne pourra sans doute pas resserrer sa politique monétaire à de nombreuses reprises comme elle avait pu le faire lors de ses cycles monétaires précédents. D'ailleurs, la simple observation de son comité de politique monétaire (FOMC) montre la modération de ses membres (voir encadré ci-après) ;
- La Banque Centrale de Chine, qui par des baisses de taux notamment, rassurera les marchés dans sa volonté de relancer l'activité économique sans actionner le levier de la politique de change.

Tout cela va certes favoriser une plus grande incertitude et une plus forte volatilité sur les marchés de taux, mais dans un environnement qui restera un environnement de taux bas. Quant à la BCE ou la BoJ, il est impossible d'anticiper de quelconques hausses de taux à un horizon prévisible, et une accélération probable (Japon) et possible (BCE) des programmes de QE doit même être envisagée.



Nous n'entrons pas encore dans une période de resserrements monétaires



Miser sur une accélération probable (Japon) et possible (BCE) des programmes de QE



> Fed : composition du FOMC

Quels sont les membres votants actuels, et sont-ils *dovish* – *hawkish* ?

- Janet YELLEN, Présidente, Conseil des gouverneurs (*très dovish*)
- William C. DUDLEY, FRB New York, Vice-président, (*très dovish*)
- Lael BRAINARD, Conseil des gouverneurs, (*plutôt dovish*)
- Charles L. EVANS, FRB Chicago (*très dovish*)
- Stanley FISHER, Conseil des gouverneurs (*ni dovish, ni hawkish*)
- Jeffrey LACKER, FRB Richmond (*hawkish*)
- Dennis P. LOCKHART, FRB Atlanta (*plutôt dovish*)
- Jerome H. POWELL, Conseil des gouverneurs (*ni dovish, ni hawkish*)
- Daniel K. TARULLO, Conseil des gouverneurs (*plutôt dovish*)
- John C. WILLIAMS, FRB San Francisco (*plutôt dovish*)

Qui sont les membres non votants actuels ?

- James BULLARD, FRB St. Louis (*plutôt hawkish*)
- Esther L. George, FRB Kansas City (*hawkish*)
- Loretta J. MESTER, FRB Cleveland (*plutôt hawkish*)
- Eric ROSENGREN, FRB Boston (*très dovish*)
- Michael STRINE, First Vice President, FRB New York (*présence technique au FOMC*)

Qui n'est pas membre actuellement ?

- Richard W. FISHER, FRB Dallas, (*très hawkish*)
- Patrick T. HARKER, FRB Philadelphie (*ni hawkish, ni dovish*)
- Narayana KOCHERLAKOTA, FRB Minneapolis (*ancien hawkish, plutôt dovish*)

FOMC : qui seront les membres (votants et non votants) en 2016, 2017 et 2018 ?

	2016	2017	2018
Membres votants	New York	New York	New York
	Cleveland	Chicago	Cleveland
	Boston	Philadelphie	Richmond
	St. Louis	Dallas	Atlanta
	Kansas City	Minneapolis	San Francisco
Membres non votants	New York	New York	New York
	Chicago	Cleveland	Chicago
	Philadelphie	Richmond	Boston
	Dallas	Atlanta	St. Louis
	Minneapolis	San Francisco	Kansas City



Marchés obligataires en 2016 et au-delà

4 Un environnement de taux bas... mais désormais avec une plus grande volatilité

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

Pour le marché obligataire, l'année 2015 aura été marquée par la décision historique de la BCE de se lancer dans un programme d'achats d'actifs massif (APP, « Expanded Asset Purchase Programme »).

Annoncé en janvier et implémenté à partir de mars, le « QE » de la BCE a permis un redressement temporaire des anticipations d'inflation de long terme, tout en exerçant une forte pression à la baisse des taux nominaux. Un repricing des taux européens s'est effectué en mai et en juin, après une très légère remontée de l'inflation (et en particulier de l'inflation sous-jacente) et des prévisions macroéconomiques de la BCE nettement trop optimistes. Cela n'a toutefois pas amorcé une nouvelle tendance puisque les taux longs européens sont ensuite repartis à la baisse.

Aux États-Unis, les rendements obligataires ont connu une année en deux temps, avec une légère montée jusqu'à l'été puis un retour légèrement en deçà des niveaux de début d'année. Globalement, le report répété de la première hausse de *fed funds* et l'anticipation de taux directeurs restant faibles pour longtemps a pesé sur les taux américains.

Enfin, il faut également souligner que les points morts d'inflation ont fortement faibli dans les pays développés à partir de l'été.

Les taux américains ont encore du potentiel à la baisse, mais dans un environnement de plus forte volatilité

Nous anticipons que le cycle de resserrement des *fed funds* sera extrêmement graduel et modéré, en tout cas bien plus modéré que lors des cycles précédents. La Fed pourrait bien ne relever ses taux que de 50pb (en deux fois) d'ici la fin 2016. Au fil de l'année 2015, les marchés sont devenus de plus en plus sceptiques au sujet des projections de *fed funds* (les « dots ») fournies par les membres du FOMC (voir texte n° 3). Cela pose d'ailleurs un réel problème à la Fed qui, comme toute banque centrale depuis les années 2000, a tendance à considérer qu'une politique monétaire a des chances d'être efficace uniquement si elle est correctement anticipée. Notons toutefois qu'un **mini-cycle de resserrement des fed funds n'est pas cohérent avec des taux longs américains qui remonteraient en 2016**. Nous estimons que les taux longs pourraient même baisser quelque peu, une surréaction temporaire après la première hausse de taux n'étant évidemment pas à exclure. La hausse des taux longs sera limitée par les flux entrants sur le marché et par le réinvestissement des titres du Trésor détenus par la Fed arrivant à maturité (232 Mds \$ sur 2016), dans un contexte de baisse des émissions nettes de titres longs.

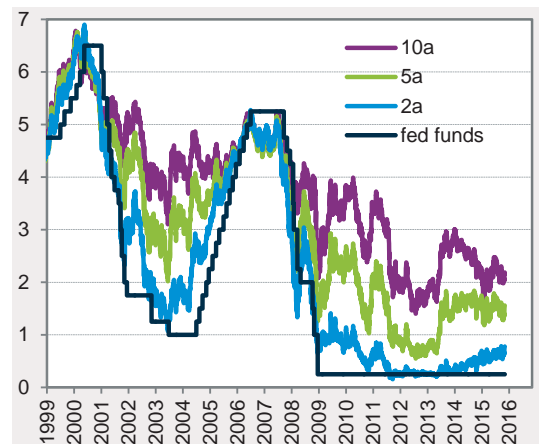
Il convient également de rappeler que **les hausses de taux courts de la Fed ne sont pas forcément synonymes de hausses des taux longs**. Le dernier cycle de resserrement monétaire en fournit un excellent exemple. Ainsi, entre 2004 et 2006, la Fed a relevé son objectif des *fed funds* de 25 pb à chaque FOMC (et il y en a eu pas moins de 17!), soit une hausse de 200 pb par an pendant 2 ans. Dans le même temps, les taux 10 ans américains ont oscillé entre 4 % et 5 %. Certes, nous ne minimisons pas l'impact sur les taux longs (une hausse de 100 pb sur des taux longs fait des dégâts sur des portefeuilles obligataires, mais le graphique ci-contre permet néanmoins de relativiser les craintes, et ce d'autant plus que le cycle à venir n'a aucune chance de ressembler à celui de 2004-2006. En revanche, autant le cycle de resserrement précédent était clair et « facile » à anticiper (un FOMC = une hausse des taux de 25pb), autant le cycle à venir sera plus difficile à appréhender, ce qui signifie que **le cycle de hausses des taux à venir porte en lui les germes d'une plus grande volatilité obligataire**. C'est sans doute là le plus grand danger.

L'essentiel

Les éléments marquants de 2015 auront été d'une part le statu quo de la Fed et d'autre part l'adoption par la BCE d'un programme de *quantitative easing*. Ajoutés à la mini-crise de l'été, ces deux éléments ont joué un rôle majeur dans le maintien de taux bas.

L'évolution des taux longs européens est forcément intimement liée à cinq facteurs: i) l'évolution des taux courts européens, ii) l'évolution des taux longs américains, iii) la durée et l'ampleur du programme de *quantitative easing* de la BCE, iv) les politiques d'émission et les montants à émettre des pays souverains et enfin v) la liquidité de marché. Une politique monétaire trop agressive ou mal comprise, le débat sur le QE de la BCE sont autant de facteurs susceptibles de pousser les taux longs européens à la hausse. Le QE de la BCE, la capacité de décorrélation avec le marché américain, les taux courts européens, l'absence d'inflation, l'état du marché de l'emploi, l'amélioration des finances publiques et le repli des émissions nettes devraient contenir les taux longs à un bas niveau pour – au moins – les deux années à venir. Attention cependant: la politique monétaire américaine, le débat sur le QE2 de la BCE, la liquidité de marché vont accroître la volatilité sur l'obligataire européen.

1 Fed funds et rendements obligataires américains



Source : Datastream, Recherche Amundi

Dans le cadre d'un mini-cycle de hausse du taux des *fed funds*, le segment 2 ans – 5 ans devrait s'aplatir. Par ailleurs, aux États-Unis, les points morts d'inflation paraissent excessivement bas, à environ 1,55 % sur le 10 ans... et semblent offrir des points d'entrée intéressants.

Des taux européens durablement sous l'influence du QE de la BCE

L'évolution des taux longs européens est forcément intimement liée à cinq facteurs :

- L'évolution des taux courts européens ;
- L'évolution des taux longs américains ;
- La durée et l'ampleur du programme de *quantitative easing* de la BCE ;
- Les politiques d'émission et les montants à émettre des pays souverains ;
- La liquidité de marché.

Taux courts européens : une influence forte, mais aucun danger en 2016

La politique monétaire est le premier facteur d'influence sur les taux longs, mais nous avons vu, dans une précédente section (politiques monétaires), que la BCE allait conserver une politique monétaire accommodante pendant encore de nombreuses années : la croissance faible, la maîtrise des salaires, les pressions désinflationnistes (voire même déflationnistes)... tout cela justifie un statu quo sur les taux pour les 3 ans à venir... au moins. Il n'y a d'ailleurs aucune velléité au sein de la BCE de relever les taux directeurs. Les marchés monétaires ne s'y trompent pas, et la courbe des Euribor reste globalement plate sur les années à venir. Il est bien difficile, dans le contexte actuel, de s'opposer à une telle réalité.

Taux longs américains : une influence déclinante, modérément dangereuse en 2016, car ils généreront de la volatilité

Ainsi que le montre le graphique ci-contre, la relation entre marchés obligataires américains et européens est moins importante qu'elle ne le fut : les divergences économiques, et les divergences de politiques monétaires en sont les principales raisons. À cela vient naturellement s'ajouter le caractère protecteur du QE de la BCE. Cette absence de relation est assez nouvelle, mais il est raisonnable de miser sur le maintien de cette réalité pour l'année en venir. Attention toutefois, il ne s'agit que d'une « insularité partielle » : nul doute que la volatilité engendrée par la politique monétaire de la Fed se diffusera également sur les marchés de taux internationaux, Europe comprise.

Durée et ampleur du QE : tout repose sur la durée et la perspective – ou non – d'un QE2... même si les émissions nettes sont en retrait

Il est assuré que la question de la poursuite du QE va se poser en 2016, et ce pour trois raisons au moins :

- Le programme actuel sera terminé au plus tard en septembre 2016, et il y a fort à parier que rumeurs et analyses sur un QE2 ne tarderont pas à revenir sur le devant de la scène ;
- Le programme actuel a indubitablement eu du succès (voir sur ce point la section « politiques monétaires ») ;
- Une reconduction du QE est loin d'être acquise, tant au niveau des conditions (y a-t-il encore une réelle menace sur la stabilité des prix ?) que de la volonté politique (une partie des décideurs allemands n'a jamais caché son hostilité à de tels programmes).

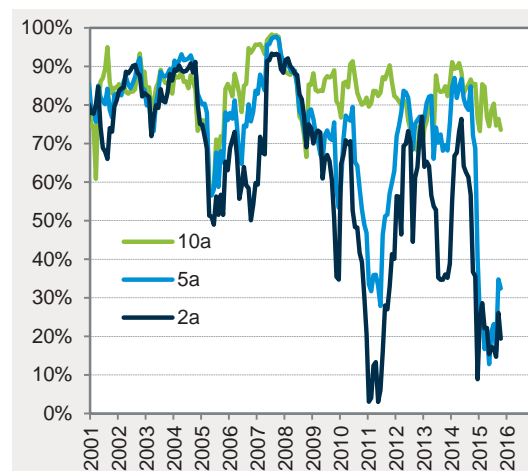
Le QE a permis le maintien des taux longs à un bas niveau et le repli des *spreads* souverains. À l'heure où nous écrivons, la BCE a accompli à peine 44 % de son programme, les 56 % encore à réaliser permettent de miser sur le maintien de taux du cœur de la zone et de *spreads* souverains bas. Il est toutefois certain que la fin du programme de QE, ou pire encore, des débats houleux sur l'adoption d'un QE2 couplés à une politique monétaire américaine mal comprise par les marchés représentent indubitablement le cocktail le plus explosif pour les taux longs, américains et européens.



Le cycle de hausses des taux à venir porte en lui les germes d'une plus grande volatilité obligataire. C'est sans doute là le plus grand danger



2 Corrélation entre la variation mensuelle des taux allemands et américains (12 m.)



Source : Datastream. Recherche Amundi



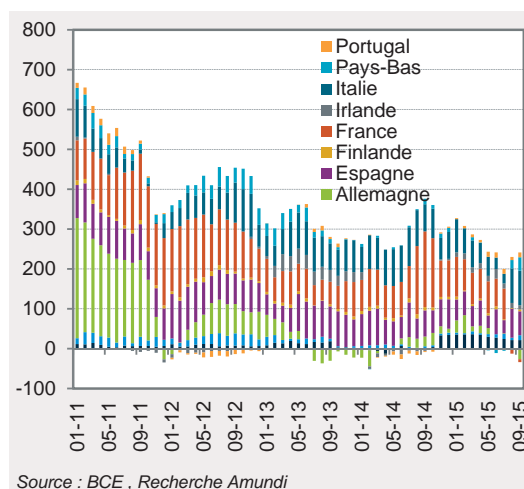
Nul doute que la volatilité engendrée par la politique monétaire de la Fed se diffusera également sur les marchés de taux internationaux, Europe comprise



Autrement dit, la poursuite du QE de la BCE et son extension au-delà de septembre 2016 vont continuer à peser lourdement sur les taux longs européens.

L'enjeu est de taille : depuis début mars 2015, l'Eurosystème a acheté en moyenne 49 Mds € d'obligations souveraines par mois (dont un peu plus de 11 Mds € d'obligations allemandes) dans le cadre du PSPP (Public sector purchase programme). Alors que les émissions nettes de titres souverains zone euro sont en forte baisse (un peu plus de 135 Mds € sur les 12 mois allant d'octobre 2014 à septembre 2015) et vont continuer à baisser avec la baisse des déficits publics, l'Eurosystème en achètera pour environ 440 Mds € en 2016 à QE inchangé (elle en achètera 590 Mds € si la fin du QE est bien repoussée en 2017, avec un rythme inchangé). **La dette publique allemande continuant à baisser, la lutte pour trouver du papier souverain allemand sera exacerbée.** Les titres français, et dans une moindre mesure les titres italiens et espagnols, bénéficient de ce phénomène par des effets de substitution. Alors que la dette publique allemande est en contraction et que celle de la France, de l'Italie et de l'Espagne progresse encore, **le spread souverain entre l'Allemagne et ces pays devrait rester sous sa valeur d'équilibre encore pour un certain temps, ce qui plaide pour la poursuite des opérations de portage.** Enfin, comme le mentionnait la BRI dans son rapport trimestriel de septembre 2015 (« *Volatility and evaporating liquidity during the bund tantrum* »), la plus faible liquidité de marché pour les titres souverains zone euro est de nature à favoriser des mouvements de taux soudains et de forte ampleur.

3 Émissions nettes de titres de dette souveraine (Mds €, somme sur 12 mois glissants)



	QE inchangé			QE étendu au-delà de la fin 2016		QE étendu au-delà de la fin 2016 et rythme d'achats de 80 Mds € par mois	
	(en Mds €)	Émissions nettes 2016	Achats BCE 2016	Émissions nettes 2016 après achats BCE	Achats BCE 2016	Émissions nettes 2016 après achats BCE	Achats BCE 2016
Allemagne	5	103	-98	137	-132	183	-178
France	70	81	-11	109	-39	145	-75
Italie	56	70	-14	94	-38	125	-69
Espagne	38	50	-12	67	-29	90	-52
Pays-Bas	17	23	-6	31	-14	41	-24
Belgique	12	14	-2	19	-7	25	-13
Autriche	7	11	-4	15	-8	20	-13
Irlande	6	7	-1	9	-3	12	-6
Portugal	13	10	3	13	0	18	-5
Finlande	6	7	-1	10	-4	13	-7

Liquidité et volatilité : une influence encore plus grande en 2016

Il faut absolument éviter deux écueils : confondre liquidité globale et liquidité de marché, et assimiler forte liquidité et faible volatilité.

- **Ne pas confondre liquidité globale et liquidité de marché** : grâce à la politique de taux bas et aux QE de la BCE et de la BoJ, la liquidité globale reste importante... alors que la liquidité de marché se contracte : fortes contraintes réglementaires, plus faibles stocks détenus par les banques et autres pourvoyeurs de liquidités, logique d'investissement (recherche de *spreads* et de rendement) sans doute trop largement partagée...
- **Ne pas se laisser prendre au piège de la volatilité** : La relation entre liquidité et volatilité est complexe parce qu'elle est instable. Autant les banques centrales ont été à l'origine de l'écrasement de la volatilité en injectant des montants massifs de liquidité (elles ont en effet atténué l'aversion au risque, rassuré sur des éléments d'inquiétude, les actifs toxiques, puis la santé des banques, l'accès à la liquidité, et enfin les dettes souveraines)... autant le maintien de la politique de taux très bas est désormais générateur de volatilité. Cette politique a entretenu des mouvements excessifs de flux de capitaux (recherche de *spreads*, recherche de rendements), des excès régulièrement corrigés avec violence : les matières premières lors du QE2,

“ Les *spreads* souverains contre Allemagne devraient rester sous leur valeur d'équilibre encore pour un certain temps, ce qui plaide pour la poursuite des opérations de portage ”

“ La plus faible liquidité de marché pour les titres souverains zone euro est de nature à favoriser des mouvements de taux soudains et de forte ampleur ”

les marchés émergents lors de la fin du QE américain... et plus récemment durant les craintes de relèvement des *fed funds*... Nous avons également insisté sur le fait que le retrait de ces politiques d'abondance de liquidités revêt de grands dangers pour certains segments des marchés financiers. Autrement dit, quoi que fassent les banques centrales, la suspicion de vivre désormais dans un environnement de plus forte volatilité est forte.

Pour conclure

- **Ce qui pourrait faire remonter les taux longs européens** : une politique monétaire trop agressive ou mal comprise, le débat sur le QE de la BCE.
- **Ce qui va maintenir les taux longs bas** : le QE de la BCE, la capacité de décorrélation avec le marché américain, les taux courts européens, l'absence d'inflation, l'état du marché de l'emploi, l'amélioration des finances publiques et le repli des émissions nettes. Tout cela devrait contenir les taux longs à un bas niveau pour – au moins – les deux années à venir.
- **Ce qui va accroître la volatilité sur l'obligataire européen** : la politique monétaire américaine, le débat sur le QE2 de la BCE, la liquidité de marché.

