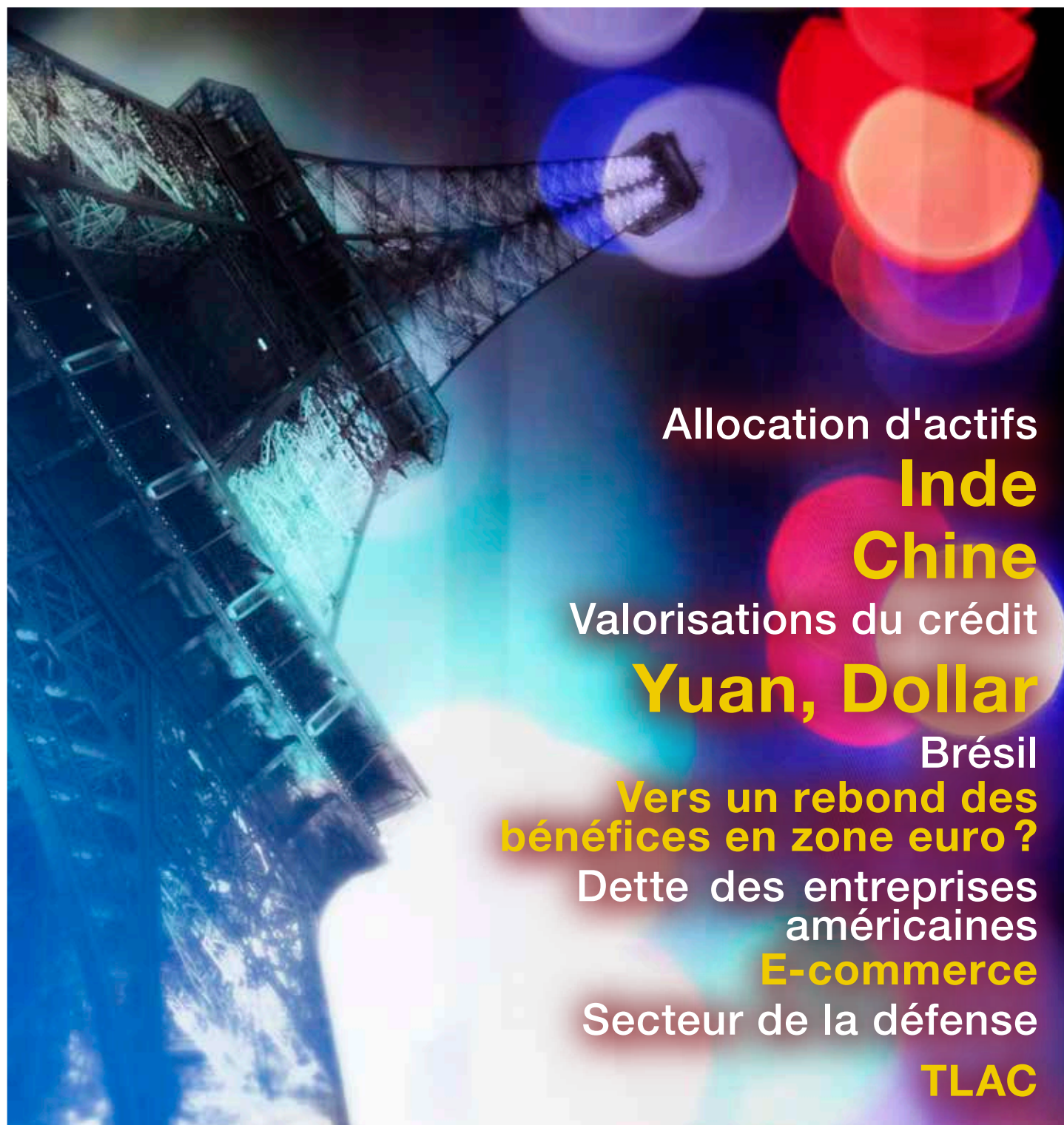


Décembre 2015



Achévé de rédiger le 8 décembre 2015

Sommaire

Repères

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

Page 4

L'allocation d'actifs doit se nourrir des divergences et découplages actuels, seule façon d'apporter du rendement dans un environnement de taux bas

L'allocation d'actifs doit se nourrir des divergences et découplages actuels, car c'est la seule façon d'apporter du rendement dans l'environnement de taux bas : les divergences entre politiques monétaires, entre pays émergents et pays avancés, entre pays émergents, entre cours de change, entre classes d'actifs européennes et américaines procurent des opportunités intéressantes.

> FOCUS > Nouvelle baisse du taux de dépôts de la BCE : était-ce bien nécessaire ?

Facteurs de risque

Page 9

Contexte macroéconomique

Page 12

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 13

BRICS

1 L'Inde suivra-t-elle le modèle chinois ?

Page 14

En raison d'une organisation institutionnelle différente, l'Inde ne serait pas en mesure d'adopter un modèle semblable à celui de la Chine et aurait donc des difficultés à reproduire le miracle chinois. Nous pensons que l'Inde pourrait tout à fait se démarquer si elle parvenait à libérer son potentiel de croissance économique.

2 Guerre Froide financière en 2016 : la coopération avec la Chine est la seule solution pour l'Amérique (et l'Europe)

Page 18

Une stabilisation stérilisée du yuan est la première étape de résolution des déséquilibres mondiaux en 2016, dans la mesure où elle requiert un succès de la Chine sur deux fronts : stabilisation domestique et coopération avec les États Unis.

3 Démission ou destitution de Dilma Rousseff : seule alternative à la monétisation de la dette brésilienne ?

Page 21

Alors que le pays sombre dans une crise politique et économique sans précédent, le Président de la Chambre des Députés a accepté la requête de destitution de l'actuelle Présidente, Dilma Rousseff.

> FOCUS > Une procédure longue à l'issue incertaine

Change

4 Dollar : la grande différence avec le cycle de 2004/2006

Page 23

Le dollar est en forte progression depuis la mi-2014 alors qu'il avait fortement baissé lors du cycle précédent de resserrement de fed funds (2004-2006). La divergence de politique monétaire entre la Fed et les autres grandes banques centrales permet-elle d'expliquer cela ?

Crédit

5 Valorisations et valeur relative du crédit en euro par rapport aux autres actifs risqués

Page 24 

Les crédits BB et BBB représentent ensemble 50 % du rendement disponible restant dans les échéances 1-5 ans alors que leur poids dans l'encours de ce segment n'atteint que 10 %.

6 La très forte progression de la dette des entreprises américaines complique le jeu de la Fed

Page 27

La Fed se trouve aujourd'hui face à un dilemme cornélien. D'un côté, la reprise de l'économie américaine demeure fragile dans un contexte de croissance mondiale affaiblie par la fin du super-cycle des matières premières. De l'autre côté, la quasi-décennie de politique monétaire ultra-accommodante a provoqué des dommages collatéraux que l'on ne peut plus ignorer.

> FOCUS > Les entreprises américaines ont également été très actives sur le marché obligataire euro

Actions

7 Médiocres en apparence, les résultats du T3 confortent en réalité la perspective d'un rebond des BPA 2016 de la zone euro

Page 30

Alors que les ratios de valorisation en Europe se sont nettement tendus, la poursuite de la hausse des marchés d'actions sera de plus en plus conditionnée par l'évolution des profits. Dans ce contexte, un retour sur la saison des publications du 3^e trimestre 2015 de part et d'autre de l'Atlantique est instructif pour l'avenir. Au final, si les résultats du T3 en Europe ont été plutôt médiocres, ceux-ci ont été lourdement pénalisés par l'énergie. Cet effet étant voué à se dissiper, les résultats 2016 devraient dès lors rebondir, notamment en zone euro.

Éclairage sectoriel

8 Version définitive de la réglementation TLAC applicable aux EBIS

Page 33

La réglementation TLAC (Total Loss Absorbing Capacity, « capacité totale d'absorption des pertes » en français) s'appliquera à trente établissements bancaires d'importance systémique (EBIS).

> FOCUS > Réforme des exigences TLAC

9 Changement de paradigme au sein du secteur de la défense

Page 38

Nous sommes entrés dans l'ère des guerres asymétriques, ce qui signifie plusieurs choses : les cibles sont multiples et mouvantes, elles sont organisées et militarisées. Ces nouvelles menaces impliquent de nouveaux enjeux : arrêt de la baisse des budgets défense (besoins accrus d'équipements traditionnels et de systèmes de communications performants) – émergence, enfin, d'une Europe de la Défense.

10 Les « mobinautes » imposent aux distributeurs une nouvelle approche commerciale

Page 40

Le mobile est désormais un canal de conquête de clients et de fidélisation. En textile, les acteurs multi-chanel et les sites spécialisés qui agrègent de multiples marques offrent les meilleurs « business-models ». En revanche, les défis de l'internet sont réels pour les « pure players » du commerce électronique, ce qui conduit à une vague de consolidation.

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

L'allocation d'actifs doit se nourrir des divergences et découplages actuels, seule façon d'apporter du rendement dans un environnement de taux bas

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

Notre récent numéro, « 2016 et au-delà », publié il y a 3 semaines, entrait dans les détails du scénario économique central et des scénarios alternatifs, des thèmes d'investissement, des allocations d'actifs, des facteurs de risque, des prévisions et « expected returns » et des stratégies de macro-hedging. Nous n'allons pas revenir ici dans ces détails, mais nous allons en revanche montrer combien les divergences et découplages actuels dominant et orientent la recherche de rendement et les allocations d'actifs. Bien sûr, si ces tendances sont parfois claires et affirmées, les risques demeurent (voir pages 9-11).

Le risque auquel nous avons accordé la probabilité la plus élevée (risque géopolitique, probabilité de 70 %) s'est malheureusement matérialisé. Les attentats de Paris ont fait monter de plusieurs crans les tensions et sont venus rappeler à quel point la lutte contre le terrorisme est devenue une nécessité absolue. Ce risque géopolitique est global, il est sans doute là pour longtemps, et il est question désormais non plus seulement de partage d'informations et de frappes aériennes ciblées (celles-ci ont été intensifiées), mais de la constitution d'une coalition – la plus large possible, et idéalement sous l'égide de l'ONU – afin de mettre en place des interventions au sol sur le territoire de l'État islamique. Cette étape est cependant, pour de nombreux États qui ne courent pas après des objectifs identiques ou communs, un pas difficile à franchir. Il faut rappeler qu'il ne s'agirait pas d'un conflit mondial opposant une coalition à une autre (comme cela fut le cas en 1914-1918 ou encore en 1939-1945), mais d'un conflit à deux visages, le premier opposant une coalition à un État autoproclamé, l'État islamique, qui couvre une partie de la Syrie et une partie de l'Irak, le deuxième visant à éradiquer les risques que représentent les « agents dormants » et à éviter les dangers sur la sécurité intérieure de nombreux pays. Une guerre à deux visages, et une guerre inédite.

Parmi les autres risques mentionnés dans notre précédente édition, le risque d'une crise européenne ne revêt pas selon nous, au moins pour 2016, un risque élevé. Les récents événements devraient davantage resserrer les liens entre les pays européens que les distendre. Ceci étant, les difficultés de l'Europe ne sont pas pleinement réglées, et jusqu'à présent, ce dossier est comme un boomerang envoyé au loin (par la voie d'un accord) et qui revient tous les deux ans (par l'apparition d'une crise). L'enjeu, c'est la croissance : que celle-ci progresse encore, tirée par la demande interne, et que l'euro reste faible, et tous les pays en bénéficieront.

Parler de divergences et de découplages est une bonne chose, car derrière cette constatation se dessinent des capacités de décorrélation des marchés financiers et par conséquent des opportunités d'investissement.