Japon : une courbe de taux plus que jamais sous contrôle de la BoJ

Avec la poursuite voire l'accélération du QQE (*Qualitative and Quantitative Easing*) de la BoJ, **la courbe des taux japonaise va rester largement sous le contrôle des autorités monétaires**. Ce marché est de plus en plus domestique et de plus en plus administré, voire même sous tutelle. Lorsque le ministre des finances demande aux fonds de pensions publics de soutenir l'économie japonaise et le marché des actions, il veille bien à ce que la BoJ réceptionne les obligations souveraines vendues. Peut-on encore parler de « marché » ? La BoJ ne relâchera vraisemblablement pas son QQE avant d'avoir délesté les banques du risque de taux inhérent aux JGB. Une remontée des taux longs japonais induirait sans aucun doute une crise bancaire majeure, qui toucherait également le secteur des assurances, autre gros détenteur de JGB. Elle conservera donc une politique très accommodante pendant plusieurs années. À noter que, au T2 2015, la détention de JGB par la BoJ a dépassé celle des banques japonaises : la BoJ est ainsi devenue le premier détenteur des titres souverains japonais. **Les taux des JGB resteront au niveau actuel en 2016... et bien au-delà.**

Conclusion

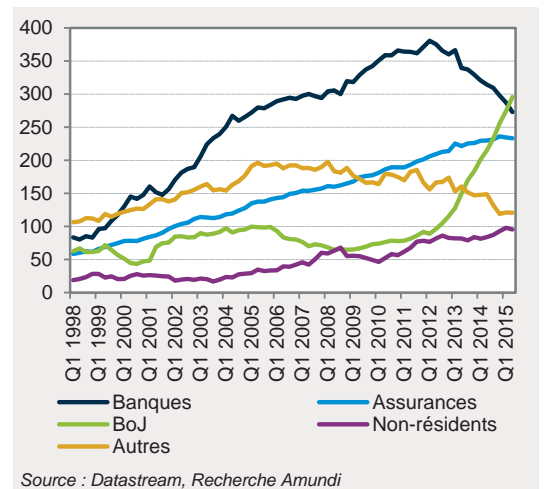
Le QE de la BCE, la capacité de décorrélation avec le marché américain, les taux courts européens, l'absence d'inflation, l'état du marché de l'emploi, l'amélioration des finances publiques et le repli des émissions nettes devraient contenir les taux longs à un bas niveau pour – au moins – les deux années à venir. Attention cependant : la politique monétaire américaine, le débat sur le QE2 de la BCE, la liquidité de marché vont accroître la volatilité sur l'obligataire européen.



Éviter deux écueils : confondre liquidité globale et liquidité de marché, et assimiler forte liquidité et faible volatilité



4 Détenions de JGBs (en trillion ¥)



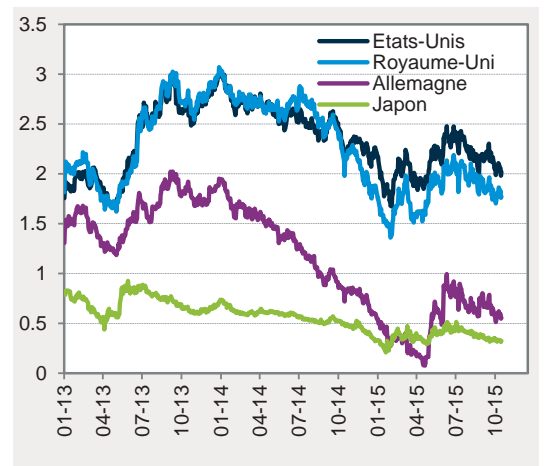
Source : Datastream, Recherche Amundi



Le marché des JGB de plus en plus domestique, de plus en plus administré, de plus en plus sous tutelle



5 Taux nominaux souverains 10 ans



Source : Datastream, Recherche Amundi



Taux 2 ans

	Fin 2012	Fin 2013	Fin 2014	09/11/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Forward + 6m	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016	Forward + 12m
États-Unis	0,24	0,36	0,63	0,89	0,80/1,00	1,37	1,28	1,00/1,20	1,70	1,68
Allemagne	-0,01	0,20	-0,08	-0,31	-0,40/-0,20	0,09	-0,27	-0,40/-0,20	0,20	-0,21
Japon	0,10	0,10	-0,03	0,00	0,00/0,20	0,03	0,01	0,00/0,20	0,06	0,02
Royaume-Uni	0,34	0,57	0,51	0,74	0,60/0,80	1,28	0,98	0,80/1,00	1,68	1,25

Taux 10 ans

	Fin 2012	Fin 2013	Fin 2014	09/11/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Forward + 6m	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016	Forward + 12m
États-Unis	1,75	3,01	2,18	2,36	2,20/2,40	2,59	2,51	1,80/2,00	2,82	2,63
Allemagne	1,30	1,94	0,54	0,68	0,40/0,60	0,89	0,77	0,40/0,60	1,14	0,86
Japon	0,79	0,74	0,33	0,34	0,20/0,40	0,46	0,38	0,20/0,40	0,66	0,45
Royaume-Uni	1,82	3,03	1,76	2,07	1,80/2,00	2,35	2,20	1,80/2,00	2,58	2,33

Écart de taux 10 ans

	Fin 2012	Fin 2013	Fin 2014	09/11/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Forward + 6m	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016	Forward + 12m
France	69	63	30	28	30	29	39	30	19	41
Italie	320	215	134	107	100	118	115	100	119	120
Espagne	396	220	107	115	100	122	125	100	135	132
Pays-Bas	20	29	29	16	15	/	16	15	/	20
Autriche	44	34	34	27	25	/	27	25	/	31
Finlande	21	21	21	18	15	/	26	15	/	29
Belgique	75	62	62	29	25	/	30	25	/	37
Irlande	330	150	150	40	40	/	60	40	/	70
Portugal	539	425	425	200	200	/	229	200	/	264

Marché des changes en 2016 et au-delà

5 À la recherche de points d'entrée pour les devises émergentes et les devises matières premières

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

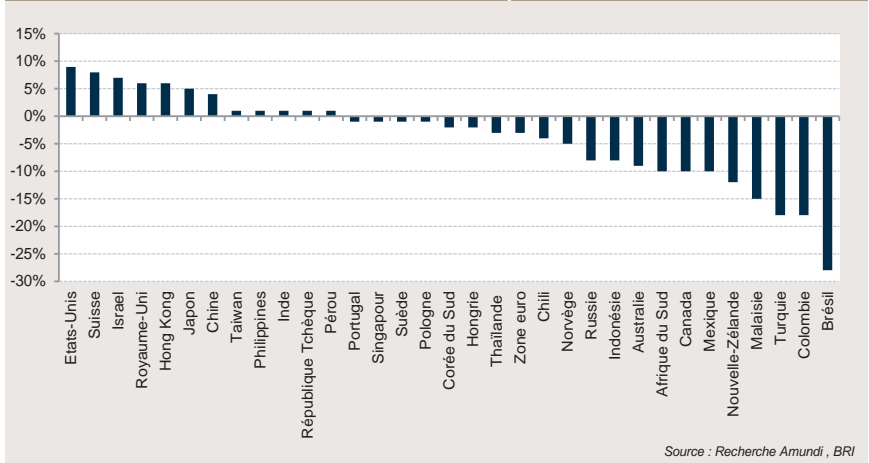
En 2015, les tendances lourdes du marché des changes ont une nouvelle fois été initiées par les autorités monétaires, et quatre événements particulièrement importants sont à mentionner :

- En premier lieu, la décision historique de la BCE, en janvier, de se lancer dans un programme d'achats d'actifs massif (APP, « Expanded Asset Purchase Programme »), alors même que la BoE et la Fed avaient mis fin à leurs propres programmes ;
- Ensuite, la décision de la BNS d'abandonner son seuil plancher sur la parité EUR/CHF, un geste qui a entraîné une très forte volatilité sur le marché et qui a démontré, si besoin était, la difficulté à sortir d'un programme de contrôle du cours de change ;
- La décision en août des autorités chinoises de dévaluer (de quelques % seulement !) le renminbi face au dollar. Ce geste, symbolique par le montant, a fait craindre la proximité d'un geste de plus grande ampleur (une forte dépréciation du yuan), une façon implicite de reconnaître l'inefficacité de la politique économique menée jusque-là ;
- Enfin, la divergence annoncée de politique monétaire entre la Fed d'une part et la plupart des banques centrales des pays développées d'autre part.

Hormis ces facteurs liés aux orientations des politiques des banques centrales (politiques de taux d'intérêt et politique de change), la poursuite du ralentissement économique des pays émergents et en particulier de la Chine a par ailleurs, continué de peser sur les prix des matières premières et en conséquence sur les devises « matières premières » (BRL, COP, MYR, NZD, MXN, CAD, ZAR, AUD), un impact d'autant plus fort que les pays avaient des déficits courants élevés et une dette extérieure importante.

Au final, **le dollar est la devise qui a connu la plus forte appréciation en 2015, tandis que celle du real a été la plus faible, le Brésil souffrant à la fois d'une forte baisse du prix des matières premières (qui a amené le pays dans une assez forte récession) et d'une grave crise politique.**

Évolution du taux de change nominal effectif entre décembre 2014 et septembre 2015



Le dollar a encore une légère marge de progression en 2016

L'appréciation du dollar sur les derniers trimestres s'explique en grande partie par la divergence de politique monétaire mais aussi par l'affaiblissement des perspectives

L'essentiel

La Chine et la Fed vont très certainement déterminer les grandes tendances des devises pour les deux années à venir. Depuis 3 ans déjà, les devises émergentes fléchissent, emportées tour à tour par la fin du programme de Quantitative Easing américain, le ralentissement de la croissance économique de la Chine, la chute du prix des matières premières et les craintes de resserrement monétaire aux États-Unis.

À la baisse des réserves de change (Russie) et la dégradation des comptes courants et soldes budgétaires (très marquée s'agissant des pays producteurs de matières premières) viennent parfois s'ajouter des situations politiques compliquées (Brésil, Turquie). Au total, de très nombreuses devises (les devises émergentes et les devises matières premières) sont sous-évaluées, parfois de façon excessive. Leur sort va dépendre de l'ampleur du resserrement monétaire de la Fed et de la vigueur de la croissance chinoise. Le yen est également sous-évalué, et même si le programme non conventionnel de politique monétaire va se poursuivre et que la croissance économique reste faible, le potentiel de baisse de la devise désormais est faible. Quant à l'euro, le programme de QE de la BCE (qui pourrait être élargi voire même prolongé) et la politique durable de taux d'intérêt faibles vont le maintenir faible tandis que les excédents courants lui apportent un soutien favorable. Au total, il devrait rester globalement stable contre dollar.

“ Le dollar est la devise qui a connu la plus forte appréciation en 2015 ”



de croissance dans les pays émergents. En effet, ce cycle d'appréciation du dollar se distingue des précédents car la contribution des devises émergentes à l'appréciation effective du dollar y est relativement beaucoup plus forte (elles y contribuent à plus de la moitié) que lors des cycles précédents. **La hausse des fed funds en 2016 donnera un regain de vigueur au dollar, qui pourrait connaître son pic vers le deuxième ou troisième trimestre**, lorsqu'il deviendra clair que la Fed ne pourra effectuer un cycle « classique » de resserrement des Fed funds. Rappelons trois choses essentielles actuellement :

- En termes effectifs, le dollar a seulement atteint sa moyenne de long terme, ce qui montre bien qu'il y a encore de la place pour une appréciation de la devise américaine.
- Selon les estimations de la Fed, une hausse de 10 % du cours de change réel effectif du dollar équivaut, toutes choses égales par ailleurs, à un resserrement monétaire de 175 pb.
- Le cours de change réel effectif du dollar s'est apprécié de plus de 10 % en un peu plus d'un an.

Évidemment, en cas de décélération de la croissance américaine plus marquée que ce que nous anticipons, il faudrait tabler sur une nette dépréciation du dollar, avec potentiellement des mesures d'assouplissement monétaire de la part de la Fed.

L'extension du QE de la BCE empêchera une appréciation de l'euro

Le report répété du début du cycle de resserrement des *fed funds* a évidemment eu un impact sur la parité EUR/USD au cours des derniers mois de l'année. Une remontée trop vigoureuse de la parité EUR/USD entraînerait une réaction de la BCE. Certes, **le dollar n'est pas en soi la devise la plus importante du cours de change effectif de l'euro, mais une dépréciation de la devise américaine entraîne dans son sillage celle du yuan** (qui reste très fortement lié au dollar) ; or ces deux devises représentent à elles seules 38 % du principal panier de devises suivi par la BCE.

Autrement dit, une hausse de la parité EUR/USD amènerait mécaniquement une appréciation substantielle de l'euro en termes effectifs, toutes choses égales par ailleurs... car si la dépréciation du dollar se traduit par une forte appréciation des devises émergentes, l'exact opposé de ce qui fut le cas au cours du second semestre 2015, alors l'euro se dépréciera.

Ce qui est sûr, c'est que l'extension du QE de la BCE permettra à l'euro de ne pas s'apprécier substantiellement face au dollar. L'implémentation du QE de la BCE pèse sur l'euro car il occasionne désormais des sorties massives du marché obligataire européen de la part des investisseurs non-européens. À plus long terme, après 2016, le fort excédent courant de la zone euro exercera une pression haussière sur l'euro.

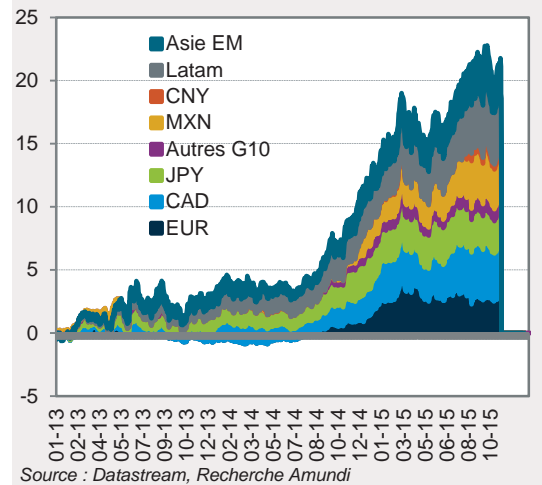
Le yen est dans une situation différente : il est désormais très fortement sous-évalué, et le QQE est bien établi. En conséquence, nous ne misons pas sur une dépréciation supplémentaire de la devise nippone contre dollar.

Alors que les QE de la Fed et de la BoE ont eu un fort pouvoir dépréciatif sur le dollar et sur la livre respectivement, l'arme du QE semble aujourd'hui avoir une portée beaucoup moins forte désormais que les principales banques centrales développées l'utilisent elles aussi. Dans ces conditions, il ne faut pas s'attendre à ce que le renforcement des QE de la BCE et de la BoJ ait un impact sur la devise aussi fort que ce qu'il a déjà eu : toutefois, ces mesures permettront à minima d'empêcher une appréciation significative.

La stabilisation de la croissance chinoise sera-t-elle suffisante pour rassurer les devises matières premières ?

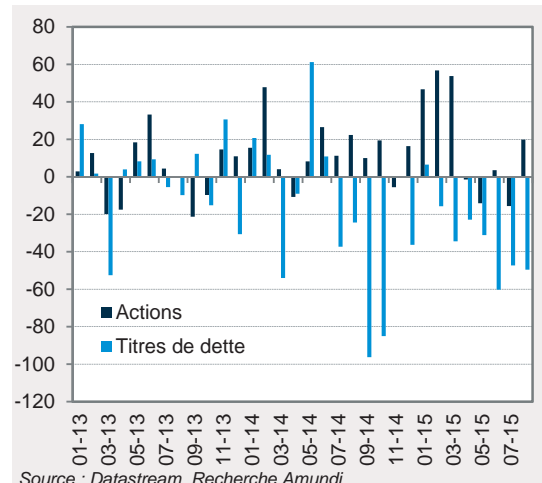
Même si nous ne tablons pas sur un effondrement de la croissance chinoise, la stabilisation sur un rythme de 6 % n'est pas incompatible avec une poursuite ou, au mieux, avec une stabilisation du prix des métaux. Cela pèsera sur les économies exportatrices de ces métaux (Afrique du Sud, Australie, Brésil, Chili) et donc sur leurs devises, toutes choses égales par ailleurs.

1 Contributions à l'appréciation effective du taux de change nominal effectif depuis janvier 2013



“ Le dollar pourrait connaître son pic vers le deuxième ou troisième trimestre, lorsqu'il deviendra clair que la Fed ne pourra effectuer un cycle « classique » de resserrement des *fed funds* ”

2 Zone euro : flux net de portefeuille (en Mds €)



Nous tablons sur une dépréciation du yuan face au dollar de 5 % d'ici la fin 2016. Rappelons que c'est précisément la dévaluation du yuan en août qui a entraîné une sous-performance des devises émergentes face aux devises développées. Deux nuances importantes doivent être apportées :

- La différence avec la dépréciation de 2016 du yuan, c'est qu'elle devrait intervenir de façon graduelle, et non de façon brutale, ce qui explique pourquoi ses effets ne devraient pas être aussi brutaux pour les marchés financiers que celle de l'été 2015.
- Ce qui a également changé depuis l'été, c'est que certaines devises sont désormais fortement sous-évaluées. Ce sont les devises à privilégier pour ceux (dont nous faisons partie), qui envisagent de reconstruire un portefeuille long en devises émergentes et en devises matières premières.

Au total, à moins d'un effondrement de la croissance chinoise, les devises émergentes ont retrouvé de l'attrait. Notons également que certaines d'entre elles sont désormais également plus fragiles, leurs banques centrales n'ayant pas été capables de contenir la dépréciation, et ayant perdu une partie souvent non négligeable de leurs réserves de change. C'est le cas de la Russie, qui a perdu un tiers de ses réserves en l'espace d'un an.

À la recherche d'un point d'entrée sur les devises émergentes

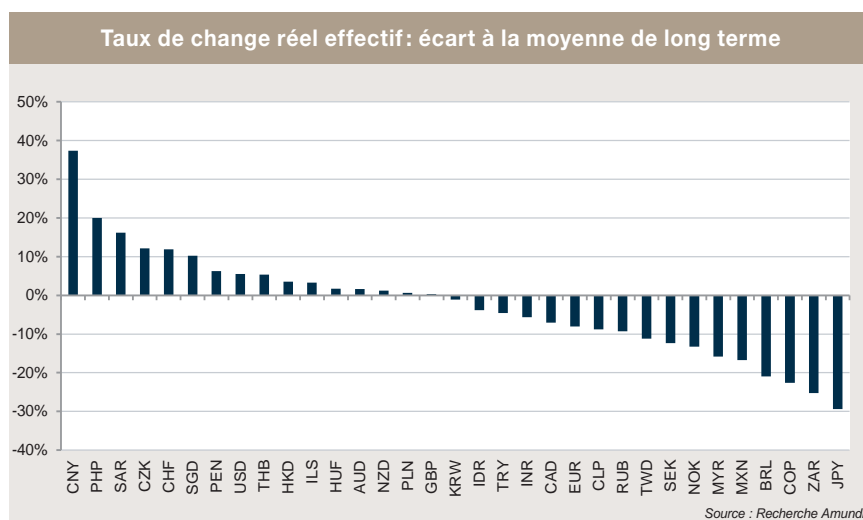
Depuis 3 ans déjà, les devises émergentes fléchissent, emportées tour à tour par la fin du programme de *Quantitative Easing* américain, le ralentissement de la croissance économique de la Chine, la chute du prix des matières premières et les craintes de resserrement monétaire aux États-Unis. La baisse des réserves de change (Russie) et la dégradation des comptes courants et soldes budgétaires (très marquée s'agissant des pays producteurs de matières premières, y compris les pays du Golfe producteurs de pétrole) viennent parfois s'ajouter à des situations politiques compliquées (Brésil, Turquie). Au total, **de très nombreuses devises (les devises émergentes et les devises matières premières) sont sous-évaluées, parfois de façon excessive. Leur sort va dépendre de l'ampleur du resserrement monétaire de la Fed et de la vigueur de la croissance chinoise.** Comme le montre le graphique ci-dessous, les devises émergentes ont beaucoup souffert en 2015 et elles sont nombreuses à être significativement sous-évaluées.



Poursuite de la dépréciation du yuan, mais de façon graduelle



Certaines devises émergentes et devises matières premières sont désormais fortement sous-évaluées



Même sous-évaluées, ces devises devraient néanmoins continuer à souffrir lorsque la Fed s'avancera enfin vers sa première hausse de taux mais l'acceptation de l'idée que la Fed ne pourra effectuer un cycle « classique » de resserrement des Fed funds constituera ensuite, au contraire, un facteur de soutien. Attention toutefois : les perspectives de croissance — déjà peu réjouissantes — d'un certain nombre de pays émergents, comme le Brésil et l'Afrique du Sud, sont un facteur négatif pour leur devise. Par ailleurs, les prévisions de croissance d'un certain nombre de pays asiatiques ne cessent d'être revues à la baisse depuis plusieurs trimestres (Thaïlande, Taiwan, Singapour).

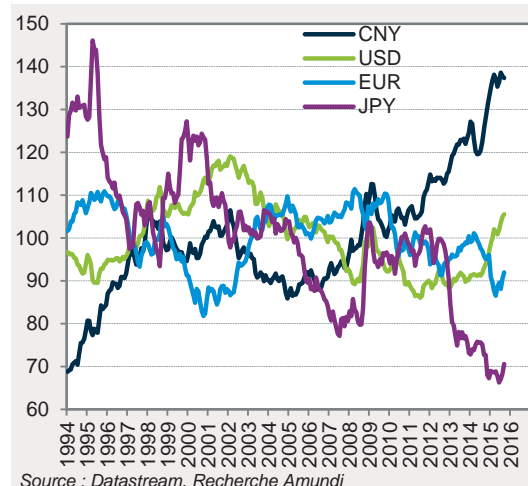


Autrement dit, l'élément déclencheur pour les devises émergentes, ce n'est pas la Fed (condition nécessaire mais pas suffisante), mais c'est sans conteste l'orientation de la politique économique de la Chine. Qu'elle mette en place des mesures favorables à la croissance, qu'elle parvienne à faire disparaître les craintes d'atterrissage en catastrophe, — au moins pour un temps, et ce sera le signal pour les marchés émergents, les devises émergentes et les matières premières, trois compartiments particulièrement déprimés depuis quelques trimestres.

> Les ajustements du marché des changes post-2008 se sont faits au détriment de la Chine

Depuis la Grande Récession, les ajustements de taux de change ont été dans le sens d'une appréciation réelle des devises asiatiques, et surtout du yuan, alors que les autres zones ont vu leurs devises s'ajuster à la baisse. La Chine a été la principale perdante des évolutions de change sur la période post-2008 puisque le yuan a continué à s'apprécier en termes nominaux contre le dollar. En termes réels, la devise chinoise a progressé de 36 % depuis août 2008, contre seulement 15 % pour le dollar. Le yen a quant à lui perdu 12 % et l'euro 14 %. Cette appréciation réelle continue n'est plus tenable pour la Chine, qui doit déjà faire face à de nombreux déséquilibres internes.

3 Taux de change réel effectif (100 = moyenne depuis 1994)



Prévisions de change

	Fin 2012	Fin 2013	Fin 2014	03/11/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016
EUR/USD	1,32	1,38	1,21	1,10	1,05	1,07	1,05	1,07
USD/JPY	86,5	105,1	119,9	121	125	125	125	125
GBP/USD	1,63	1,66	1,56	1,54	1,50	1,53	1,62	1,54
USD/CHF	0,92	0,89	0,99	0,99	1,05	1,02	1,05	1,03
USD/NOK	5,57	6,07	7,50	8,51	8,76	8,56	8,76	8,50
USD/SEK	6,51	6,42	7,83	8,55	8,76	8,65	8,67	8,63
USD/CAD	1,00	1,06	1,16	1,31	1,35	1,34	1,40	1,30
AUD/USD	1,04	0,89	0,82	0,72	0,65	0,68	0,65	0,69
NZD/USD	0,83	0,82	0,78	0,67	0,60	0,61	0,60	0,62
USD/CNY	6,23	6,05	6,20	6,34	6,50	6,53	6,60	6,60
USD/INR	54,79	61,86	63,12	65,66	66,00	66,25	67,00	66,50
USD/BRL	2,05	2,36	2,66	3,86	4,10	4,05	4,20	4,05
USD/MXN	12,99	13,10	14,74	16,47	16,40	16,70	16,00	16,10
USD/RUB	30,55	32,86	60,00	63,77	60,00	67,71	60,00	67,00
USD/TRY	1,78	2,15	2,34	2,84	3,20	3,08	3,20	3,10
USD/ZAR	8,48	10,47	11,57	13,85	14,10	14,00	14,30	13,74

Cours de change et *scoring* de court terme. La méthodologie Amundi

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

L'objectif de ce modèle est de classer les devises afin d'avoir une indication sur leur évolution de court terme. Il permet de classer les devises en *scoring* relatif, mais également d'avoir une vue précise sur les raisons – et la soutenabilité – de leur rebond ou baisse éventuelle.

Note méthodologique. Le classement est basé sur quatre sous-classements : un classement « momentum », un classement « carry », un classement « risque de marché » et un classement « macro ». Pour chaque composante, nous attribuons une note allant de -2 (plus mauvais) à +2 (meilleur). Le classement « macro » combine plusieurs facteurs macro, liés aux taux de change : 1) les indicateurs avancés de l'OCDE ou des équivalents, 2) le solde budgétaire en % du PIB et son évolution anticipée, 3) la balance commerciale en % du PIB et son évolution récente, 4) les anticipations de croissance sur l'année à venir. Chaque indicateur est pris en z-score. Le classement « momentum » repose sur l'évolution des devises face au dollar sur les 20 dernières séances. Le classement « carry » repose sur le niveau du taux 1 mois. Le classement risque repose sur des facteurs de marché : *volatility premium*, *risk reversals*, et primes de CDS. Chaque indicateur est considéré en niveau et mais aussi sur la base de son évolution récente.

Comment interpréter le tableau ? Le tableau nous indique par exemple que les devises aux fondamentaux les plus solides sont actuellement le dollar de Singapour, le thaï baht et la roupie indienne. Les fondamentaux du real brésilien, de la livre turque ou du peso colombien sont parmi les plus mauvais... mais on voit que le real par exemple est peut-être celui dont le rebond potentiel est le plus fort. On retrouve là une situation bien connue : les devises qui ont subi les plus fortes baisses se retrouvent survendues, et même si leurs fondamentaux ne sont pas attractifs, elles surperforment – au moins dans un premier temps – lors des rebonds de marché. Jouer ces devises sur un plan tactique et préférer les devises plus solides (en termes de fondamentaux) pour les positions plus stratégiques.

	MOMENTUM	MACRO	RISQUE	CARRY	GLOBAL
BRL	1,28	-1,40	2,00	2,00	0,97
IDR	0,54	-0,62	1,65	0,46	0,51
TRY	0,87	-1,57	1,36	1,14	0,45
SGD	-0,14	2,00	0,31	-1,69	0,12
INR	-0,31	0,51	-0,23	0,26	0,06
COP	2,00	-2,00	0,27	-0,42	-0,04
USD	1,50	-0,88	0,93	-1,74	-0,05
THB	0,26	1,04	-0,27	-1,38	-0,09
TWD	0,28	-0,18	1,05	-1,61	-0,12
ZAR	-1,83	-0,48	1,92	-0,15	-0,14
CLP	-0,43	-1,50	1,89	-0,77	-0,20
GBP	0,39	-0,58	0,80	-1,66	-0,26
KRW	0,28	0,27	-0,25	-1,39	-0,27
MYR	-0,62	-0,28	0,66	-0,88	-0,28
MXN	0,22	-0,96	0,36	-0,91	-0,32
NZD	-0,92	-0,11	0,49	-1,02	-0,39
CAD	-0,05	-0,56	0,55	-1,51	-0,39
ILS	-0,19	-0,03	0,32	-1,77	-0,42
HUF	-2,00	0,63	0,44	-1,50	-0,61
PLN	-1,11	0,08	-0,26	-1,37	-0,67
AUD	-0,47	-1,06	0,01	-1,24	-0,69
CZK	-1,28	-0,14	0,14	-1,74	-0,76
PHP	-0,42	-1,96	0,40	-1,15	-0,78
CHF	-1,21	-0,01	-0,34	-2,00	-0,89
EUR	-1,39	0,13	-0,63	-1,83	-0,93
PEN	-0,27	-0,83	-2,00	-0,87	-0,99
JPY	-0,42	-0,50	-1,43	-1,78	-1,03
SEK	-1,53	0,30	-1,32	-1,90	-1,11
NOK	-1,89	-0,86	-0,57	-1,53	-1,21



Marchés du crédit en 2016 et au-delà

6 Des opportunités subsisteront sur les marchés du crédit en 2016

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

L'année 2015 a présenté deux étapes: au premier semestre, les marchés du crédit en EUR et en USD ont été relativement stables, puis la volatilité est montée crescendo à partir de la crise grecque, accentuée par les bouleversements des marchés en août et en septembre en raison des craintes croissantes sur l'économie chinoise, de la chute des cours pétroliers et du manque de visibilité concernant la politique monétaire de la Fed. La tempête Volkswagen a également lourdement pénalisé le secteur automobile. Les *spreads* se sont fortement écartés. Les indices ont atteint des plus hauts annuels et sont même revenus sur les niveaux observés en 2013. Les titres les plus risqués ont sous-performé. En octobre, les *spreads* se sont partiellement resserrés par rapport aux pics de septembre, mais les valorisations impliquent toujours un scénario de dégradation des fondamentaux qui ne correspond pas à notre vision centrale. Nous continuons à tabler sur une reprise progressive des économies développées alimentée par la demande intérieure, malgré les craintes récentes entourant la faiblesse de la croissance mondiale. Comment se positionner dans ce contexte sur les marchés du crédit euro et dollar ?

Les politiques monétaires seront certainement le principal moteur des marchés, surtout en Europe

Comme beaucoup d'autres classes d'actifs, les obligations d'entreprise sont très influencées par les politiques monétaires depuis quelques années, et 2016 ne devrait pas faire exception.

La désynchronisation des taux d'intérêt en Europe et aux États-Unis va en effet constituer un tournant majeur par rapport au passé. Cependant, la hausse des taux américains sera très lente et très progressive, s'apparentant plus à un processus de normalisation qu'à un durcissement monétaire au sens classique du terme; la Fed va probablement maintenir le volume considérable de liquidités qu'elle a injecté dans le système financier américain via ses 3 programmes de QE. Puisque 2016 sera probablement la première année de divergence réelle des taux des deux côtés de l'Atlantique, en valeur relative, les facteurs techniques — dictés par les niveaux de liquidité — seront indiscutablement favorables à la zone euro. *A fortiori* depuis les allusions récentes de la BCE quant à de nouvelles mesures d'assouplissement en zone euro.

Si la quête de rendement s'est révélée plus efficace en zone euro, c'est dû à deux différences majeures entre les programmes de QE de la BCE et de la Fed. La première tient aux taux négatifs de la facilité de dépôt de la BCE, situation que n'a jamais rencontrée la Fed. Ses taux négatifs ont accru la demande en actifs obligataires faiblement risqués, en particulier sur la partie courte de la courbe des taux. Par conséquent, les emprunts d'État de certains pays européens considérés « sans risque » ont été très recherchés par les investisseurs. La seconde différence concerne le volume net d'émissions d'obligations souveraines très faible en zone euro. Il faut absolument garder à l'esprit que la BCE achète des obligations sur un marché dont la taille n'augmente que très lentement. La Fed a lancé son QE1 au moment où les autorités déployaient une politique budgétaire très expansionniste pour soutenir la croissance.

Facteurs techniques du marché du crédit: une situation mitigée

Les facteurs techniques du marché du crédit en euro seront probablement soutenus par la politique monétaire de la BCE. La quête de rendement va rester un puissant facteur de soutien.

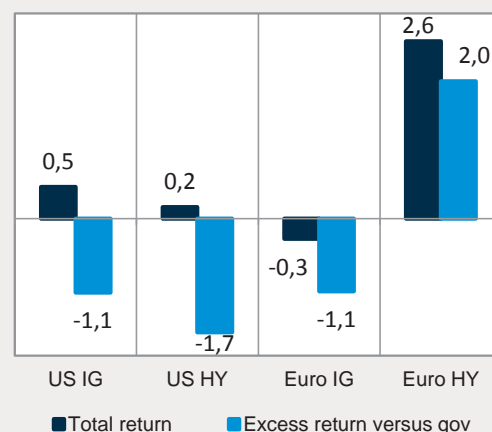
- L'offre nette limitée d'emprunts d'État maintient une sorte de « force de gravité » sur les rendements de la zone euro (cf. encadré 2). Compte tenu de la

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 ?

En 2016, le marché du crédit en euro devrait être soutenu par des fondamentaux positifs, et notamment par l'engagement de la BCE à conserver une politique monétaire accommodante, qui sera favorable à la quête ininterrompue de rendement. Nous privilégions des émetteurs qui offrent du spread dans l'univers IG et les émetteurs notés BB dans l'univers HY. Le marché américain du crédit s'inscrit dans un contexte différent à de nombreux égards. D'une part, la politique monétaire va devenir moins accommodante, même si le cycle de hausse des Fed funds sera lent et de faible ampleur. D'autre part, les fondamentaux des entreprises américaines se sont dégradés au cours des derniers trimestres en raison de la croissance de la dette et de la baisse des bénéfices. Compte tenu du faible niveau de la croissance mondiale et de la volatilité accrue des marchés, les investisseurs doivent se montrer sélectifs dans l'univers du crédit américain. Nous donnons la priorité aux émetteurs capables de générer des bénéfices, affichant un ratio d'endettement faible ou qui ont déjà pris des mesures pour réduire leur dette.

1 Performances enregistrées depuis le début de l'année (31/10/2015)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

faiblesse durable des taux des emprunts d'État, l'appétit pour le crédit devrait rester prégnant. Les besoins de financement des entreprises européennes vont rester limités en raison du manque de demande globale. En 2015, nous avons cependant constaté des montants records d'émissions obligataires en euro de la part d'entreprises internationales. Cette tendance, qui ne devrait pas se démentir, aura un impact négatif sur les *spreads* (cf. encadré 1).

- Mario Draghi a ouvert la porte à différentes mesures de soutien au mois de décembre et a réitéré l'engagement de la BCE à faire évoluer la « taille, la composition et la durée » de son programme si cela était nécessaire. Certains segments du marché des obligations d'entreprise pourraient être inclus dans le programme d'achat de titres de la BCE, ce qui pourrait jouer un rôle important au cours des trimestres à venir.

Les dernières tendances confirment le soutien qu'apportent les facteurs techniques au crédit HY de la zone euro, avec une amélioration de l'équilibre offre-demande déjà constatée en octobre : en fait, après avoir subi des sorties en septembre, les flux d'investissement sont redevenus positifs pour les obligations spéculatives, et l'accélération de la demande a favorisé un rebond de l'offre, qui stagnait en raison de l'aversion accrue au risque. La volatilité implicite des actions (un indicateur mesurant les incertitudes portant sur les bénéfices futurs et l'aversion au risque) a nettement baissé ces dernières semaines des deux côtés de l'Atlantique. Comme l'illustre le graphique, les tendances historiques montrent que lorsque le VIX atteint rapidement un niveau élevé, les *spreads* ont tendance à suivre la même orientation. Toutefois, dans les phases de reprise qui ont suivi, les *spreads* ont eu tendance à évoluer en décalage par rapport à la volatilité implicite des actions. La situation actuelle est relativement similaire.

D'un autre côté, la faiblesse des rendements absolus va continuer à freiner les flux sur le segment du crédit IG. Sur ce segment, le rendement total est très tributaire de la volatilité des bunds et, s'il devenait négatif, pourrait déclencher des flux sortants. Au 3^e trimestre, le crédit IG a enregistré les flux sortants les plus importants depuis la fin de 2013.

Enfin, en valeur relative, les facteurs techniques semblent moins favorables aux marchés du crédit américain qu'aux marchés européens pour l'année 2016. Du côté de la demande, la politique monétaire va probablement entraîner une quête de rendement moins soutenue aux États-Unis que sur le Vieux continent, tandis que du côté de l'offre, les volumes d'activité sur le marché primaire restent bien plus importants aux États-Unis qu'en Europe, en particulier dans l'univers IG.

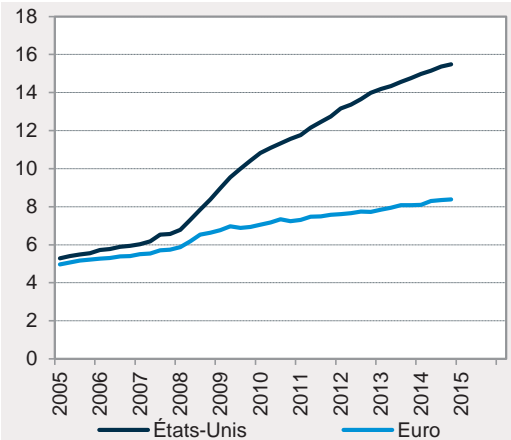
> De nouvelles tendances apparaissent sur le marché primaire des obligations IG en euro

De plus en plus d'entreprises non-européennes émettent des titres sur le marché IG en euro, afin de profiter des conditions de crédit avantageuses. Les intérêts sont multiples : logique industrielle, diversification des coûts de financement ou abaissement des coûts d'emprunt. Ces opérations sont également intéressantes pour les investisseurs qui peuvent ainsi diversifier leur base d'investissement et surtout obtenir un meilleur rendement. Au total, les entreprises américaines ont levé près de 60 milliards d'euros cette année, ce qui constitue un record et plus de 50 % que les montants levés en 2014. Cette année, sur le plan géographique, ce sont les États-Unis qui ont été le plus gros émetteur d'obligations d'entreprise en zone euro. En 2015, les entreprises américaines ont représenté 25 % de toutes les émissions d'obligations privées en euro. À noter également, l'allongement important de la maturité moyenne des nouvelles émissions IG. Les investisseurs en quête de rendement acceptent de se positionner sur les parties les plus longues de la courbe en échange d'un supplément de spread. Les émetteurs profitent également du contexte de taux historiquement bas pour augmenter la durée moyenne de leurs dettes et diminuer leurs coûts de financement.