1. Divergences / découplage macroéconomique : pays avancés vs. pays émergents

On sait que ni le bloc des pays avancés, ni le bloc des pays émergents ne sont homogènes, mais ce qui frappe depuis 2014, c'est le découplage entre ces deux blocs : un ralentissement très net des émergents, et une reprise économique tirée par la demande intérieure des pays avancés. Le repli de la croissance mondiale masque cette réalité bien tangible, qui a incité à préférer les seconds au détriment des premiers, mais qui a également créé des valorisations attractives pour les émergents (dettes, actions et surtout devises). Que la Chine stabilise

L'essentiel

L'allocation d'actifs doit se nourrir des divergences et découplages actuels, car c'est la seule façon d'apporter du rendement dans l'environnement de taux bas : les découplages et divergences entre politiques monétaires, entre pays émergents et pays avancés, entre pays émergents eux-mêmes, entre Union européenne et Royaume-Uni (perspective d'un Brexit), les mouvements extrêmes sur les marchés des changes, les écarts de maturité du cycle de croissance entre les États-Unis et la zone euro, tout cela procure des opportunités d'investissement intéressantes, créant des divergences entre classes d'actifs européennes et américaines, entre les classes d'actifs émergentes et les autres... La zone euro a nos préférences au sein des pays avancés s'agissant du crédit et des actions, tandis que des points d'entrée devraient apparaître sur les émergents, devises en tête.

“ Le risque géopolitique est là pour longtemps ”

“ Le dossier européen est jusqu'à présent comme un boomerang envoyé au loin (via un accord) et qui revient tous les deux ans (via une crise) ”

sa croissance, que les craintes de dévaluation du yuan disparaissent, que les prix du pétrole et des matières premières se stabilisent ou progressent, et ces valorisations seront synonymes de points d'entrée pour les investisseurs. Nous misons clairement sur cela.

2. Divergences / convergences en zone euro

La défragmentation financière se poursuit en Europe, mais la dynamique économique varie d'un pays à l'autre. L'Allemagne et l'Espagne ont connu en 2014 et en 2015 une dynamique positive, portée essentiellement par les exportations. L'Italie à son tour progresse, mais grâce cette fois à la consommation et la demande intérieure. Après quasiment 7 ans de stagnation, la situation s'améliore. Le Portugal est à la peine, handicapé par une situation politique fragile, tandis que la Grèce, qui s'apprête à mettre en place les réformes annoncées devrait encore connaître une année difficile. La Grèce représente un risque spécifique et non systémique, mais la gravité de la situation est à son maximum : ce pays connaît la pire dépression de l'histoire.

3. Divergences / découplages entre pays émergents

Il est aussi aisé de montrer que le bloc émergent n'est pas un bloc que de montrer les fortes divergences entre pays : certains font face, en effet, à une situation de récession, d'inflation non maîtrisée, de plus forte dette, de plus forts déficits publics, de baisse de réserves de change. On reconnaît dans ce tableau des pays comme le Brésil ou la Russie (le premier connaissant en outre des difficultés politiques et des scandales financiers). En revanche, il est aisé d'identifier des pays dont la solidité économique et financière est avérée. C'est ce que montrent nos modèles de *scoring* et de typologie des pays (voir notre édition de novembre 2015, page 52 et page 53). Au total, conditionnés à la stabilisation (en cours, nous semble-t-il), de la croissance chinoise, ce sont bien des points d'entrée qui se dessinent. Les pays consommateurs de matières premières, capables de dégager une croissance autonome (i.e. tirée par la demande intérieure), à faible dette externe et à devise fortement sous évaluée ont nos faveurs.

4. Divergences / découplage entre politiques monétaires

Au-delà de la divergence entre la Fed et la BCE, il convient de préciser qu'il y a désormais un clivage entre la Fed (qui entame sa phase de resserrement monétaire) et le reste du monde (encore embarqué quasiment partout dans des politiques monétaires accommodantes ou encore plus accommodantes). Un tel clivage est assez rare pour le mentionner. Il doit se traduire par la poursuite de l'appréciation du dollar, un facteur qui sera sans doute à l'origine d'une plus grande prudence de la part de la Fed. Celle-ci a d'ailleurs précisé que son attentisme et les retards pris dans le mini-cycle de resserrement à venir avaient pour origine la trop forte appréciation de la devise américaine. Au total, la Fed va entamer le cycle de resserrement tandis que la BCE poursuit son cycle d'assouplissement monétaire.

La Fed procèdera à sa première hausse des taux mi-décembre. Elle veut resserrer pour deux raisons :

- donner un message de confiance en la soutenabilité de la croissance ;
- se donner des marges de manœuvre en cas de besoin. Avec des taux bas, son seul recours serait de procéder à un QE4.

Elle aurait pu (du?) resserrer il y a déjà quelques trimestres, mais la situation internationale (Chine, émergents puis yuan) et l'appréciation du dollar ne l'ont pas permis. Il faut cependant noter deux choses :

- la Fed a perdu une partie de sa crédibilité : sa stratégie de « Forward guidance » a rapidement fait long feu et elle n'a pas pu « livrer » ce qu'elle avait annoncé ;
- l'économie américaine va sans doute atteindre un pic de croissance au cours du premier semestre 2016 (la baisse du prix du pétrole sera terminée et ses effets seront consommés, la hausse du dollar commencera à impacter l'économie...), ce qui imitera le potentiel de hausse des taux courts.