Les fondamentaux des entreprises américaines et européennes évoluent dans des trajectoires opposées

Les divergences de dynamique économique sont visibles dans les bilans des entreprises. Les sociétés américaines recommencent à s'endetter, tandis que les entreprises européennes préfèrent continuer à protéger leurs flux de trésorerie.

2 Taille du marché obligataire souverain et corporate (valeur faciale en Mds \$)



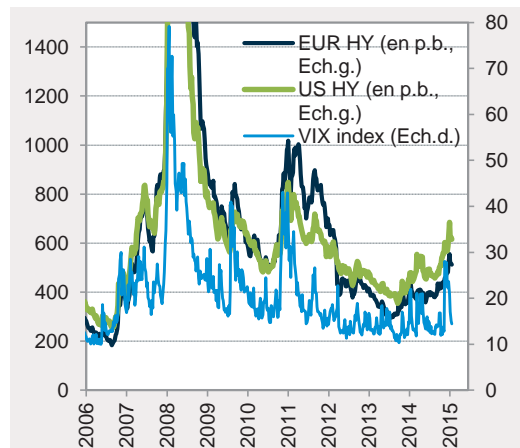
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



La politique monétaire de la BCE restera un fort soutien pour les marchés du crédit euro



3 Volatilité implicite des actions vs Euro et US HY spreads



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Les fondamentaux des entreprises américaines se sont détériorés au cours des derniers trimestres. Le levier financier des entreprises augmente pour diverses raisons :

- **L'augmentation de la dette.** 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.
- **Des bénéfices en baisse.** 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.

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.

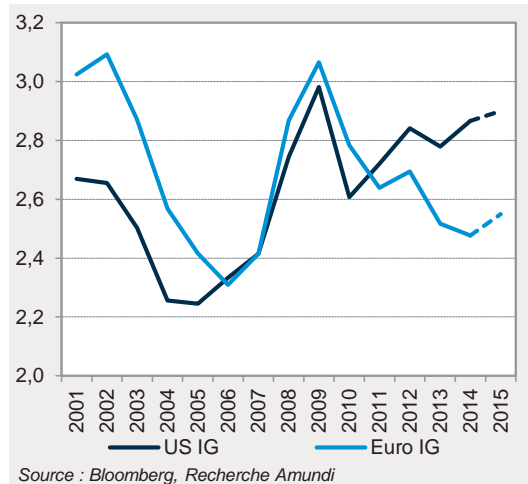
Cette dette arrivera à échéance dans un environnement de croissance faible. La Fed a révisé à de multiples reprises les perspectives de croissance potentielle de l'économie américaine. Des corrections justifiées par les perspectives moroses de croissance mondiale et la faiblesse persistante de l'investissement. C'est un risque de moyen terme (sauf pour le secteur de l'énergie) : les entreprises disposent aujourd'hui d'une trésorerie et d'un ratio de couverture des intérêts satisfaisant.

Les entreprises européennes sont restées dans un mode de préservation des cash-flows. Le ratio de levier des émetteurs européens a baissé entre 2012 et 2014.

- Contrairement à leurs consœurs américaines, les entreprises européennes ont enregistré une croissance faible de leurs bénéfices depuis la crise et ont stabilisé leur levier d'endettement en limitant l'augmentation 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 levier 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.

En Europe, le ratio d'endettement a légèrement augmenté en 2015 après deux années de baisse consécutives. 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.

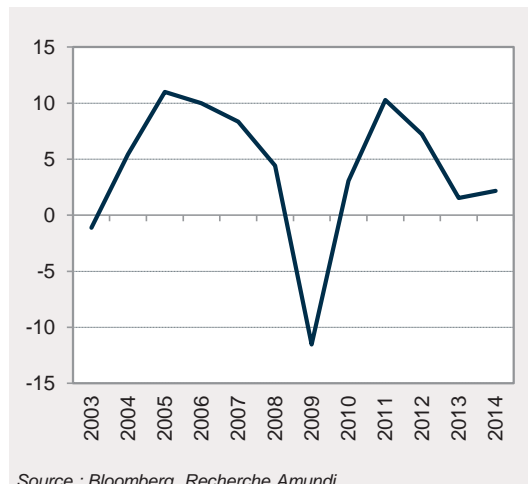
4 Dette nette/Ebitda



La dette arrivera à échéance dans un environnement de croissance faible



5 US IG : croissance des Capex (en %)



Valorisations : l'un des atouts en or des « marchés du crédit »

En octobre, les *spreads* se sont partiellement resserrés par rapport aux pics de septembre, mais les valorisations impliquent toujours un scénario de dégradation des fondamentaux qui ne correspond pas à notre vision centrale. La sous-performance du crédit en septembre a présenté des caractéristiques singulières, car les émissions de meilleure qualité ont été encore plus sanctionnées que celles du marché spéculatif, jusqu'à ce que les valorisations intègrent quasiment des scénarios récessionnistes dans la zone euro. Ainsi, les *spreads* BB correspondent à un recul du PMI composite aux alentours de 48-50, niveau typiquement représentatif d'une économie en stagnation ou en récession. Une autre façon d'estimer la valeur d'une obligation d'entreprise consiste à calculer ses probabilités de défaut implicites : et dans ce domaine également, les *spreads* BB supposent un scénario pour le moins défavorable, puisqu'ils anticipent un taux de défauts cumulés de 25 % au cours des 5 prochaines années, avec un taux de recouvrement de 20 % (une hypothèse conservatrice vs une moyenne historique de 40 % du taux de recouvrement) : ce qui est assez élevé, étant donné que la pire mesure de l'histoire était de 24 %. Par conséquent, **l'écart entre les spreads souverains et les spreads de crédit devient favorable aux valorisations du crédit, car très souvent les spreads des titres souverains sont revenus à leurs niveaux plus bas de mars alors que ceux du crédit sont toujours bien plus élevés qu'au début de l'année.** Quelques chiffres en témoignent : les obligations HY en EUR et USD ont démarré l'année respectivement avec des *spreads* de 400 et 500 pb, et à l'heure où nous écrivons, leurs *spreads* sont supérieurs de 100 pb environ, à plus de 500 et 600 pb respectivement. Au contraire, les BTP italiens présentaient un spread moyen de quasiment 120 pb début 2015, lequel spread est aujourd'hui inférieur à 90 pb sur l'ensemble de la courbe.

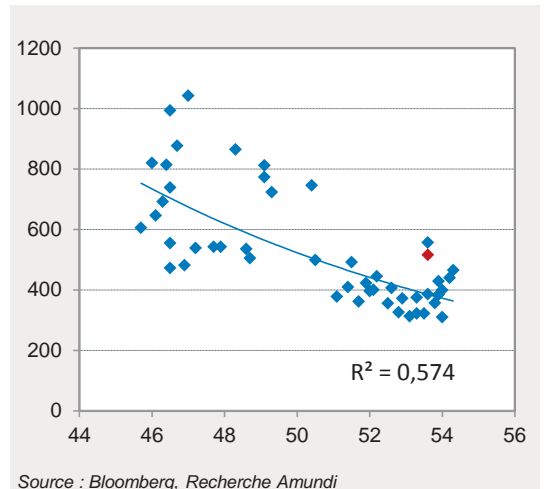
Conclusion

En 2016, le marché du crédit en euro devrait être soutenu par des fondamentaux positifs, et notamment par l'engagement de la BCE à conserver une politique monétaire accommodante, qui sera favorable à la quête ininterrompue de rendement. **Nous privilégions les émetteurs euro qui offrent du spread dans l'univers IG et les émetteurs notés BB dans l'univers HY.** Le marché américain du crédit s'inscrit dans un contexte différent à de nombreux égards. D'une part, la politique monétaire va devenir moins accommodante, même si le cycle de hausse des *fed funds* est lent et de faible ampleur. D'autre part, les fondamentaux des entreprises américaines se sont dégradés au cours des derniers trimestres en raison de la croissance de la dette et de la baisse des bénéfices. Compte tenu du faible niveau de la croissance mondiale et de la volatilité accrue des marchés, **les investisseurs doivent se montrer sélectifs dans l'univers du crédit américain. Nous donnons la priorité aux émetteurs capables de générer des bénéfices, affichant un ratio d'endettement faible ou qui ont déjà pris des mesures pour réduire leur dette.**

> Les obligations d'entreprise, rares oasis dans le désert de rendement de la zone euro

À l'heure où nous rédigeons, 20 % du marché obligataire de la zone euro offre déjà un rendement négatif, alors que 30 % de la dette présente un rendement proche de zéro. Parallèlement, la dette offrant plus de 2 % est retombée à 11 % du marché global. Cette rareté dans le « désert du rendement » est surtout évidente sur le segment 1-5 ans de la courbe : les emprunts d'État core (31 % du segment 1-5 ans) offrent un rendement négatif et les emprunts d'État de la périphérie (21 %) ne proposent toujours que quelques points de base. Une telle concentration de rendement sur un gisement aussi étroit du marché de la dette n'a jamais été observée : les obligations HY ne représentent que 4 % de la dette mais 45 % du rendement encore existant, tandis que les obligations IG représentent 19 % du marché mais 35 % du rendement. En résumé, les obligations d'entreprise représentent moins de 25 % de la dette mais 80 % du rendement encore existant jusqu'à l'échéance de 5 ans. Plus on avance sur la courbe des taux, plus le rendement provient des obligations d'entreprise IG et des emprunts d'État périphériques.

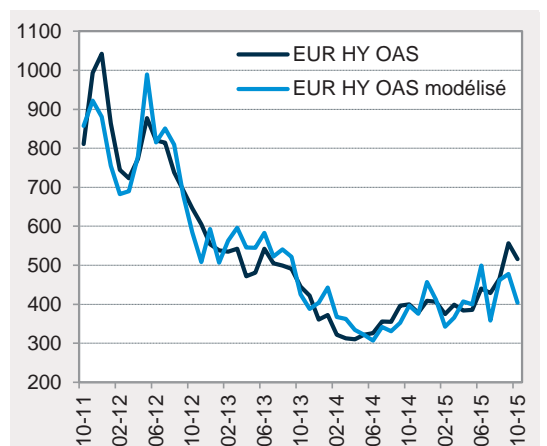
6 PMI composite (axe X) vs EUR BB spread en p.b. (axe Y)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

“ 20 % du marché obligataire euro offrent un rendement négatif ”

7 Eur HY OAS : réel versus modélisé (régression sur V2X, spreads souverains et PMI composite)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Typologie des économies émergentes. La méthodologie Amundi

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

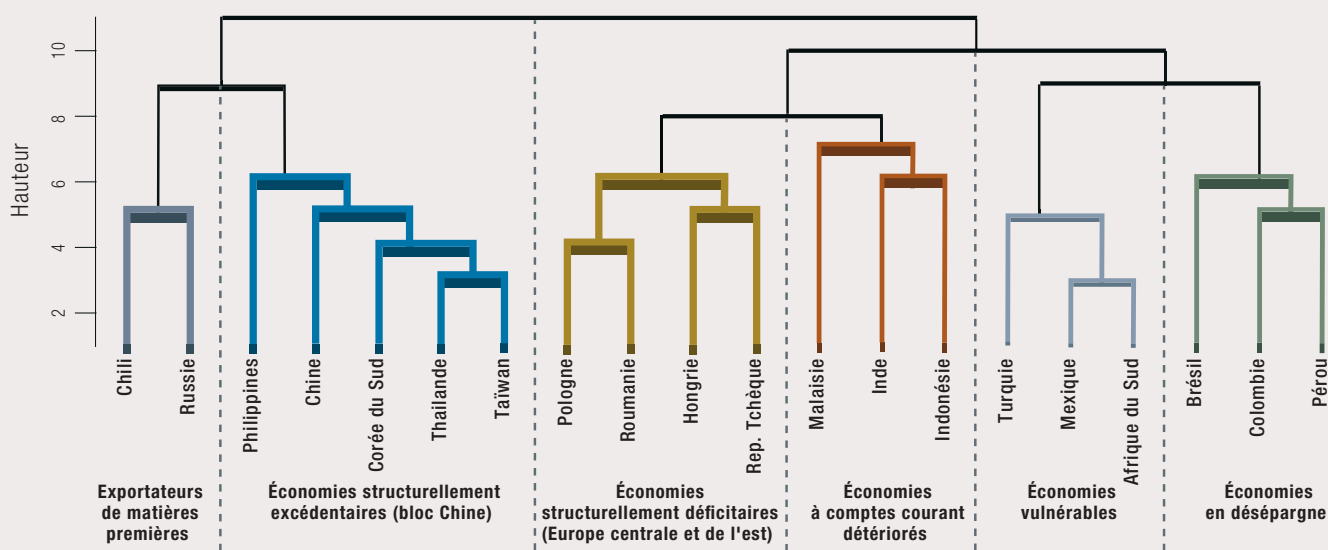
JULIEN MOUSSAVI, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

À l'aide d'une approche fondamentale et statistique, nous établissons une classification des économies émergentes qui tend à regrouper des profils similaires. Nous focalisons notre attention sur 20 économies émergentes et nous recueillons 14 variables macroéconomiques en fréquence trimestrielle que nous regroupons en quatre axes¹: (i) les perspectives macroéconomiques, (ii) la qualité des bilans publics, (iii) l'investissement et l'épargne puis (iv) la vulnérabilité.

À mi-2015, la classification représentée ci-contre par un dendrogramme nous amène à considérer six groupes différents d'économies émergentes: (i) les exportateurs de matières premières, (ii) les économies structurellement excédentaires, (iii) les économies structurellement déficitaires, (iv) les économies à compte courant qui se détériorent, (v) les économies vulnérables et enfin (vi) les économies qui désépargnent. Il est frappant de voir à quel point les logiques régionales transparaissent à travers cette typologie. En effet, le groupe des économies structurellement excédentaires est composé uniquement d'économies d'Asie émergente et plus précisément de la Chine et de ses principaux partenaires commerciaux. Le groupe des économies à compte courant qui se détériorent est, lui aussi, composé uniquement d'économies d'Asie émergente. L'Inde et l'Indonésie disposent d'une balance courante déficitaire alors que la Malaisie voit cette dernière se dégrader rapidement. Quant au groupe des économies structurellement déficitaires, il est composé uniquement d'économies d'Europe centrale et de l'est, économies traditionnellement plus endettées que leurs homologues d'Asie émergente par exemple. Cette logique régionale opère aussi pour le groupe des économies en désépargne, composé uniquement de pays d'Amérique Latine exportateurs de matières premières. Cependant, nous le distinguons du groupe des pays exportateurs de matières premières (Chili et Russie) qui ont vu leurs perspectives économiques se dégrader rapidement mais dont les niveaux d'investissement et d'épargne sont restés bien orientés. Enfin, le groupe des économies vulnérables se différencie de par sa relative singularité. En effet, la Turquie, le Mexique et l'Afrique du Sud présentent de mauvaises perspectives économiques, des comptes courants dégradés, un faible taux d'épargne ainsi que de faibles marges de manœuvre concernant leurs réserves de change.

En 2016, la divergence des politiques monétaires au sein des économies développées – amenant à une appréciation du dollar – et la faiblesse des prix des matières premières pourraient renforcer les incertitudes et exacerber les logiques régionales à l'œuvre en 2015. Cependant, les inquiétudes liées au ralentissement chinois pourraient se dissiper et l'intégration du renminbi au DTS prévue au quatrième trimestre 2016 pourrait être une condition nécessaire, même si non suffisante, à cette accalmie. 2016 devrait être une année charnière pour les économies exportatrices de matières premières et, plus généralement, pour les économies vulnérables.

Dendrogramme au T2 2015



¹Pour plus de détail sur la méthodologie utilisée, cf. *Cross Asset Investment Strategy Monthly juin 2014 « Typologie des économies émergentes: retour sur l'épisode de stress de 2013 »*.

Méthodologie Amundi

Nous proposons une approche en **scoring** à partir de 14 variables macroéconomiques trimestrielles ⁽¹⁾ regroupées en quatre axes sur un panel de 20 pays émergents ⁽²⁾.

Le **scoring** repose sur quatre axes :

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

Une superposition de tous ces scores via une moyenne comme il est souvent d'usage de le faire aurait très peu de sens. Nous avons opté pour une méthode de classification ascendante hiérarchique (CAH). Cette méthode de classification automatique est très utilisée en analyse de données et présente deux avantages : (i) nous travaillons à partir de mesures de proximité (ici, les scores) entre des objets (ici, les pays émergents) que nous souhaitons regrouper ; (ii) l'un des résultats est le dendrogramme, qui permet de représenter graphiquement le regroupement itératif des données. Nous pouvons alors nous faire une idée du nombre adéquat de classes dans lesquelles les pays émergents peuvent être regroupés.

Le principe de la CAH est simple. Nous commençons par calculer la proximité entre les 20 pays émergents puis nous regroupons deux pays émergents en minimisant la distance euclidienne ⁽³⁾ entre les scores, créant ainsi une classe comprenant ces deux pays émergents. Nous calculons ensuite la proximité entre cette classe et les 18 autres pays émergents et nous regroupons une nouvelle fois les pays émergents en minimisant la distance euclidienne. Nous réitérons ces étapes jusqu'à ce que tous les pays émergents soient regroupés. Ces regroupements successifs produisent un arbre binaire de classification : le dendrogramme.

⁽¹⁾ Pour atténuer la volatilité des données, nous utilisons des moyennes pondérées. Le système de pondération renforce les données récentes. Le poids d'une donnée d'un trimestre compte deux fois plus que celle du trimestre précédent

⁽²⁾ Chine, Corée du Sud, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Taïwan, Thaïlande, Russie, Turquie, Pologne, Hongrie, République tchèque, Roumanie, Afrique du Sud, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou.

⁽³⁾ La distance euclidienne se définit comme suit : $\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - y_i)^2}$

Scoring fondamental des pays émergents au T2 2015

T2 2015	Perspectives macro		Dette				Investissement/Épargne				Vulnérabilité			
	Croissance du PIB réel	Inflation	Dette gouvernementale	Déficit gouvernemental	Dette externe	Dette externe à court terme	Compte courant	Variation du compte courant	Épargne	Variation de l'épargne	Réserves de change (mois d'importations)	Balance de base	Croissance du crédit domestique	Offre de monnaie/réserves
Chili	-1,1	-1,0	2,0	-0,1	-1,0	2,0	-0,1	1,2	-0,2	0,6	-0,2	2,0	1,0	-1,0
Russie	-2,0	-2,0	2,0	0,9	-0,3	1,9	1,8	1,9	0,1	1,1	1,3	1,6	0,0	1,9
Philippines	2,0	0,5	-1,0	-1,7	2,0	0,0	0,9	-0,9	0,1	-0,4	1,0	1,5	-2,0	1,0
Chine	2,0	1,0	2,0	-0,8	2,0	-2,0	1,0	0,2	2,0	-0,5	2,0	1,5	-1,5	-2,0
Corée du Sud	-0,8	1,2	0,0	0,7	1,0	-1,0	2,0	0,2	2,0	0,2	0,8	1,1	-1,0	-2,0
Thaïlande	-0,3	1,8	1,0	-0,6	0,3	-1,5	1,6	1,5	1,1	1,7	1,0	1,1	-0,9	1,0
Taïwan	-0,9	1,9	1,0	-0,6	0,9	-2,0	2,0	0,7	2,0	0,1	2,0	1,2	-1,5	0,0
Pologne	1,0	2,0	-1,5	0,9	-2,0	1,4	0,0	1,6	-1,2	1,8	-1,3	0,1	1,0	0,0
Roumanie	0,3	1,6	0,0	-0,9	-2,0	1,1	-0,5	-0,1	-0,8	0,6	-1,0	-0,5	2,0	1,1
Hongrie	-0,5	1,5	-2,0	-0,7	-2,0	1,0	1,1	0,9	0,5	0,8	-1,8	1,5	-0,1	2,0
Rép. Tchèque	0,5	0,2	0,0	-1,4	-1,0	-1,0	0,5	0,3	0,5	0,9	-2,0	0,7	0,0	0,0
Malaisie	2,0	0,3	-2,0	0,6	-2,0	-2,0	1,0	-1,9	1,0	-2,0	-0,8	1,8	-0,1	-1,3
Inde	2,0	-1,1	-1,0	0,7	2,0	0,0	-0,4	-0,5	1,0	-1,5	0,0	0,5	2,0	2,0
Indonésie	1,0	-1,9	1,0	-0,1	0,9	0,0	-1,0	0,5	1,6	0,6	0,0	-0,1	0,3	-0,7
Turquie	0,2	-2,0	0,0	-1,2	-1,0	-1,5	-1,9	-0,5	-2,0	0,3	-1,1	-2,0	1,0	-1,7
Mexique	-1,0	-0,1	-1,5	1,1	0,0	0,0	-0,9	-0,9	-1,3	0,3	-1,7	-1,0	1,0	-1,1
Afrique du Sud	-1,8	-1,0	-1,0	1,1	-0,7	-1,0	-2,0	0,1	-2,0	0,2	-2,0	-2,0	-1,0	-2,0
Brésil	-2,0	-2,0	-2,0	1,9	2,0	2,0	-1,5	-0,9	-2,0	-1,5	2,0	-0,9	0,0	1,0
Colombie	0,2	-0,8	1,0	1,0	0,2	1,6	-2,0	-2,0	-1,5	-1,8	0,2	-1,7	2,0	-0,3
Pérou	-0,9	0,0	2,0	-0,6	0,7	1,0	-1,6	-1,3	-0,8	-1,5	1,7	-1,0	-1,7	2,0



Marchés émergents en 2016 et au-delà

7 Une année difficile en perspective, mais avec de nombreuses opportunités

ABBAS AMELI-RENANI, *Stratégie et Recherche Économique – Londres*
MARC-ALI BEN ABDALLAH, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

En 2016, les marchés émergents vont bénéficier de deux moteurs de croissance: la politique monétaire des grandes banques centrales et la Chine. La Fed ne procédera pas à des relèvements brutaux de ses taux, et la stabilisation des statistiques chinoises laisse entrevoir un ralentissement progressif plutôt qu'un atterrissage forcé. La croissance mondiale a été décevante cette année, et les anticipations de croissance potentielle ont été revues à la baisse, ce qui n'est pas de bon augure pour les marchés émergents. Toutefois, un rebond général de la croissance est attendu pour 2016 dans les pays développés et les marchés émergents, ce qui devrait apporter un soutien vital aux actifs émergents. De plus, la BCE et la BoJ continueront d'injecter des liquidités dans le système mondial. **Une croissance soutenue et une liquidité mondiale abondante sont signes d'opportunités pour les marchés émergents.**

Des divergences seront notables entre marchés émergents

Certains des grands marchés émergents connaissent des difficultés importantes. Le Brésil fait face à une période prolongée d'instabilité politique, avec des répercussions notables quant à l'adéquation de la politique budgétaire; la Turquie opère une transition après plus d'une décennie de gouvernance stable d'un parti unique, tout en étant aux prises avec des risques géopolitiques accrus; l'Afrique du Sud évolue vers une croissance structurellement plus modérée, qui se traduit par des recettes publiques plus faibles et le non-respect de ses objectifs de réduction du déficit budgétaire. Toutefois, le tableau n'est pas complètement noir. Les marchés émergents, y compris les fameux cinq pays les plus fragiles, continueront de voir leur déficit courant se résorber en 2016, réduisant ainsi une importante faiblesse en matière de crédit. Même dans le cas du Brésil, où les facteurs macroéconomiques vont se dégrader, l'ajustement externe apportera un soutien. Selon nous, **les pays d'Europe centrale et orientale sont les nouvelles « valeurs refuges » des marchés émergents**, la région bénéficiant de la réduction efficace des vulnérabilités externes, de soldes budgétaires stables, d'excédents courants abondants et d'une absence d'exposition aux matières premières et à la Chine.

L'essentiel

L'année 2015 a été difficile pour les marchés émergents (ME), les inquiétudes entourant la croissance mondiale ayant entraîné un effondrement des prix des matières premières et, par conséquent, pénalisé les actifs des ME. L'amélioration notable des valorisations génère des opportunités pour 2016.

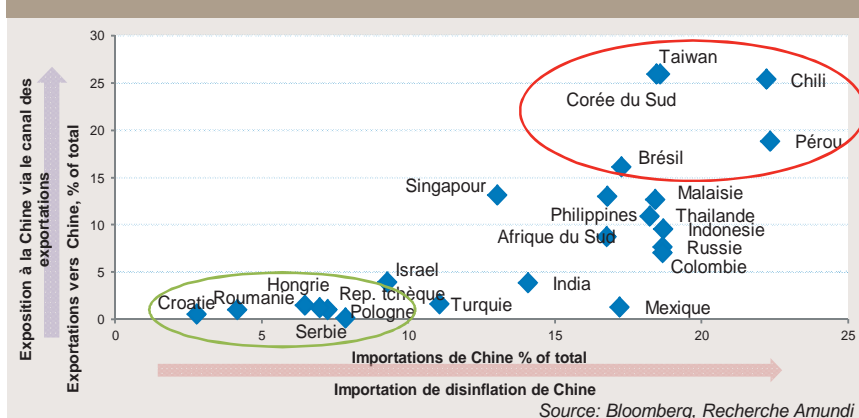
Nous privilégions surtout la dette en devise forte, segment où les actifs des marchés émergents offrent des rendements plus élevés que ceux de leurs homologues américains et européens pour la même qualité de crédit. Nous notons des divergences sur le segment en devise locale, la hausse de l'inflation en Amérique latine étant contrebalancée par des pressions désinflationnistes dans les PECO et en Asie. Les marchés des changes pourraient connaître une volatilité encore élevée après une année d'ajustement aux chocs des termes de l'échange.



Les bilans souverains émergents ont globalement bien résisté durant la correction



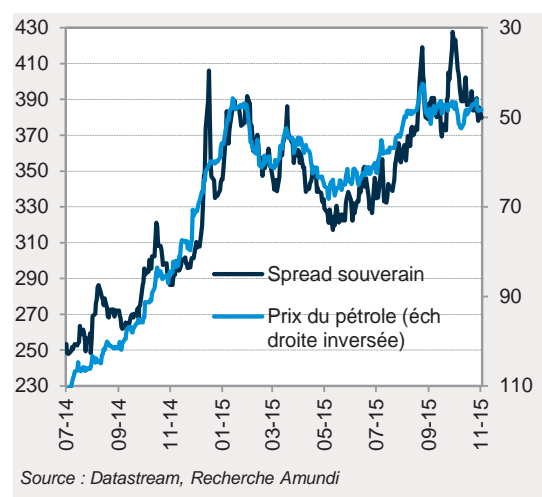
Exposition commerciale des émergents à la Chine



Le potentiel de la dette souveraine émergente en devise de réserve

L'année dernière, la baisse des prix du pétrole a fortement influé sur les spreads souverains, la corrélation avec l'indice EMBIG montant jusqu'à 0,9. Alors que l'exposition nette globale des marchés émergents au pétrole est relativement

1 Prix du pétrole et spreads souverains



Source : Datastream, Recherche Amundi

neutre, les répercussions sur les autres matières premières ont pesé sur le sentiment général. Néanmoins, les principaux indicateurs des fondamentaux souverains des marchés émergents n'augurent pas une dégradation importante. L'affaiblissement des balances courante et budgétaire de pays comme la Colombie et la Malaisie a été contrebalancé par des améliorations, notamment en Inde et dans les pays d'Europe centrale et orientale. Même si la faiblesse des devises est préoccupante en matière de crédit en raison de son impact sur les bilans des entreprises, elle n'a pas d'incidence directe sur les obligations souveraines. En revanche, **la faiblesse de la devise a joué le rôle important de stabilisateur automatique**, en permettant par exemple à la Russie d'éviter une dégradation notable de son solde budgétaire tout en dopant son compte courant. Les valorisations s'étant améliorées sur les ME, en valeur absolue et relative, les actifs en devise de réserve nous paraissent attractifs. C'est tout particulièrement le cas parce que les répercussions de la faiblesse des devises sont nettement moindres sur la performance des titres en devises de réserve que sur celle des titres en devises locales. **De plus, nous continuons d'observer un recul des émissions souveraines nettes.** Déjà en 2015, le total des émissions souveraines nettes devrait être négatif (à hauteur de 15 Mds de dollars), tendance qui pourrait se poursuivre en 2016, car les déficits budgétaires restent stables et la dette en devise locale est maintenant privilégiée pour le financement du déficit.

La divergence des dynamiques d'inflation milite en faveur d'une sélectivité pour la dette locale

Même si le thème de la désinflation mondiale est toujours d'actualité, l'**Amérique latine** se distingue comme la région subissant les plus fortes pressions inflationnistes, bien que celles-ci découlent pour l'essentiel de facteurs temporaires comme le taux de change et la hausse des prix alimentaires. Néanmoins, la crainte que les pressions inflationnistes liées à l'offre se reflètent dans les anticipations d'inflation peut entraîner un durcissement de la politique monétaire ou une absence d'assouplissement. En Amérique latine, nous pensons que le Chili, la Colombie, le Pérou et le Mexique vont durcir leur politique de taux en 2016. Même si le marché anticipe trop de relèvements des taux au Mexique, compte tenu du biais monétaire restrictif, la région n'est globalement pas attractive en termes de taux locaux.

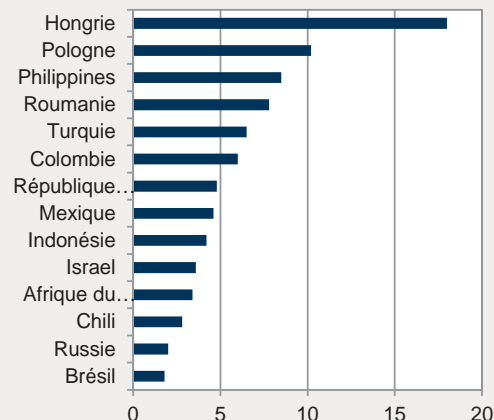
En revanche, les pays d'**Europe centrale et orientale** continuent d'afficher des dynamiques inflationnistes extrêmement favorables. Nous n'anticipons pas de relèvement des taux dans la région et les marchés locaux devraient être les premiers bénéficiaires du renforcement du QE de la BCE prévu en décembre.

En **Asie**, l'Inde reste un pays que nous privilégions, car comme l'inflation y est structurellement réduite, le Gouverneur Rajan disposera d'une marge de manœuvre pour un nouvel assouplissement et pourra attirer des investissements supplémentaires en dette locale. Le reste de la région pourra connaître une période plus agitée sur le segment de la dette locale en raison des pressions exercées par la volatilité des changes.

Devises émergentes: de nombreux ajustements déjà réalisés, mais la volatilité pourrait rester élevée en 2016

Depuis le « Taper Tantrum » de 2013, les devises émergentes ont cédé environ 30 %, pour l'essentiel en 2015 du fait de l'incertitude entourant la politique de la Fed, ainsi que des craintes d'atterrissage forcé en Chine, de l'effondrement des prix des matières premières et d'inquiétudes quant aux difficultés de certaines entreprises des marchés émergents, notamment au Brésil. Même si nous pensons que le recul des devises émergentes était pour l'essentiel justifié, nous pourrions observer une stabilisation en 2016. **L'ensemble des devises émergentes se sont déjà adaptées au choc des termes de l'échange et la plupart se négocient bien en dessous de leurs taux de change effectifs réels moyens à 5 et 10 ans.** La principale difficulté structurelle pour les devises émergentes est peut-être la faiblesse générale que nous observons au niveau des échanges mondiaux. Nous notons une diminution substantielle de l'élasticité

2 Stock de dette souveraine en devise non domestique (% PIB)



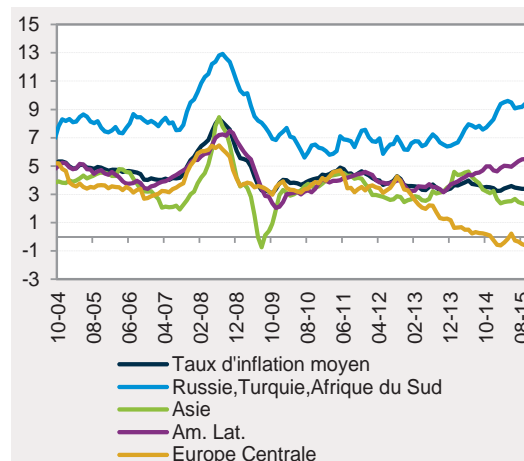
Source : BRI, JP Morgan, Recherche



Les valorisations s'étant améliorées sur les marchés émergents, en valeur absolue et relative, les actifs en devise de réserve nous paraissent attractifs



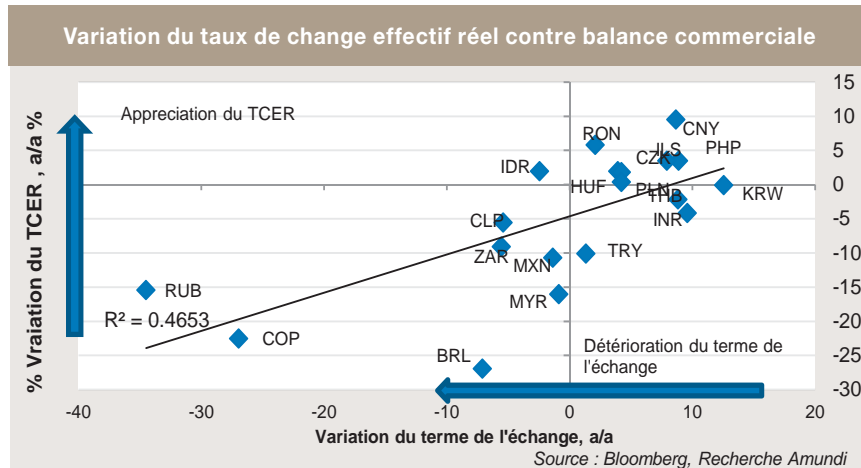
3 Inflation % (glissement annuel)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



du commerce mondial à la croissance mondiale. Par conséquent, **les devises émergentes doivent se déprécier davantage que par le passé pour générer le même volume d'exportations qu'avant la crise financière**. Toutefois, le surajustement déjà observé des taux de change effectifs réels des devises émergentes pourrait déjà refléter une grande partie de ce thème structurel lié au commerce.



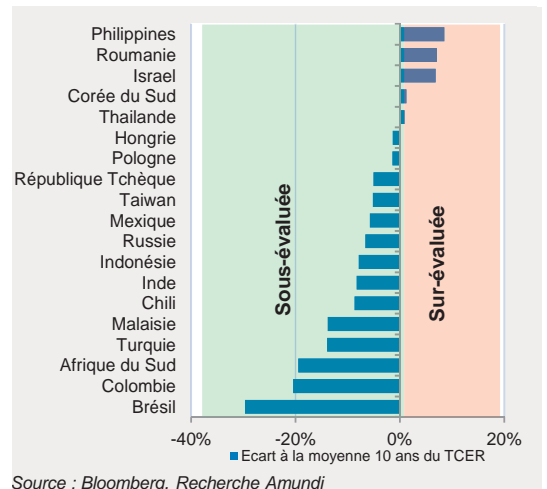
La dette émergente est préoccupante dans le secteur corporate. Au cœur des interrogations actuelles figure la capacité des entreprises émergentes à continuer à émettre des instruments de dette à des taux bas et avec des maturités de plus en plus longues. Selon le FMI, le levier des entreprises émergentes, mesuré comme le stock de dette rapporté au PIB, s'est accru de 15 points de pourcentage (de 60 % à 75 %) depuis 2011 en passant de 11 000 Mds de dollars à 18 000 Mds¹. Nous notons toutefois que **les nouvelles émissions de dette viennent pour l'essentiel de Chine, tandis que le reste des marchés émergents sont en fait en phase de désendettement progressif**.

L'augmentation globale de la dette *corporate* s'explique par des facteurs cycliques et structurels. Parmi les premiers, on peut citer le boom ces dernières années des secteurs de la construction et de l'énergie. Sur le plan structurel, la réglementation post crise 2008 a en particulier conduit à une diminution du crédit bancaire transfrontalier. Les émissions d'obligations ont donc compensé une baisse tendancielle de l'offre de crédit.

Conclusion

L'année qui se profile sera difficile pour les marchés émergents en raison de la volonté de la Fed d'abandonner sa politique monétaire ultra-accomodante et de la vigilance extrême des marchés vis-à-vis des données chinoises. Nous sommes relativement optimistes à l'égard de l'évolution de ces deux facteurs globaux. Les intervenants de marché s'inquiètent également de l'augmentation de la dette des entreprises des pays émergents. Cette tendance sera importante en 2016 alors que les coûts de financement sont en hausse. Toutefois, **si l'on exclut la dette des entreprises chinoises, la dette globale des marchés émergents est plutôt stable depuis trois ans**. Si l'on tient compte de la très forte probabilité d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE, les conditions globales devraient être relativement favorables aux actifs des marchés émergents en 2016. Au sein de la classe d'actifs émergente, **nous privilégions la dette libellée en devise forte**. Les valorisations sont attractives (une sorte d'oasis dans un désert de rendement) et la détérioration des fondamentaux n'a pas été généralisée. **La dette extérieure des pays d'Europe de l'Est et centrale demeure l'un de nos principaux paris**. Ces pays enregistrent une accélération de leur croissance, bénéficient d'une situation budgétaire

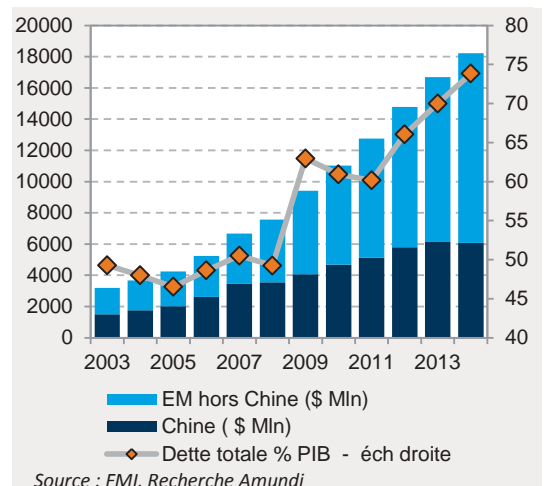
4 Une simple mesure de valorisation fondée sur les taux de change effectifs réels



La principale difficulté structurelle pour les devises émergentes est la faiblesse des échanges mondiaux



5 Stock de dette EM corporate (% PIB)



¹ FMI (2015). Rapport sur la stabilité financière, avril 2015.

globalement stable et d'une augmentation de leurs excédents courants. Le processus de désendettement qui y est à l'œuvre est également une tendance favorable. **Nous privilégions la Hongrie, la Roumanie et la Croatie.** Nous observons des divergences sur le segment de la dette en devise locale, la hausse de l'inflation en Amérique latine exerçant des pressions sur toutes les banques centrales de la région pour relever les taux d'intérêt. Cette situation sera compensée par des pressions désinflationnistes persistantes dans les pays d'Europe de l'Est et centrale et en Asie. Parmi les pays offrant les rendements les plus élevés (Turquie, Russie et Afrique du Sud), **c'est en Russie que nous voyons les forces désinflationnistes les plus fortes.** Les titres obligataires de ce marché devraient bien se comporter en 2016. Au cours des trois dernières années, les devises des pays émergents ont connu un ajustement important. Elles ont quasiment absorbé le choc lié aux termes de l'échange et elles sont assez éloignées de leurs moyennes sur 10 ans. Nous pensons donc que la volatilité de ces devises va rester élevée en 2016, alors qu'elles se sont presque toutes inscrites en baisse face au dollar depuis 2013. **Le Brésil devrait à nouveau être victime d'une volatilité marquée en 2016.** Il conviendra de surveiller la position du ministre des Finances Joaquim Levy et la probabilité d'une destitution de la présidente Dilma Rousseff.