La stabilisation de la croissance de la Chine, la disparition des craintes de dévaluation du yuan et la fin de la baisse du prix du pétrole fourniront les points d'entrée pour les marchés émergents



Les pays consommateurs de matières premières, capables de dégager une croissance autonome et à faible dette externe ont nos faveurs



La Fed a perdu une partie de sa crédibilité et l'économie américaine va sans doute atteindre un pic de croissance en 2016



La BCE, de son côté, a poursuivi dans la voie de la baisse des taux et du soutien aux taux longs. La nouvelle réduction du taux de dépôts a pour objectif de diminuer les encours des banques auprès de la BCE, des encours favorisés notamment dans le cas des banques allemandes par le niveau d'une grande partie de la courbe des taux, en territoire négatif jusqu'à la maturité 5 ans. Déposer auprès de la BCE à des taux négatifs est moins risqué que d'acheter des Bunds. Les retirer ne signifie pas pour autant des injections de liquidités dans l'économie réelle, des prêts à l'économie et notamment aux PME des pays périphériques. C'est en cela qu'un taux de dépôt négatif a ses limites. En revanche, tout nouveau fléchissement de l'euro reste malgré tout un puissant facteur de soutien à l'économie. Voilà de quoi rester positif.

> Nouvelle baisse du taux de dépôts de la BCE : était-ce bien nécessaire ?

Le 22 octobre dernier, M. Draghi avait laissé ouverte l'option d'une nouvelle baisse du taux de dépôts, et la confirmation en a été donnée le 5 décembre, date à laquelle ce taux est passé de -0,20 % à -0,30 %. Rappelons que le taux de dépôt (ou taux de facilité de dépôt) est le taux d'intérêt (taux overnight) fixé par la BCE, auquel sont rémunérés les dépôts des banques et autres institutions financières auprès de la BCE.

Pourquoi un tel geste ?

La BCE n'est pas satisfaite de voir les réserves excédentaires des banques s'accumuler sur la facilité de dépôt, et ce d'autant plus que la situation a empiré depuis la mise en place du QE, début 2015. Il faut dire que les dépôts des banques auprès de la BCE sont passés de €100 milliards à plus de €500 milliards en moins d'un an. La BCE souhaite que ces montants soient plutôt investis dans l'économie réelle, d'où l'aspect punitif du niveau des taux de dépôts.

Était-ce bien nécessaire ?

1. De nouvelles baisses ne nous semblaient pas nécessaires à ce stade.

L'accès aux sources de financement s'est amélioré ces deux dernières années, en particulier depuis la mise en œuvre du QE. Les résultats des enquêtes de la BCE ont atteint un plus bas avant de rebondir, et le marché des obligations d'entreprise continue à progresser : plus de 200 nouveaux émetteurs sur le segment High Yield, dont la taille a doublé en 3 ans. Les taux et les rendements, très fortement corrélés aux taux courts négatifs, sont déjà très bas et de nouvelles baisses ne sont pas nécessaires. Le plus important, c'est de maintenir les taux et les rendements à des niveaux bas. Le QE est l'outil idéal pour cela.

En effet, la faiblesse des taux est déjà garantie par les achats d'actifs de la BCE. En 2016, le volume net des émissions après les achats de la BCE sera négatif pour tous les pays (à l'exception du Portugal). Cela exercera des pressions supplémentaires et maintiendra le bas niveau (voire l'aggraver) des taux, des rendements et des spreads.

En outre, une diminution des montants déposés par les banques auprès de la BCE ne signifie pas nécessairement une augmentation du crédit bancaire : il peut s'agir d'une condition nécessaire, mais elle n'est pas suffisante.

Au final, une baisse du taux des dépôts va pénaliser les résultats des banques (tous les établissements, du cœur comme de la périphérie de la zone euro), alors même qu'elles sont incitées à prendre davantage de risques et à prêter au secteur privé.

2. Nous savons que la BCE se doit de lutter contre la moindre menace pesant sur la stabilité des prix.

La déflation est une vraie menace mais aujourd'hui l'essentiel des pressions déflationnistes vient de l'étranger. Cette situation diffère donc de celle du Japon dans les années 1990 et 2000, ou de celle en zone euro il y a deux ans. La baisse de l'inflation l'été dernier était par exemple due à plusieurs facteurs extérieurs : Chine, yuan, marchés émergents, matières premières.

3. Nous savons que la valeur externe de l'euro n'est pas un objectif pour la BCE (une question de mission), mais nous savons également qu'une nouvelle dépréciation serait bien utile :

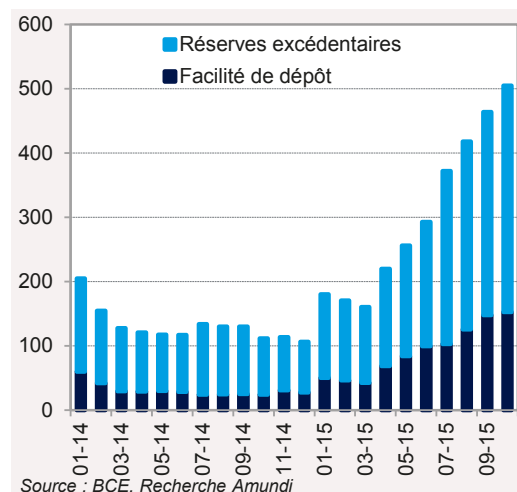
selon nos calculs, une dépréciation de 10 % du taux de change effectif de l'euro entraînerait une augmentation moyenne de 12,5 % des bénéfices des entreprises. Une baisse du taux des



La baisse du taux de dépôt de la BCE favorise un nouveau fléchissement de l'euro, un puissant facteur de soutien à l'économie



1 BCE : facilité de dépôt et réserves excédentaires (mds Eur)



Les marchés d'actions de la zone euro gardent des atouts



dépôts de la BCE devrait faire reculer l'euro, a fortiori dans le sillage d'une extension du QE. La hausse récente du taux de change effectif de l'euro était largement due au repli des devises des pays émergents.

4. Une baisse des taux, si elle devient excessive, peut également engendrer des valorisations anormales (des bulles) sur certains actifs risqués. Ces actifs n'ont pas besoin, à l'heure actuelle, de baisse des taux des dépôts pour gagner en valeur. Le décalage entre les États-Unis et l'Europe dans le cycle économique (plus mature aux USA), les valorisations, les dividendes, les ratios dividende/rendement, le niveau des taux courts et les tendances des politiques monétaires, le niveau des rendements obligataires, une devise plus faible, de nouveaux thèmes comme les fusions-acquisitions et les rachats d'actions (qui vont débiter en Europe), autant de facteurs assurant un soutien naturel aux classes d'actifs européennes « risquées », ce qui constitue un « plus » en termes d'effet richesse. Toute décision excessive serait un handicap dans un futur immédiat.

5. Un dernier argument important: si les avantages d'une baisse du taux de dépôt sont incertains, les conséquences négatives sont plus que certaines. Une baisse du taux des dépôts serait un coup dur pour le secteur de la gestion d'actifs (tous les taux Euribor seraient alors en territoire négatif), **tandis que le retrait de liquidités des fonds monétaires et leur transfert vers, par exemple, des dépôts bancaires ponctionneraient la rentabilité des banques.**

Jusqu'à présent, les décisions de la BCE se traduisaient par des baisses de taux, courts et longs, et un fléchissement de l'euro, ce qui correspondait bien aux objectifs de la BCE. Ce ne fut pas le cas cette fois: les taux 10 ans allemands ont progressé de quelques 10pb tandis que l'EUR/USD passait de 1,06 à plus de 1,09. Certes, on peut toujours positiver et considérer que cela est bien le signe d'une meilleure appréciation de la situation de la zone euro, mais on peut douter très sincèrement que la BCE recherchait une remontée des taux et de la devise européenne. On n'avait pas besoin de cela pour se convaincre que la croissance devenait plus équilibrée, davantage tirée par la demande intérieure...

“ Si les avantages d'une baisse du taux de dépôt sont incertains, les conséquences négatives sont plus que certaines ”

5. Divergences / découplage sur le FX: un pôle d'attraction pour 2016

Depuis la crise de 2008, les mouvements de change ont été significatifs, en termes nominaux et en termes effectifs. Le yuan – et le dollar US à un degré moindre – se sont fortement appréciés. L'euro et le yen ont cédé du terrain. Entre 2013 et 2015, les devises émergentes ont fortement corrigé à la baisse. En 2015, l'euro effectif s'est même apprécié, effaçant une partie de ses pertes de 2014. La correction à venir de ces mouvements parfois « extrêmes » incite à se porter long devises émergentes et short euro en termes effectifs. Le yen est fortement sous-évalué et la fin de la chute – voire même un rebond – est désormais envisageable.

“ Le yen est fortement sous-évalué et la fin de la chute – voire même un rebond – est désormais envisageable ”

6. Divergences entre Royaume-Uni et Union européenne

C'est peu de dire que les points de vue du Royaume-Uni (RU) et des pays européens du noyau dur divergent notamment sur la construction européenne. Il en a toujours été ainsi. Cependant, les difficultés chroniques que rencontre l'UE et la perte de confiance depuis la crise financière incitent le RU à envisager une sortie de l'Union. Ce sera l'objet du référendum qui se tiendra vraisemblablement en octobre prochain. Même s'il n'est pas au centre des préoccupations actuellement (excepté au RU, évidemment où il fait l'objet de débats au sein de divers « think tanks »), le scénario du Brexit va progressivement occuper les esprits. La perspective d'une sortie du RU de l'UE plaide en faveur d'un statu quo monétaire de la Banque d'Angleterre et d'une faiblesse durable de la livre sterling.

7. Découplages / Divergences entre marchés d'actions

Les divergences de politiques monétaires et les différences dans le degré de maturité du cycle économique devraient favoriser le marché des actions européens. Alors que le marché américain est plus mature (resserments monétaires, maturité du cycle de croissance, facteurs tels que rachats d'actions en bout de souffle...), le marché de la zone euro a encore beaucoup d'attraits :

1. Le niveau des **taux courts**, bas pour longtemps ;
2. Le niveau des **taux longs**, qui favorise des valorisations supérieures ;
3. Le niveau des **dividendes** : l'Europe est la zone qui paie le plus de dividendes ;
4. Le niveau des **rendements des dividendes** : compte tenu du niveau des taux longs, la zone euro est un des endroits où le rendement des dividendes est le plus élevé ;
5. La **faiblesse de l'euro** (amenée à s'amplifier si les devises émergentes corrigent les excès de ces derniers trimestres) et son impact sur les profits des entreprises ;
6. Le **niveau de la croissance**, suffisant pour favoriser les actifs risqués ;
7. Le fait que la **croissance soit désormais davantage tirée par la demande interne** que par les dépenses publiques ;
8. Les activités de **M&A**, qui s'amplifient au regard du cycle actuel ;
9. La thématique des **rachats d'actions** qui, jusqu'à présent avait davantage tiré le marché des actions américaines ;
10. Le **cycle de croissance**, en train de mûrir en zone Euro, et plutôt en fin de course aux États-Unis ;
11. Une **valorisation relative** plutôt favorable à la zone euro ;
12. La **liquidité** des actions, un atout habituel... et un atout encore plus grand en ce moment compte tenu du rôle des Banques centrales et des pertes de liquidité des marchés de taux et de crédit.

Au total, nous restons surpondérés en actions de la zone euro, notamment au détriment des marchés américains.

8. Découplages / Divergences entre marchés d'obligations d'entreprises

Le constat est identique s'agissant des marchés d'obligations d'entreprises, avec en outre ;

- i. un poids du secteur de l'énergie moins prononcé en Europe (un atout tant que les prix de l'énergie ne repartent pas à la hausse), et,
- ii. un niveau de levier des entreprises européennes bien plus faible.

Au total, l'allocation d'actifs va se nourrir des divergences et découplage actuels, seule façon d'apporter de la valeur dans ce monde de taux bas et de rendements faibles. Pour se protéger, les obligations américaines, le dollar américain, la volatilité, le cash dollar US et le yen paraissent des vecteurs intéressants car ils sont également au centre des stratégies de notre scénario central. Miser sur ces actifs est donc particulièrement judicieux comme source de rendement et de protection.