Le Brésil devrait à nouveau être victime d'une volatilité marquée en 2016



Flux de capitaux vers les marchés émergents

JULIEN MOUSSAVI, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

-25 % en 2015 à cause de la Chine, de la Russie, du Brésil, des devises et des matières premières

En 2015, les flux de capitaux au titre des investissements de portefeuille en direction des marchés émergents ont chuté de près de 25 % pour atteindre leur niveau de l'été 2010. Cette baisse est le fruit de sorties de capitaux à la fois de la part des non-résidents mais aussi, fait nouveau, de la part des résidents eux-mêmes. Ceci étant, les sorties de capitaux ont été plus importantes sur les marchés d'actions que sur les marchés obligataires. Les facteurs qui expliquent ces sorties de capitaux ne sont pas nouveaux mais ils ont eu tendance à s'intensifier en 2015. Du côté des facteurs domestiques, le manque de vigueur de la croissance des marchés émergents, les interrogations quant au ralentissement chinois, la baisse des prix des matières premières et la montée en puissance du risque idiosyncratique en Europe de l'Est et au Moyen-Orient ont pesé sur l'aversion au risque. Concernant les facteurs plus globaux, la divergence des politiques monétaires au sein des marchés développés avec une Fed moins *dovish* que ses homologues, BCE et BoJ en tête, a contribué à rendre encore plus volatils des marchés déjà empreints d'incertitude.

Globalement, par rapport aux sorties massives de capitaux qui ont eu lieu après l'annonce du Fed *tapering* en mai 2013, l'année 2015 a été marquée par des sorties de capitaux (en volume) de même ampleur sur les marchés d'actions émergents (-28,2 % cette année contre -30,7 % *post-tapering*) mais moitié moindre sur les marchés obligataires émergents (-18,7 % cette année contre -41,1 % *post-tapering*). De plus, la fuite de capitaux liée au Fed *tapering* n'a pas eu le temps d'être totalement recouverte et une nouvelle tendance baissière s'est amorcée dès l'automne 2014. Cependant, ces faits stylisés diffèrent d'une région émergente à une autre et d'une classe d'actifs à une autre.

Sur les marchés obligataires, l'Asie émergente se distingue par des sorties de capitaux beaucoup plus contenues qu'en Amérique latine et en EMEA. Et pour cause, les marchés émergents les plus concernés par les récentes turbulences sont ceux qui présentent, entre autres, des déficits élevés de compte courant, des incertitudes politiques marquées et/ou de fortes expositions aux matières premières (Afrique du Sud, Brésil, Russie, et Turquie, par exemple).

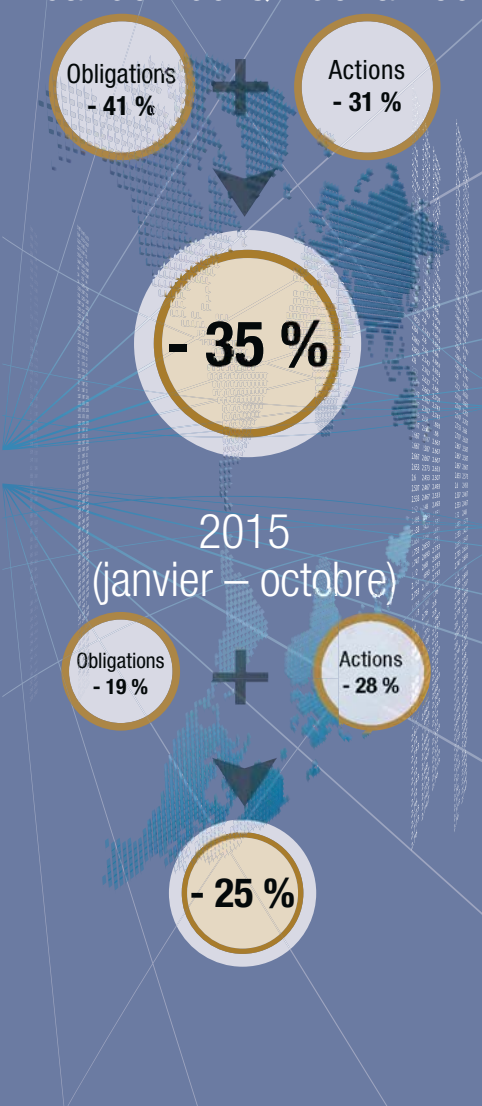
Sur les marchés d'actions, les sorties de capitaux ont été plus importantes et c'est l'Asie émergente qui se distingue une nouvelle fois mais cette fois-ci pour de mauvaises raisons. En effet, l'éclatement de la bulle spéculative sur les marchés d'actions chinois à l'été 2015 a ravivé les interrogations quant au ralentissement de la Chine et s'est notamment traduit par d'importantes sorties de capitaux quasiment sans aucun discernement ni sélectivité sur l'ensemble des marchés d'actions d'Asie émergente. Les marchés d'actions d'Amérique latine et de l'EMEA ont aussi été touchés par des sorties de capitaux en 2015 mais dans une moindre mesure.

En 2016, les investissements de portefeuille vers les marchés émergents pourraient rebondir par rapport à 2015 mais sans réelle tendance alors même que les risques demeurent orientés à la baisse. En effet, les facteurs d'incertitudes présents en 2015 devraient perdurer en 2016. Les perspectives de croissance des marchés émergents restent bien en dessous de leur tendance passée (ralentissement de la Chine, récessions russe et brésilienne). De plus, les prix des matières premières pourraient rester durablement bas, les risques géopolitiques devraient demeurer une source importante d'incertitudes, tout comme la divergence de politiques monétaires au sein des marchés développés.

Enfin, du point de vue des facteurs techniques, les entreprises des marchés émergents restent fortement exposées au risque de change, et ce principalement sur les marchés obligataires. Sur les marchés d'actions, les flux sont sortis massivement des marchés émergents en 2015 mais ils pourraient rebondir en 2016 même si la prudence doit rester de mise étant donné les risques présents à court terme.

Marchés émergents : sorties de capitaux

Abandon du QE de la Fed



Marchés d'actions en 2016 et au-delà

8 De la peur à l'espoir

ÉRIC MIJOT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

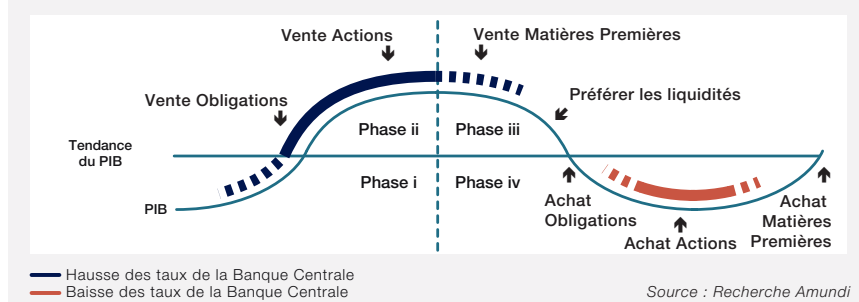
2015 aura été marqué par deux événements clés : 1) dès janvier, les marchés d'actions ont accéléré à la hausse grâce au QE de la BCE, 2) le 11 août, la modification du régime de change de la Chine a provoqué une « panique » suffisamment importante pour mettre fin au cycle boursier qui avait démarré en mars 2009. En revanche, le cycle économique global va se prolonger au-delà de 2015. Le contre-choc pétrolier en pleine année préélectorale aux États-Unis apporte des arguments suffisants pour cela (voir graphique 1). Les marchés d'actions vont donc démarrer un nouveau cycle boursier pour faire le lien jusqu'à la récession qui finit toujours par ponctuer les cycles économiques.

Quand un nouveau cycle boursier prend corps (fin 2015/début 2016 ?), la hausse est historiquement au moins de 40 % et au minimum de 14 mois. Mais les catalyseurs tardent à se mettre en place cette fois-ci. Par ailleurs, rappelons qu'en 1998 et en 2006, lors des deux derniers cas où le marché a ainsi fait le lien entre la fin d'un cycle boursier et la fin du cycle économique, les profits progressaient, alors que ce n'est plus le cas aujourd'hui aux États-Unis.

À ce stade, il est donc difficile d'anticiper un mouvement de cette ampleur dans le cadre d'un scénario central. Par prudence on retient pour l'instant un retour vers les points hauts de 2015 pour les principaux pays développés (+25 % par rapport à leurs points bas du 24 août pour la zone euro et du 29 septembre pour le Japon, +15 % aux États-Unis). On reste encore prudent sur les marchés émergents pour lesquels on ne prévoit qu'un simple rebond (+15 %, également depuis leur point bas) vers les résistances qui ont servi de support depuis 2012. On revisitera cette position en fonction de la puissance des catalyseurs quand ils se déclencheront.

Les marchés ne sont pas tous positionnés dans la même phase du cycle de l'investissement¹

Le cycle des actifs



- Les États-Unis (neutre) sont en phase iii (voir graphique ci-dessus) depuis la fin du *Tapering* (second semestre 2014) : la phase iii est typiquement l'antichambre de la récession qui couve et qui se révèle en phase iv. Mais elle peut aussi être propice aux exagérations de marchés portés par des liquidités abondantes. Aussi, la Fed essaye aujourd'hui de naviguer entre deux priorités tout en gardant un biais prudent : ne pas précipiter la fin de cycle sans pour autant alimenter de nouvelle bulle comme ce fut le cas en 1998 ou en 2006. À 17 fois les profits des 12 derniers mois (soit moins que 20-l'inflation) le PER du marché américain n'est pas en territoire excessif. En revanche, le cycle des profits est déjà bien mûr (baisse des marges enclenchée, croissance nulle des profits en 2015 selon Ibes). Au total, les actions américaines pourraient donc

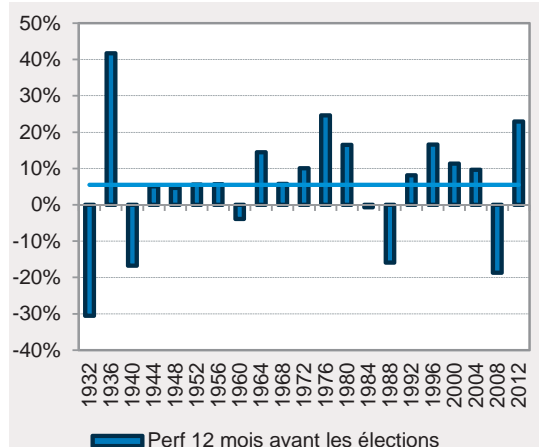
¹ Voir *Discussion Paper Series DP N° 7* : « Les cycles courts de l'investissement : notre feuille de route ».

L'essentiel

La « panique » d'août 2015 a mis fin au cycle boursier qui a démarré en 2009. Mais le contre-choc pétrolier en année préélectorale américaine devrait permettre au cycle économique d'aller plus loin. Les marchés d'actions vont donc redémarrer un nouveau cycle boursier pour faire le lien avec la fin du cycle économique.

Pour cela, il faut notamment que la Chine rassure sur la maîtrise de son ralentissement économique. Aussi adoptons-nous une position intermédiaire. Nous prévoyons pour l'instant que les principaux marchés développés retrouvent seulement leurs plus hauts de 2015 et restons encore prudents sur les émergents. Nous identifions des thématiques transversales liées au contre-choc pétrolier (consommation), à l'épuisement de la hausse du dollar (valeurs domestiques), au bas niveau des taux (rendement soutenable, fusions et acquisitions), mais aussi régionales (« momentum » en zone euro, « stock-picking » au Japon, « qualité » aux États-Unis). Enfin, attention aux portes de saloon, car les actifs les plus survendus sont bien sûr ceux qui rebondiront le plus dans un premier temps si les catalyseurs se déclenchent au niveau de la Chine et des matières premières.

1 Performance du S & P500 12 mois avant les élections présidentielles américaines



Source : Shiller, Recherche Amundi

tenir mais sans faire d'étincelles. Cette phase incertaine est propice au style « **Qualité** » et à la **recherche de rendement pérenne**.

- **La zone euro (surpondérée) est passée en phase ii** début 2015 avec le QE de la BCE. Le **Japon (surpondéré à neutre)** y était déjà. En phase ii, la performance des actions repose avant tout sur la croissance des profits. L'effondrement des devises émergentes cet été amoindrit cet argument. Nous pensons que les profits tels qu'ils figurent dans le consensus seront révisés à la baisse par les analystes. Mais il restera quelques 5-6 % de hausse en zone euro et une fois les taux de change des pays émergents stabilisés, la dynamique devrait redevenir positive. La valorisation de ces marchés n'est pas excessive (PER de 15x pour les 2 régions). Compte tenu des politiques de QE, une reflation des PER est même envisageable. Nous voyons donc plus d'arguments cycliques en faveur de la zone euro que pour les États-Unis. Cette phase ii est tout d'abord propice au style « **momentum** » (**zone euro**). Ensuite, le « **stock-picking** » s'impose (**cas du Japon**, plus ancien dans cette phase).

- **Les émergents (encore sous-pondérés pour l'instant) sont en phase iv.** La Chine avait relancé la croissance mondiale en 2008 en injectant une dizaine de pourcents de son PIB dans des travaux d'infrastructure. Le rebond qui a suivi n'a pas permis à la rentabilité des capitaux propres (*Return on Equity*) des pays émergents de rejoindre leurs plus hauts (voir graphique 2). Le RoE n'a cessé de baisser depuis la fin du printemps arabe en 2011, de même que les devises associées, ce qui traduit un désintérêt croissant pour une classe d'actifs dont le principal atout (une croissance plus dynamique qu'ailleurs) s'étiolle.

Les flux sortants sur les actions émergentes atteignent désormais -2 écart-types (voir graphique 3), comme lors du redémarrage d'octobre 2008. Mais la grande différence est que l'effort de relance n'est en rien comparable. Cet argument justifie donc un rebond tactique et non pas cyclique. Par ailleurs, si la valorisation a rejoint elle aussi 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. Il faudrait donc que la politique chinoise de petits pas (sur le taux de réserves obligatoires, les taux directeurs, 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.

Par ailleurs, tant que les conditions monétaires des pays aux balances courantes négatives se détériorent, les marchés émergents restent en zone de risque. Le FMI souligne que les prêts aux acteurs privés des pays émergents sont passés de US\$ 4000 à US\$ 18000 Mds de 2004 à 2014... Un défaut systémique reste donc envisageable.

En phase iv, le mieux est de chercher avant tout à « **préserver son capital** ». Quand on reprend du risque sur les marchés émergents, il est préférable d'investir d'abord sur le marché obligataire (en dollar) avant de revenir sur les actions. La stabilisation puis le retournement des devises à la hausse devraient nous donner le signal. Ce moment pourrait arriver dans les prochains mois. Il faut au minimum **s'attendre à une ou plusieurs tentatives de rebonds marqués**, surtout sur les marchés les plus survendus.

Néanmoins, certaines thématiques sont transversales

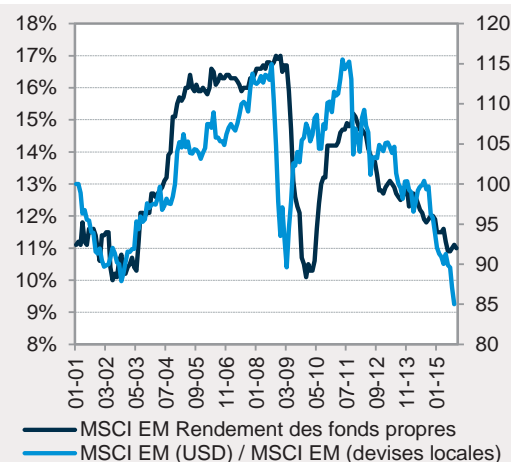
• La recherche de rendement soutenable

Ce thème n'est pas nouveau. Il est porté par le bas niveau des taux partout dans le monde. Par extension (retour à l'actionnaire), on peut aussi mentionner le rachat d'actions. Ce thème, qui a bien délivré aux États-Unis, pourrait désormais gagner en importance en Europe et au Japon.

• La croissance domestique : un nouveau thème porteur

Depuis 2009, le change joue un rôle important dans l'évolution des profits. Les fortes dépréciations du dollar et de la livre, puis du yen et enfin de l'euro ont permis successivement aux profits américains, puis japonais et plus récemment européens de repartir à la hausse. En revanche, la baisse structurelle de la rentabilité des pays émergents n'a pas encore permis un retour à meilleure

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



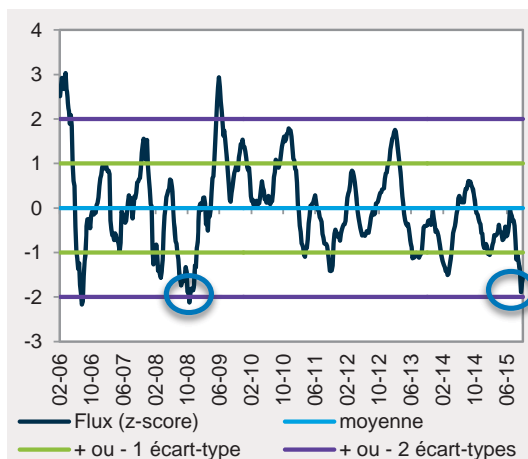
Source : Datastream, Recherche Amundi



Émergents : rebond plus tactique que cyclique



3 Flux : actions émergentes (en nombre d'écart-types)



Source : EPFR, Recherche Amundi

fortune des profits de cette dernière zone. Si on admet que le geste de la Chine en août 2015 marque la fin de la forte appréciation du dollar, l'impact du change sur les profits devrait désormais être plus neutre. Dans le même temps, la croissance des pays développés est avant tout tirée par la consommation des ménages.

• **Attention aux portes de salon : violente rotation à prévoir sur les styles « value » et « growth »**

Les valeurs de croissance (growth), d'ailleurs souvent tournées vers la consommation, surperforment les valeurs décotées (value) depuis la crise de Lehman Brothers en 2008 (voir graphique 4). Les cycles où la croissance est le thème leader se terminent toujours par une exagération à la hausse de la surperformance de ces valeurs. Elles ont déjà largement surperformé cet été, du fait de la « panique » sur les actifs liés au monde émergent et aux matières premières.