ALLOCATION D'ACTIFS PERSPECTIVES COURT TERME



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

TYPE DE PORTEFEUILLE

Portefeuilles d'actions

- Préférer actions zone euro et Japon
- Neutre US
- Marchés émergents : choix pays clivant
 Au sein des pays émergents :
 - surpondéré : Inde, Thaïlande, Mexique, Pérou, Russie
 - neutre : Brésil, Chine, Indonésie, Corée
 - sous-pondéré : Malaisie, Taiwan, Chili, Colombie, Grèce, Turquie

Portefeuilles obligataires

- Surpondération crédit
- Aplatissement de courbes des taux
- Préférence US par rapport au cœur de la zone euro
- Dettes émergentes : poursuite de la reconstruction de positions longues :
 - préférer la dette en devises dures (long USD)
 - ne préférer la dette locale que dans certains cas spécifiques
 - jouer des thématiques sur les EMG
- Long USD et GBP, INR nos trois préférées, suivies du JPY, du HUF du MXN et du PLN

Portefeuilles diversifiés

- Long actifs risqués actions : préférer les actions zone euro, puis Japon vs. USA
- Inde notre pays préféré au sein des actions émergentes...
- Long actions Asie : prudence sur les autres zones, notamment Latam
- Obligations : augmentation de la duration
- Vigilance accrue sur les positions longues en obligations d'entreprises. Diversification vers US
- Long périphériques euro par rapport au cœur
- Obligations US : maintenir les positions sur le segment ultra-long et maintenir les stratégies d'aplatissement de courbe
- Long en dette émergente en devises dures

Facteurs de risque

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

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

[RISQUE # 1] Et si la Fed se trompait ?

[PROBABILITÉ] 15 %

ANALYSE 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.

IMPACT DE MARCHÉ 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 spreads et taux entre Europe et États-Unis, ainsi qu'une nouvelle faiblesse de l'euro, deux arguments en faveur des actifs risqués européens.

[RISQUE # 2] Un « hard landing » chinois

[PROBABILITÉ] 20 %

ANALYSE 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 *shadow banking* 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.

IMPACT DE MARCHÉ 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.

[RISQUE # 3] Un effondrement de la croissance mondiale

[PROBABILITÉ] 20 %

ANALYSE 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.

IMPACT DE MARCHÉ 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.

[RISQUE # 4] Une forte dévaluation du yuan

[PROBABILITÉ] 10 %

ANALYSE 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

Facteurs de risque

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.

IMPACT DE MARCHÉ 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.

[RISQUE # 5] **La poursuite du ralentissement économique des émergents (nouvelle chute du prix des matières premières)**

[PROBABILITÉ] **20 %**

ANALYSE 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.

IMPACT DE MARCHÉ 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.

[RISQUE # 6] **Une nouvelle crise européenne**

[PROBABILITÉ] **5 %**

ANALYSE 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.

IMPACT DE MARCHÉ On ne connaît que trop bien les impacts négatifs : élargissement des spreads souverains et de crédit, hausse de la volatilité... mais avec sans doute cette fois un vrai fléchissement de l'euro. Une nouvelle crise européenne risque fort de valider les scénarios d'éclatement de la zone ou, à tout le moins, de sortie des pays fragiles de la zone... à moins que le scénario de sortie ne tente le(s) plus solide(s) d'entre eux, ce qui est hautement crédible, car ils sont lassés de supporter économiquement et financièrement les pays en difficulté.

[RISQUE # 7] **Une crise de liquidité**

[PROBABILITÉ] **20 %**

ANALYSE 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 *prop-trading* et *market-making*, la domination des banques centrales via les QE... tout cela a « asséché » les marchés de taux, et fermer une position ou un portefeuille prend désormais davantage de temps (7 fois plus de temps qu'avant la crise financière de 2008 si l'on en croit la Banque d'Angleterre).

Facteurs de risque

IMPACT DE MARCHÉ 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 *macro-hedging* pour les segments de portefeuilles moins liquides ou susceptibles de le devenir en cas de crise.

[RISQUE # 8] **Les marchés financiers se trompent dans leurs prévisions de taux longs** [PROBABILITÉ] **70 %**

ANALYSE 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...

IMPACT DE MARCHÉ 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.

[RISQUE # 9] **Les risques politiques et géopolitiques** [PROBABILITÉ] **70 %**

ANALYSE L'année 2015 se termine dans un contexte difficile sur le plan politique et géopolitique : Syrie, État islamique, flux de migrants, attentats terroristes... 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 n'est 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.

IMPACT DE MARCHÉ 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.

[RISQUE # 10] **Le Brexit** [PROBABILITÉ] **50 %**

ANALYSE 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 Royaume-Uni sera traité avec un statut similaire à celui de la Suisse, pays non-membre mais ayant des accords commerciaux avec l'Union européenne. Selon le scénario 2 (le plus défavorable), l'ensemble des liens du Royaume-Uni avec l'Union européenne 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'Union européenne. L'impact pour les pays de l'Union européenne serait moindre, les plus touchés seraient néanmoins ceux qui ont des liens étroits avec le Royaume-Uni : l'Irlande en premier, puis le Luxembourg, la Belgique, la Suède, Malte et Chypre. À noter que la « perte » du Royaume-Uni 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€).

IMPACT DE MARCHÉ 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 a fortiori 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 Royaume-Uni vont vers les autres États membres de l'Union européenne. Le RU ne bénéficierait pas non plus des accords en cours entre l'Union européenne et le Canada, les États-Unis, le Japon, l'Inde, Singapour, la Malaisie.