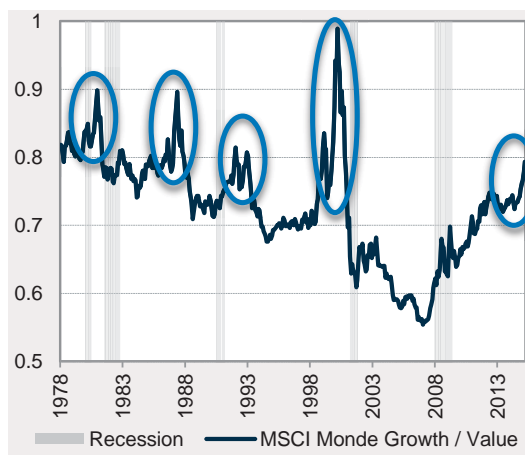
Ça devrait encore être le cas dans le courant de l'année prochaine. Le bas niveau des taux, la rareté de la croissance, le contre-choc pétrolier qui favorise les valeurs de consommation, le manque d'alternatives, tous ces éléments plaident en faveur de ces valeurs qui ne sont pas forcément toutes bon marché.

Mais entre-temps, l'histoire nous enseigne (voir graphique 4) qu'on peut facilement imaginer un rallye puissant en faveur de la thématique value qui est survenue. Ce qui est cohérent avec l'idée que les investisseurs soient suffisamment rassurés sur l'évolution du côté des émergents/matières premières pour faire repartir l'ensemble des marchés dans la bonne direction à la faveur d'une hausse des PER.

En conclusion, nos choix d'investissement s'articulent autour de 5 axes clés

1. **Contre-choc pétrolier**: préférer les valeurs de consommation des marchés développés.
2. **L'essentiel de la hausse du dollar est derrière nous**: valeurs domestiques des marchés développés.
3. **Positionnement dans le cycle de l'investissement**: la zone euro présente le meilleur couple rentabilité-risque, suivi du Japon. Préférer le « Momentum » en zone euro, le « Stock-Picking » au Japon et la « Qualité » aux États-Unis.
4. **Des taux bas pour longtemps**: favorables aux rendements soutenables, au rachat d'actions, aux fusions/acquisitions.
5. **Démarrage d'un nouveau cycle boursier**: rebond technique dans un premier temps de ce qui a été survenu, comme le thème « value », les marchés émergents, les secteurs de l'énergie et des matériaux par exemple.

4 MSCI Monde Growth/Value



Source : Datastream, Recherche Amundi

“ Attention aux portes de salon ! ”



Que disent les *Mappings* sur les actions internationales? La méthodologie Amundi

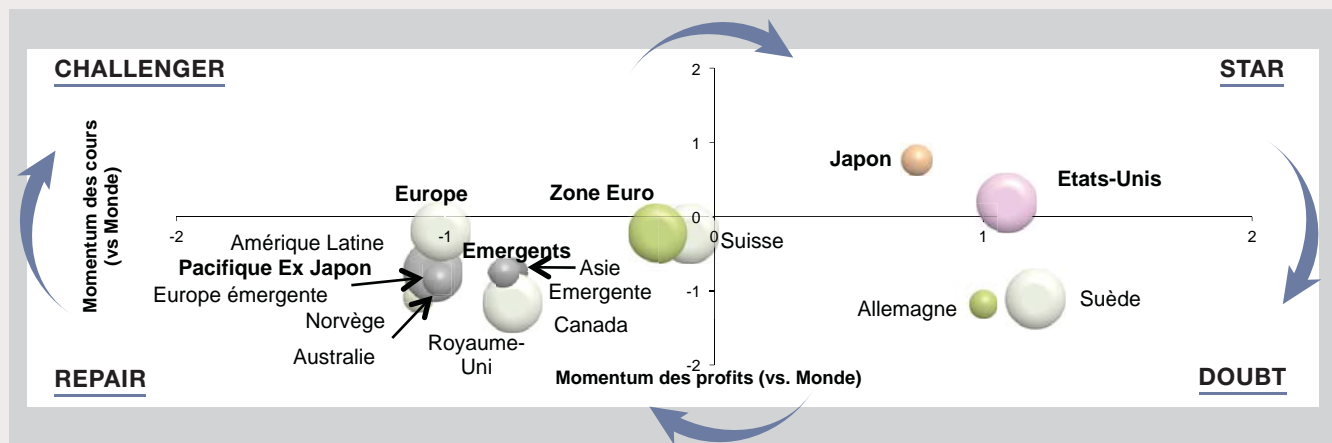
ÉRIC MIJOT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Ces *Mappings* sont des outils d'aide à la décision. Leur but est de positionner les marchés les uns par rapport aux autres, un peu comme on prendrait une photographie de la situation existante. Ce qui permet de dégager des problématiques et de suggérer des réponses objectives.

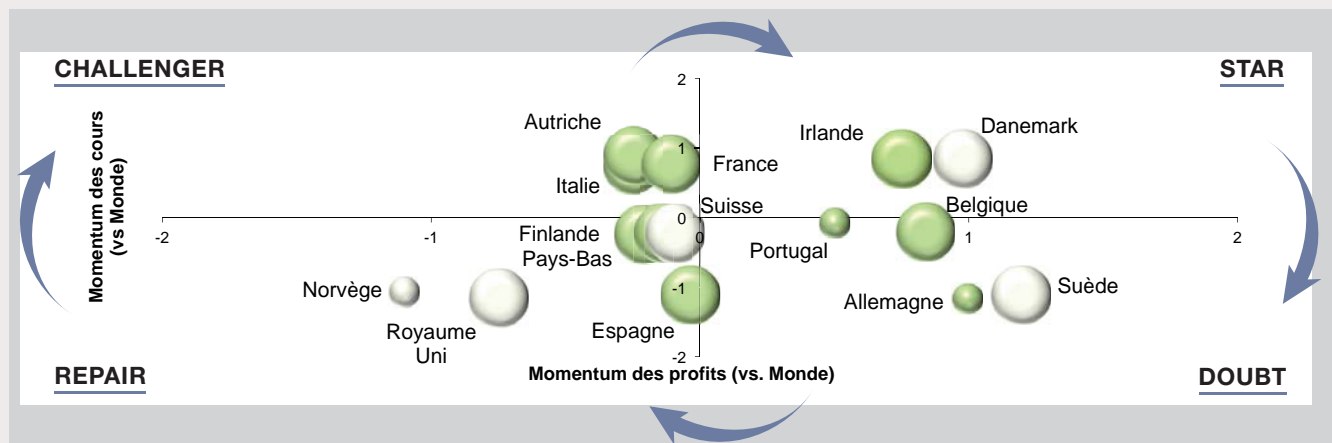
Méthodologie

Les marchés actions sont positionnés selon 3 axes. L'axe horizontal s'intéresse au *momentum* des profits (indices de profits et net up), l'axe vertical au *momentum* des cours (indices boursiers et flux) et la taille des cercles à la valorisation (PER et PBV). Ces trois dimensions sont mesurées en dollar et en relatif au MSCI Monde. Enfin, les couleurs font référence à des zones géographiques (USA, Asie, EMU, Europe ex EMU, GEM), ou à des groupes sectoriels (financières, cycliques, matières premières, défensives). Comme les cours anticipent les profits, le sens de rotation naturel est celui des aiguilles d'une montre.

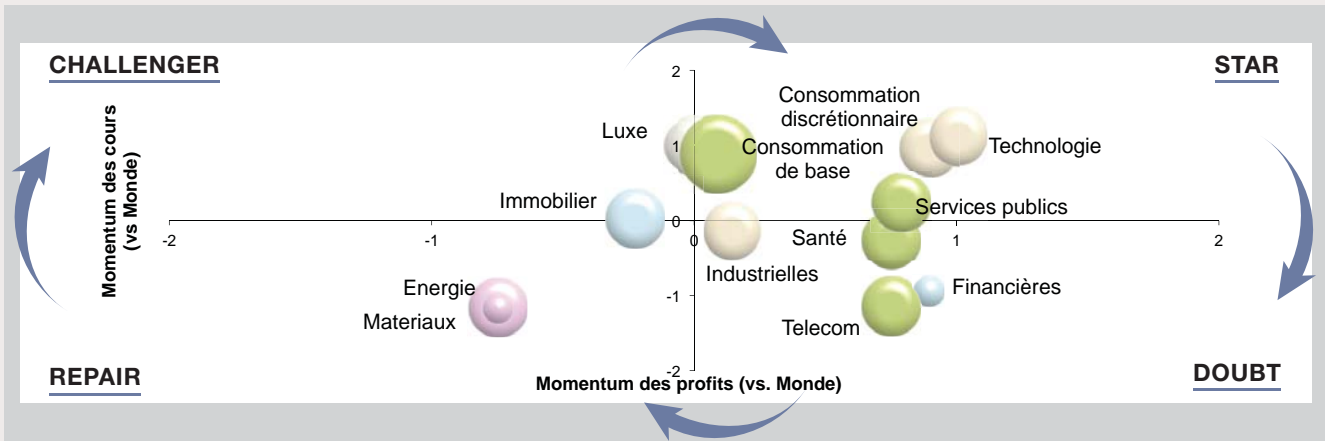
Le **Mapping global** positionne encore les **États-Unis** en STAR mais désormais à la limite de la zone suivante (DOUBT). Le **Japon** prend le relais; pas très cher, il devrait continuer de surperformer. La **zone euro** suit derrière, en position neutre pour l'instant. Enfin, les **émérgents** sont encore un peu plus loin dans le processus (REPAIR) mais leur valorisation indique qu'une partie du risque est intégré dans les cours.



Le **Mapping européen** fait ressortir plusieurs cas de figure. Les marchés les plus orientés « consommation » (**Belgique, Danemark**) figurent en STAR ou à la frontière, alors qu'à l'opposé (REPAIR) se trouvent les plus exposés aux matières premières (**Norvège, Royaume-Uni**). On visualise aussi que les pays au risque politique le plus élevé (**Royaume-Uni, Espagne**) se trouvent sous pression. En revanche, la **France et l'Italie** sont à l'orée de la zone STAR et constituent donc des opportunités. **L'Allemagne et la Suède** (marchés cycliques) sont en position plus délicate (DOUBT) mais pas encore en territoire de vente.



Le **Mapping sectoriel global** fait aussi ressortir la forte divergence entre le thème de la consommation (secteurs en STAR) et celui des matières premières (en REPAIR).



• **STAR** (en haut à droite)

Les marchés surperforment pour une bonne raison puisque les profits surperforment aussi les profits ailleurs dans le monde. Plus la taille du cercle est grande, plus le marché prend en compte cette situation et le potentiel se réduit.

• **DOUBT** (en bas à droite)

Les marchés sous-performent mais les profits résistent encore. Est-ce temporaire ?

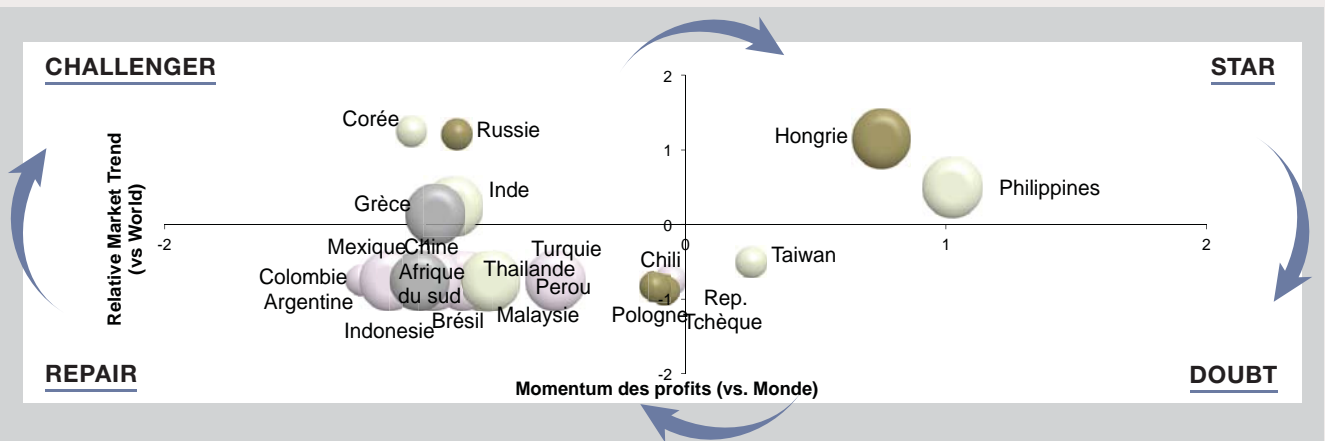
• **REPAIR** (en bas à gauche)

Les marchés sous-performent pour de bonnes raisons puisque les profits sous-performent aussi. Plus la taille du cercle est petite, plus le risque est pris en compte et le potentiel augmente. Attention cependant aux « Value Trap » !

• **CHALLENGER** (en haut à gauche)

Les marchés surperforment mais les profits ne suivent pas encore. Est-ce le début d'une nouvelle tendance ?

Le **Mapping émergent** reste quant à lui très concentré en zone REPAIR. On peut imaginer que si la Chine rassure, les marchés les plus survendus réagiront le plus vivement ; à savoir les marchés très exposés aux matières premières ainsi que ceux aux fondamentaux les plus fragiles. Toutefois, les marchés capables de tenir la distance pour inverser la tendance et rejoindre le carré des STARS seront ceux dont les profits se reprendront en dépit d'une appréciation de la devise. À ce stade, notre *Mapping* pointe en faveur de rares marchés d'Europe de l'Est (**Hongrie, Russie**) et d'Asie (**Philippines, Corée et Inde**). Ces pays ont en commun qu'ils présentent des balances courantes positives ou en amélioration (Inde). Importateurs nets de pétrole, ils profitent aussi de la baisse des prix du baril (sauf bien sûr la Russie). Aucun pays d'**Amérique Latine**, ni la **Turquie** ou encore l'**Afrique du Sud** ne ressortent de manière favorable à ce stade.



Marchés d'actions en 2016 et au-delà

9 Quels secteurs pour demain ?

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Bilan boursier 2015. Depuis le début de l'année, les indices MSCI des États-Unis, de l'Europe et de la zone euro ont varié respectivement de +1 %, +4 % et 11 %. Dans le même temps, des deux côtés de l'Atlantique, on retrouve peu ou prou les mêmes secteurs en tête (consommation courante, discrétionnaire, santé, technologie et télécom) et surtout en queue du classement (produits de base, énergie et services collectifs)¹. Une telle **homogénéité**, alors que ces marchés ne sont pas dans la même phase du cycle d'investissement, confirme l'impact de **puissants facteurs transversaux**; le **ralentissement de la croissance émergente** ayant déprimé le cours des matières premières et la **baisse des prix de l'énergie** ayant redonné du pouvoir d'achat aux ménages. Au total, tout ceci a contribué à la surperformance de la consommation d'une part et à la sous-performance des valeurs pétrolières et des producteurs d'électricité d'autre part.

Un moment charnière. Alors que l'an prochain, les marchés devraient connaître une nouvelle étape de hausse², qu'en sera-t-il de la hiérarchie sectorielle? La réponse à cette question primordiale est d'autant plus **ardue** que l'économie mondiale se rapproche d'un moment charnière. Selon notre scénario central, **la croissance globale 2016 demeurerait du même ordre qu'en 2015** (+2,9 %), les pays développés limitant la baisse de cadence des émergents. **En revanche**, entre l'arrivée à terme de la reprise « cyclique » des pays développés et la poursuite de la « transition » chez les émergents, **elle pourrait ralentir autour de +2,6 % à l'horizon 2017-18**. En d'autres termes, si la **perspective de fin de cycle** économique apparaissait lointaine jusque-là, celle-ci se rapproche désormais, notamment aux États-Unis, plus avancés que la zone euro dans ce cycle. Au plan sectoriel, la synchronisation observée en 2015 pourrait dès lors s'atténuer et la pesanteur du cycle reprendre ses droits. **Sauf accident** (crise du crédit, atterrissage heurté en Chine...) cette fin de cycle ne serait pas nécessairement brutale. Les perspectives de croissance mondiale demeureraient toutefois durablement amoindries; les +4,1 % de croissance moyenne du PIB prévalant avant crise (1997-2007) appartenant désormais à une époque révolue. Dans un cycle « normal », cette phase correspondrait à une période de « ralentissement » où la croissance demeure positive mais décélère. La différence cette fois-ci est que la croissance potentielle future s'annonce moindre et que les marges de manœuvre monétaire et budgétaire sont limitées.

Cycles d'investissements et performances sectorielles. Dans un environnement « normal » les cycles économiques et boursiers s'enchaînent -... récession, creux, début de reprise, expansion, pic, ralentissement, récession... — avec une surperformance des secteurs défensifs en début de récession et des cycliques lors des phases de reprise. Afin de mieux nous projeter vers 2016 et au-delà, il nous a donc semblé intéressant de revenir au préalable sur **l'enchaînement des différentes phases depuis le début de la crise financière**.

L'exemple du marché américain : un comportement classique. A posteriori, le comportement du **MSCI USA** est assez lisible et ses performances sectorielles sont conformes aux attentes. Ainsi, en prenant comme point de départ le krach de Lehman en septembre 2008, on distingue clairement les différentes périodes (cf. graphique 2) avec **l'effondrement initial du marché** (-42 %) lors de la crise financière, **suivi d'un puissant rebond** (+52 %) sur fond d'atténuation de la récession à partir du printemps 2009. **Cette reprise s'est ensuite élargie** du printemps 2010 au printemps 2013 et a entraîné le marché dans son sillage (+49 %) **jusqu'à ce qu'un changement de cap monétaire** de mai 2013

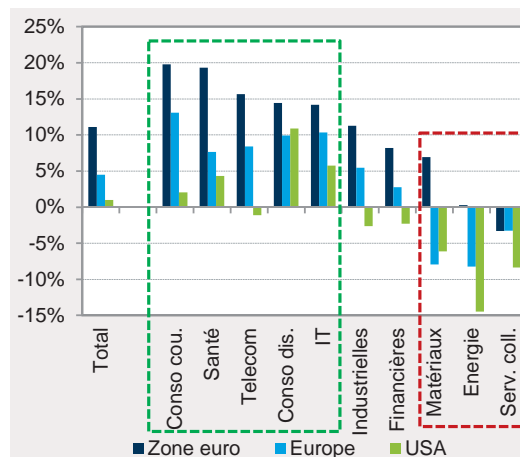
L'essentiel

D'ordinaire, les cycles s'enchaînent avec une surperformance des secteurs défensifs en début de récession puis des cycliques lors de la reprise. Un retour sur ces différentes phases depuis le choc de 2008 procure des indications précieuses pour le futur.

Aux États-Unis, où un cycle complet s'est déroulé depuis 2008, le « ralentissement » actuel pourrait se prolonger jusqu'à fin 2016. Cette décélération lente, différente des grands décrochages du passé, signifie que la rotation défensive ne serait pas imminente et demeurerait contenue. D'ici là, la surperformance de la consommation courante et discrétionnaire ainsi que de la technologie devrait se poursuivre. Après 2016, si le ralentissement s'accroît, on réduira la consommation discrétionnaire pour se reporter sur les télécom. En Europe, où le cycle est retardé, l'allocation devrait demeurer plus offensive qu'aux États-Unis, tout en tenant compte du ralentissement des émergents. On continuera donc de miser sur le *momentum* et la reflation domestique, via les financières, les médias, la technologie, les services aux consommateurs et la distribution alimentaire. Les taux étant appelés à demeurer bas, on complètera avec les télécom et l'énergie.

Un moment charnière

1 Bilan boursier 2015 par secteur (au 01/11) Eurozone, Europe, USA



¹ Voir graphique 1.

² Voir article précédent « Marchés d'actions en 2016 : de la peur à l'espoir ».