Contexte macroéconomique

DÉCEMBRE		
AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
ÉTATS-UNIS	<p>La reprise va légèrement décélérer en 2016-2017, le resserrement monétaire sera très prudent.</p> <ul style="list-style-type: none"> > La reprise est portée par l'amélioration du marché de l'emploi, l'effet bénéfique du pétrole moins cher sur la consommation et la progression de la demande de logements. L'accélération des salaires, en revanche reste à confirmer. L'industrie continue de subir le poids de la hausse du dollar, de la baisse du cours du pétrole sur le secteur de l'énergie et du ralentissement des pays émergents. > À l'horizon 2016-2017, la reprise va décélérer graduellement, principalement en raison d'un ralentissement des créations d'emplois (économie proche du plein emploi) et de la dissipation des gains de pouvoir d'achats liés à la baisse du cours du pétrole > La Fed va augmenter ses taux directeurs en décembre, mais ce mouvement sera accompagné d'une communication très prudente sur le rythme des prochaines hausses. 	<ul style="list-style-type: none"> > Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire ») > Haussse excessive du dollar > Contagion des difficultés économiques des pays émergents
BRÉSIL	<ul style="list-style-type: none"> > La situation économique brésilienne ne cesse de se détériorer avec l'aggravation de la crise politique. > Deux membres de la Banque Centrale ont appelé à une nouvelle hausse de taux directeur sans doute dans l'objectif d'assurer sa crédibilité auprès des marchés alors que la politique budgétaire peine à faire avancer les réformes eu égard à la crise politique. > Il est difficile de prévoir une sortie de crise d'ici 2017. Le facteur principal de résorption de ces problèmes demeure la restauration de la crédibilité du gouvernement. 	<ul style="list-style-type: none"> > Une dérive de l'inflation > Un relâchement du policy mix > L'accentuation de l'instabilité politique
EUROPE		
ZONE EURO	<p>Poursuite de la reprise, soutenue par des politiques monétaires et budgétaires favorables.</p> <ul style="list-style-type: none"> > La reprise s'est poursuivie au T3 et au début du T4, soutenue par l'amélioration de la demande interne (surtout consommation et dépense publique car l'investissement reste insuffisant) et malgré un contexte extérieur peu porteur (ralentissement des émergents). > La réparation financière, la fin des politiques d'austérité et les gains tirés des réformes structurelles permettront à la reprise de continuer, voire d'accélérer légèrement en 2016. Les effets bénéfiques des dépréciations du pétrole et de l'euro en 2014 et 2015 vont continuer de jouer. > La BCE a étendu ses mesures de politique monétaire non conventionnelle (nouvelle baisse du taux de rémunération des dépôts, extension dans le temps de son programme d'achats d'actifs, qui pourra désormais inclure les titres émis par les régions). Elle est disposée à faire davantage en cas de nouvelles déceptions sur la croissance et/ou l'inflation. 	<ul style="list-style-type: none"> > Contagion des difficultés économiques et/ou financières du monde émergent > Intensification des pressions déflationnistes > Risque politique (montée des partis anti-institutions lors des élections prévues en 2015)
ROYAUME-UNI	<p>Légère décélération en 2016 en raison de l'austérité et de l'incertitude au sujet du Brexit.</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'activité se maintient à un rythme soutenu et bénéficie de la reprise en zone euro. Le marché de l'emploi poursuit son amélioration et les salaires progressent. > Bien qu'atténuées par rapport à celles qui étaient prévues il y a quelques mois, les mesures d'austérité destinées à réduire le déficit public vont légèrement ralentir la croissance en 2016, tandis que l'incertitude liée au référendum sur le Brexit va peser sur le climat des affaires. > L'économie proche du plein emploi plaide pour une hausse de taux directeurs en 2016, mais la perspective du référendum sur le Brexit incitera la BoE à la prudence. 	<ul style="list-style-type: none"> > Haussse de la livre > Déficits (public et externe) encore très élevés > Référendum prévu en 2016 (ou 2017) sur la sortie de l'UE
ASIE		
CHINE	<p>L'économie chinoise va atteindre un point bas à court terme et pourrait faire office de stabilisateur en 2016 et 2017.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Ces derniers mois, les statistiques chinoises (indice PMI manufacturier, IPP, prix du ciment, ventes de logements, ventes de voitures et investissements en capitaux fixes) ont toutes atteint un creux, voire se sont améliorées. Nous pensons que la période d'inflexion à court terme durera au moins deux à trois trimestres. > La Chine devrait selon nous faire office de stabilisateur pour l'économie mondiale en 2016 et 2017, pour plusieurs raisons : la dégradation de la conjoncture économique actuelle prendra du temps, au moins encore deux années ; les effets stimulants des politiques devraient commencer à se faire sentir à partir de la mi-2016 et contribuer à la stabilisation de l'économie ; de nouvelles mesures appropriées pourraient changer la donne, les autorités chinoises n'étant pas dépourvues d'outils pour ajuster leur politique. 	<ul style="list-style-type: none"> > Un creux à court terme > Rôle de stabilisateur de l'économie mondiale en 2016 et 2017
INDE	<ul style="list-style-type: none"> > L'Inde sera dans une situation favorable en 2016 et 2017, grâce i) à l'effet Modi ; ii) aux hausses reportées et/ou mini-hausses de taux de la Fed ; iii) à la faiblesse persistante des prix du pétrole ; iv) au contexte mondial de désinflation ; v) à la marge de manœuvre de la RBI pour assouplir sa politique. 	<ul style="list-style-type: none"> > La croissance indienne est en passe de rebondir
JAPON	<p>Amélioration attendue de la demande interne, soutenue par un policy mix favorable.</p> <ul style="list-style-type: none"> > La croissance japonaise a été irrégulière en 2015, affectée par l'incertitude liée à la Chine et par la difficulté des ménages à s'adapter à la hausse des prix des produits de consommation courante. > Les hausses de salaires et la reprise de l'investissement vont permettre une amélioration en 2016. Les entreprises vont bénéficier de la réduction d'impôts sur les sociétés. > La BoJ va intensifier son soutien, tout en tentant d'éviter une dépréciation excessive du yen. 	<ul style="list-style-type: none"> > Exposition au ralentissement chinois > Incertitude politique (élections à la Chambre Haute mi-2016)