(pré-tapering) à octobre 2014 (fin du tapering) **signale l'apogée du cycle boursier (+22 %)**. Depuis lors, le marché est entré dans une **phase plus expectative** (+3 % depuis octobre 2014).

Dans le même temps, au **plan sectoriel**, on distingue bien (cf. graphique 3) la **surperformance relative des secteurs défensifs lors de la phase initiale de récession** (consommation courante, télécom, santé) **et à l'inverse, des secteurs cycliques, sensibles à la baisse des taux, en début de reprise** (financières, consommation discrétionnaire, industrielles). **De même aujourd'hui**, en cette fin de cycle plus indécise – incertitudes liées aux pays émergents, aux matières premières, à la Fed et à la faible dynamique de l'investissement – où le marché fait du surplace depuis plus d'un an, **les secteurs en vogue sont ceux liés aux dépenses des ménages** (consommation discrétionnaire et courante, IT³ et santé) dont le pouvoir d'achat a bénéficié de la poursuite de l'amélioration du marché du travail et des bas prix de l'énergie.

L'exemple du marché européen: un cycle biaisé. Le parcours du **MSCI Europe** (cf. graphique 4) est **différent** de son homologue américain puisque le Vieux Continent a subi deux récessions sur la période au lieu d'une seule (crise financière de 2008-2009 puis crise souveraine de 2011-2012). Dès lors, si les deux marchés ont connu **des évolutions très semblables lors des deux premières phases du cycle** (effondrement puis rebond initial -38 % et +40 % en Europe vs. -42 % et +52 % aux États-Unis), **en revanche, le rebond européen amorcé à l'automne 2009 a vite plafonné** (printemps 2010) pour retomber dès l'automne 2011. Au total, de **septembre 2009 à juin 2012**, les marchés européens ont donc fait du surplace alors que Wall Street s'envolait. Ce n'est finalement qu'à partir de juillet 2012 et le fameux « *Whatever it takes* » de M. Draghi que **les marchés européens**, précédant de six mois la reprise économique effective, ont été libérés (+39 %).

De même au plan sectoriel (cf. graphique 5), on retrouve en **début de période quasiment le même processus qu'aux États-Unis** à savoir une nette surperformance des défensives (télécom, consommation courante, santé) en début de récession puis des cycliques (financières, industrielles) au moment de la reprise. On signalera toutefois une nuance concernant le comportement respectif de la consommation discrétionnaire et des matériaux de base lors de la reprise initiale de 2009. Même si tous deux ont surperformé leur marché de référence, en Europe, les matériaux de base ont fait nettement mieux que la consommation discrétionnaire alors que ce fut l'inverse aux États-Unis. Selon nous, ceci est dû au fait que l'Europe est plus ouverte à l'international et que la reprise domestique y fut moins forte qu'aux États-Unis. Dans ce contexte, alors porteur pour les économies émergentes, l'Europe bénéficia davantage de l'effet d'entraînement lié aux matières premières. Il est également intéressant d'observer qu'au **moment du « ralentissement » de juin 2010 à septembre 2011 puis de la « seconde récession » de septembre 2011 à juillet 2012**, le marché européen s'est d'abord mis sur un **mode sectoriel défensif classique** (surperformance de l'énergie du fait du rendement, de la santé et de la consommation courante). Puis, avec l'avènement de la crise souveraine, s'est **superposée une nouvelle thématique transversale** avec, côté pile (à l'achat) la consommation discrétionnaire du fait de la croissance alors salvatrice des pays émergents et côté face (à la vente) les secteurs les plus exposés au risque souverain (services collectifs, télécom, financières).

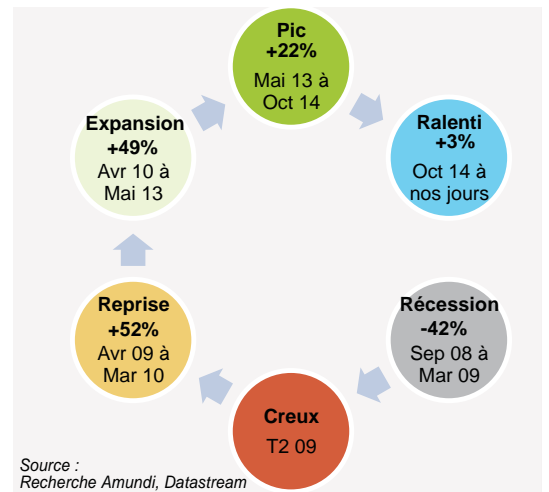
Nos convictions sectorielles pour 2016 et au-delà

Comme nous l'avons vu plus haut, cycles d'investissements et performances sectorielles sont intimement liés même si de temps à autre des facteurs transversaux inédits viennent se rajouter aux schémas classiques.

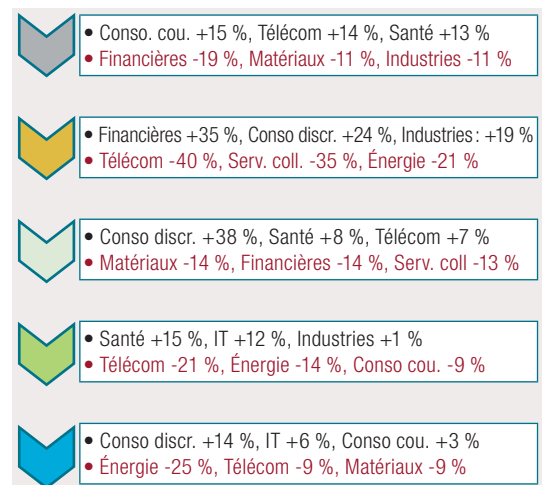
S'agissant des États-Unis, ceux-ci ont opéré un cycle complet depuis septembre 2008 et se retrouvent depuis près d'un an déjà (octobre 2014) dans cette fameuse phase de « **ralentissement** » où la croissance demeure positive

³ Aux États-Unis, les caractéristiques du secteur IT sont assez proches de celles de la consommation discrétionnaire du fait de valeurs comme Apple ou Microsoft, alors qu'en Europe, avec SAP ou Amadeus..., elles s'apparentent davantage aux industrielles.

2 Cycle d'investissement américain (MSCI USA) depuis septembre 2008



3 Performance relative MSCI USA par secteur du 1/09/2008 au 01/11/2015



“ États-Unis : vers une rotation défensive contenue en 2016 ”



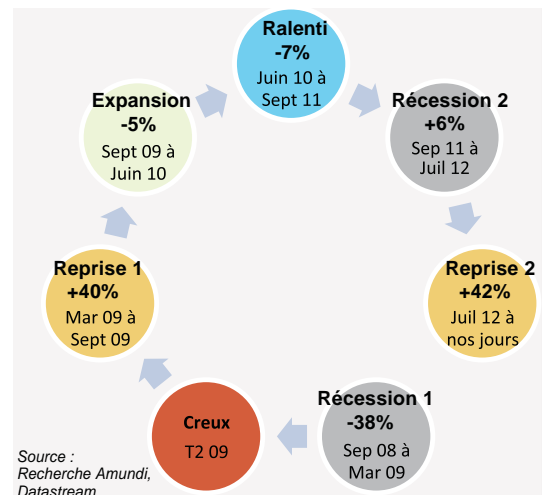
mais décélère. En principe, la phase suivante du cycle est la « récession » mais, dans le cas d'espèce, le plus probable est que cette période de « ralentissement » se prolonge en 2016 (croissance du PIB à +2,2 % après +2,4 % en 2015) du fait des élections américaines et des bas prix de l'énergie⁴. En revanche, à partir de 2017, l'économie américaine devrait connaître une décélération plus marquée avec un taux de croissance de +1,8 %, se rapprochant du potentiel moyen terme. Au plan sectoriel, **cette lente décélération**, très différente des décrochages de 4 à 5 % observés en 1989-1991, 1999-01, 2007-09, signifie que **la grande rotation vers les secteurs défensifs ne serait pas imminente** – pas avant fin 2016 – **et demeurerait contenue**. D'ici là, **les tendances récentes devraient perdurer**, à savoir une surperformance de la consommation (consommation courante, discrétionnaire et IT). En revanche, **à partir de fin 2016, si les perspectives de décélération de l'économie américaine se confirment, il faudrait accentuer le côté défensif de l'allocation**. On conserverait alors la consommation courante, qui fonctionne bien à ce stade du cycle. On conserverait également l'IT, dont la qualité hors norme des business models, protège des fluctuations économiques. En revanche, on réduirait son exposition à la consommation discrétionnaire (automobile, hôtellerie-loisirs...) plus vulnérable en cas de ralentissement marqué. Sur quels secteurs se redéployer alors ? Classiquement, lors de cette phase, en sus de la consommation courante, il convient d'être investi sur les télécom et la santé. Si, le moment venu, une exposition accrue aux télécom nous semble adaptée, concernant la santé, il faudra être vigilant quant à l'évolution de la polémique sur la maîtrise des frais médicaux en cas de succès des Démocrates.

S'agissant de l'Europe, et en particulier de la zone euro, **cette dernière est à la fois moins avancée dans le cycle économique** que les États-Unis — sa croissance devrait continuer de croître sur des bases basses en 2016 voire 2017- **et sa politique monétaire devrait demeurer accommodante plus longtemps**, avec un QE dont les principales modalités pourraient être revues à la hausse si nécessaire. Le fait que l'Europe soit donc en retard dans ce cycle par rapport aux États-Unis est désormais **un avantage** ; ces derniers semblant au mieux voués à ralentir. Au plan sectoriel, ceci suggère qu'il convient de demeurer **plus offensif qu'aux États-Unis**. Dans ce contexte, on **continuera de miser sur le momentum et la reflation domestique**, via les financières, la technologie, les services aux consommateurs et la distribution alimentaire. De même, les taux d'intérêt européens étant particulièrement bas, on **continuera de s'intéresser aux secteurs dont le rendement est à la fois supérieur à la moyenne et pérenne**. Ceci concerne notamment la plupart des financières (assurances, banques et immobilier) et les télécom. L'énergie et les services collectifs constituent un cas à part. Avec respectivement +5,5 % et +4,9 % de rendement en 2015, ces deux secteurs sont des champions du rendement, mais leur visibilité est limitée. Au final, l'énergie nous semble pouvoir se qualifier alors que nous restons à l'écart des services collectifs. Parmi les facteurs différenciant en faveur de l'énergie on retiendra une contre-performance accumulée beaucoup plus importante (-58 % relatifs depuis 2012 vs. -13 %), un taux de couverture du dividende mieux couvert à moyen terme et, de surcroît, un prix du brut qui pourrait se stabiliser au fil des réductions de capacité de production aux États-Unis. À l'inverse, entre leur manque de *pricing power* et les surcoûts de la transition énergétique — les services collectifs semblent subir un *derating* plus structurel.



Un cycle européen décalé, militant pour une allocation plus offensive qu'aux États-Unis”

4 Cycle d'investissement européen (MSCI Europe) du 1/09/2008 au 01/11/2015



5 Performance relative MSCI Europe par secteur depuis septembre 2008

<ul style="list-style-type: none"> • Télécom +22 %, Conso cou. +21 %, Santé +13 % • Financières -20 %, Matériaux -14 %, IT -5 %
<ul style="list-style-type: none"> • Financières +54 %, Matériaux +19 %, Industries +4 % • Télécom -25 %, Énergie -22 %, Santé -20 %
<ul style="list-style-type: none"> • Conso cou. +17 %, Conso dis. +13 %, Industries +11 % • Financières -14 %, Serv. coll. -11 %, Énergie -9 %
<ul style="list-style-type: none"> • Énergie +14 %, Santé 9 %, Conso cou. 9 % • Financières -17 %, Industries -5 %, Matériaux -1 %
<ul style="list-style-type: none"> • Conso dis. +11 %, Santé +11 %, Conso cou. +10 % • Serv. coll. -19 %, Télécom -14 %, Financières -11 %
<ul style="list-style-type: none"> • IT +37 %, Conso dis. +29 %, Financières +26 % • Énergie -58 %, Matériaux -40 %, Serv. coll. -13 %

⁴ Voir article précédent « Marchés d'actions en 2016 : de la peur à l'espoir ».

Annexe

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques — Amundi								
Moyennes annuelles (%)	Croissance réelle du PIB (GA %)				Inflation (IPC, GA %)			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
US	2,4	2,4	2,2	1,8	1,6	0,2	1,8	1,9
Canada	2,4	1,2	2,0	2,4	1,9	1,2	1,9	2,3
Japon	-0,1	0,5	1,5	0,9	2,7	0,5	0,8	1,4
Zone Euro	0,9	1,4	1,5	1,4	0,4	0,1	0,9	1,5
EMU-Pays du Nord*	1,0	1,4	1,5	1,4	0,7	0,4	1,2	1,5
EMU-Pays du Sud**	0,7	1,8	1,6	1,6	0,0	0,0	0,6	1,1
Allemagne	1,6	1,6	1,6	1,5	0,8	0,2	1,3	1,7
France	0,2	1,1	1,2	1,1	0,6	0,1	0,8	1,3
Italie	-0,4	0,8	1,2	1,4	0,2	0,2	0,6	1,1
Espagne	1,4	3,1	2,3	1,5	-0,2	-0,4	0,5	1,0
Royaume-Uni	3,0	2,4	2,2	2,2	1,5	0,2	1,4	1,7
Europe Émergente	1,8	-0,6	0,6	2,1	5,7	9,2	6,7	6,1
Russie	0,6	-4,5	-1,8	1,0	7,8	15,8	10,0	8,5
Turquie	2,9	2,9	2,6	3,0	8,9	7,4	7,5	7,0
Asie ex-Japon	6,4	5,9	5,7	5,5	3,2	2,5	2,5	2,3
Chine	7,3	6,5	6,0	5,8	2,0	1,5	1,2	1,0
Inde	7,3	7,2	7,4	7,2	5,9	5,2	5,4	5,0
Corée du Sud	3,3	2,4	2,6	2,4	1,3	0,7	1,0	0,8
Indonésie	5,0	4,8	5,0	4,8	6,4	7,0	6,8	6,8
Australie	2,7	2,5	2,9	3,1	2,5	1,7	2,5	2,4
Amérique Latine	1,3	0,0	0,6	1,6	4,4	8,3	8,0	8,0
Brésil	0,1	-3,0	-2,0	0,0	6,3	9,0	7,0	6,5
Mexique	2,1	2,5	2,8	2,8	4,0	2,8	3,0	3,0
Afrique & Moyen Orient	2,9	3,2	3,0	3,4	4,3	4,4	4,2	4,7
Afrique du Sud	1,5	1,6	1,8	2,2	6,1	4,8	5,9	6,0
Pays Industrialisés	1,7	1,8	1,9	1,7	1,3	0,3	1,4	1,7
Pays Émergents	4,8	3,9	4,1	4,3	3,8	4,4	4,0	3,8
Monde	3,4	3,0	3,1	3,2	2,7	2,6	2,9	2,9

Source : Recherche Amundi

Dernière mise à jour : 11-2015

* Allemagne, Autriche, Belgique, Pays-Bas, France, Finlande, ** Espagne, Italie, Grèce, Portugal, Irlande.

Prévisions de change								
	Fin 2012	Fin 2013	Fin 2014	03/11/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016
EUR/USD	1.32	1.38	1.21	1.10	1.05	1.07	1.05	1.07
USD/JPY	86.5	105.1	119.9	121	125	125	125	125
GBP/USD	1.63	1.66	1.56	1.54	1.50	1.53	1.62	1.54
USD/CHF	0.92	0.89	0.99	0.99	1.05	1.02	1.05	1.03
USD/NOK	5.57	6.07	7.50	8.51	8.76	8.56	8.76	8.50
USD/SEK	6.51	6.42	7.83	8.55	8.76	8.65	8.67	8.63
USD/CAD	1.00	1.06	1.16	1.31	1.35	1.34	1.40	1.30
AUD/USD	1.04	0.89	0.82	0.72	0.65	0.68	0.65	0.69
NZD/USD	0.83	0.82	0.78	0.67	0.60	0.61	0.60	0.62
USD/CNY	6.23	6.05	6.20	6.34	6.50	6.53	6.60	6.60
USD/INR	54.79	61.86	63.12	65.66	66.00	66.25	67.00	66.50
USD/BRL	2.05	2.36	2.66	3.86	4.10	4.05	4.20	4.05
USD/MXN	12.99	13.10	14.74	16.47	16.40	16.70	16.00	16.10
USD/RUB	30.55	32.86	60.00	63.77	60.00	67.71	60.00	67.00
USD/TRY	1.78	2.15	2.34	2.84	3.20	3.08	3.20	3.10
USD/ZAR	8.48	10.47	11.57	13.85	14.10	14.00	14.30	13.74

Source : Recherche Amundi



Annexe

Prévisions macroéconomiques et financières

Taux 2 ans										
	Fin 2012	Fin 2013	Fin 2014	09/11/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Forward + 6m	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016	Forward + 12m
États-Unis	0,24	0,36	0,63	0,89	0,80/1,00	1,37	1,28	1,00/1,20	1,70	1,68
Allemagne	-0,01	0,20	-0,08	-0,31	-0,40/-0,20	0,09	-0,27	-0,40/-0,20	0,20	-0,21
Japon	0,10	0,10	-0,03	0,00	0,00/0,20	0,03	0,01	0,00/0,20	0,06	0,02
Royaume-Uni	0,34	0,57	0,51	0,74	0,60/0,80	1,28	0,98	0,80/1,00	1,68	1,25

Taux 10 ans										
	Fin 2012	Fin 2013	Fin 2014	09/11/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Forward + 6m	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016	Forward + 12m
États-Unis	1,75	3,01	2,18	2,36	2,20/2,40	2,59	2,51	1,80/2,00	2,82	2,63
Allemagne	1,30	1,94	0,54	0,68	0,40/0,60	0,89	0,77	0,40/0,60	1,14	0,86
Japon	0,79	0,74	0,33	0,34	0,20/0,40	0,46	0,38	0,20/0,40	0,66	0,45
Royaume-Uni	1,82	3,03	1,76	2,07	1,80/2,00	2,35	2,20	1,80/2,00	2,58	2,33

Écart de taux 10 ans										
	Fin 2012	Fin 2013	Fin 2014	09/11/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Forward + 6m	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016	Forward + 12m
France	69	63	30	28	30	29	39	30	19	41
Italie	320	215	134	107	100	118	115	100	119	120
Espagne	396	220	107	115	100	122	125	100	135	132
Pays-Bas	20	29	29	16	15	/	16	15	/	20
Autriche	44	34	34	27	25	/	27	25	/	31
Finlande	21	21	21	18	15	/	26	15	/	29
Belgique	75	62	62	29	25	/	30	25	/	37
Irlande	330	150	150	40	40	/	60	40	/	70
Portugal	539	425	425	200	200	/	229	200	/	264

Source : Recherche Amundi



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**

Contributeurs

ABBAS AMELI-RENANI, *Stratégie et Recherche Économique – Londres*

VALENTINE AINOUIZ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

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

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique – Milan*

RICHARD BUTLER, *Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

DIDIER BOROWSKI, *Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

DELPHINE GEORGES, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

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

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

JULIEN MOUSSAVI, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

ÉRIC MIJOT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

AKIO YOSHINO, *Stratégie et Recherche Économique – Tokyo*

Rédacteur en chef

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

Rédacteurs en chef adjoints

DIDIER BOROWSKI, *Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

RICHARD BUTLER, *Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

ÉRIC MIJOT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

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

STÉPHANE TAILLEPIED, *Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

Conception et 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