Prévisions macroéconomiques et financières

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- **États-Unis** : le cycle d'expansion est inachevé. Le marché de l'emploi poursuit son amélioration (malgré une légère décélération) et l'environnement reste favorable à une poursuite de la hausse de la consommation. En revanche, les secteurs exposés à l'international subissent le poids d'un dollar plus élevé et du ralentissement des émergents.
- **Japon** : une lente sortie de la déflation. Les ménages doivent s'adapter à des prix plus élevés. La hausse des salaires est la clef d'une reprise durable mais le ralentissement chinois pèse sur la confiance des entreprises.
- **Zone euro** : la reprise se poursuit, mais reste lente. Les risques internes (déflation et crise grecque) ont diminué mais les risques externes (exposition au ralentissement émergent) augmentent. La reprise de l'investissement reste très insuffisante.
- **Brésil** : avec une croissance au T3 de -4,5 % contre -3 % au T2, le Brésil s'enfonce dans une récession de plus en plus profonde. À noter, que face à la détérioration de la situation économique et politique, nous avons révisé nos prévisions de croissance à la baisse : -3 % pour 2015 et -1,5 % pour 2016 début septembre. Aujourd'hui, la crise politique atteint son paroxysme et la récession 2016 pourrait être encore plus marquée que ce que nous avions prédit jusqu'ici. Aussi, pour 2016, nous révisons à la baisse une nouvelle fois notre prévision de croissance à -2 %.
- **Russie** : la croissance du PIB est ressortie à -4,1 % au T3 soit un léger mieux par rapport au T2 (-4,6 %). Bien que l'économie russe semble avoir atteint son plus bas, nous maintenons notre scénario de forte récession en 2015 (-4,5 %) suivi de -1,8 % en 2016. En effet, il existe peu de facteurs internes et/ou externes qui justifieraient un retour à une croissance positive en 2016.

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
États-Unis	2,4	2,2	1,8	0,2	1,8	1,9
Japon	0,7	1,6	0,9	0,5	0,8	1,4
Zone euro	1,4	1,5	1,4	0,1	0,9	1,5
Allemagne	1,6	1,6	1,5	0,2	1,3	1,7
France	1,1	1,2	1,1	0,1	0,8	1,3
Italie	0,8	1,2	1,4	0,2	0,6	1,1
Espagne	3,1	2,3	1,5	-0,4	0,5	1,0
Royaume-Uni	2,4	2,2	2,2	0,2	1,4	1,7
Russie	-4,5	-1,8	1,0	15,8	10,0	8,5
Turquie	2,9	2,6	3,0	7,4	7,5	7,0
Chine	6,5	6,0	5,8	1,5	1,2	1,0
Inde	7,2	7,4	7,2	5,2	5,4	5,0
Indonésie	4,8	5,0	4,8	7,0	6,8	6,8
Brésil	-3,0	-2,0	0,0	9,0	7,0	6,5
Pays développés	1,8	1,9	1,7	0,3	1,4	1,7
Pays émergents	3,9	4,1	4,3	4,4	4,0	3,8
Monde	3,0	3,1	3,2	2,6	2,9	2,9

Source : Recherche Amundi

PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- **Fed** : sauf surprise, la première hausse de *fed funds* aura lieu en décembre. Le cycle de resserrement monétaire sera très lent et son amplitude très limitée.
- **BCE** : elle a étendu son QE jusqu'à mars 2017 et étendu le PSPP aux titres de dette de régions. Elle a également abaissé son taux de dépôt à -0,30 % mais ne devrait l'abaisser à nouveau qu'en cas de choc majeur. La BCE gardera des taux zéro pendant plusieurs années.
- **BoJ** : la BoJ ne semble pas déterminée à étendre rapidement sa politique d'assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE).
- **BoE** : la 1^{re} hausse de taux directeurs devrait arriver dans la 2^e partie de l'année 2016.

	7/12/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016
États-Unis	0,25	0,75	0,85	1,00	1,25
Zone euro	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,70	0,75	1,05

PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- **États-Unis** : la hausse des taux longs américains sera très faible. Les taux courts grimperont davantage.
- **Zone euro** : les pressions baissières sur les taux, liées au QE de la BCE, vont continuer à peser. Les taux longs devraient rester proches de leurs niveaux actuels.
- **Royaume-Uni** : la hausse des taux longs britanniques sera lente et limitée.
- **Japon** : les taux des emprunts d'État japonais sont entièrement sous le contrôle de la BoJ ; tant que le QE durera, il n'y a pas de raison de les voir remonter significativement.

Taux 2 ans					
	7/12/2015	Amundi + 6m.	Prévisions + 6 mois	Amundi + 12m.	Prévisions + 12 mois
États-Unis	0,89	1.00/1.20	1,26	1.20/1.40	1,60
Allemagne	-0,38	-0.40/-0.20	-0,37	-0.40/-0.20	-0,35
Japon	-0,02	0.00/0.20	-0,02	0.00/0.20	-0,01
Royaume-Uni	0,59	0.60/0.80	0,75	0.80/1.00	0,91

Taux 10 ans					
	7/12/2015	Amundi + 6m.	Prévisions + 6 mois	Amundi + 12m.	Prévisions + 12 mois
États-Unis	2,24	2.20/2.40	2,37	1.80/2.00	2,49
Allemagne	0,47	0.40/0.60	0,55	0.40/0.60	0,62
Japon	0,32	0.20/0.40	0,38	0.20/0.40	0,44
Royaume-Uni	1,87	1.80/2.00	1,98	1.80/2.00	2,08

PRÉVISIONS DE CHANGE

- **EUR** : l'implémentation du QE va continuer de peser sur l'euro.
- **USD** : le dollar devrait s'apprécier même si le potentiel d'appréciation est plus faible qu'il y a quelques mois.
- **JPY** : les craintes sur la Chine et l'aversion pour le risque ont conduit le yen à s'apprécier mais les autorités japonaises ne laisseront pas ce mouvement prendre de l'ampleur car le taux de change est l'un des piliers de Abenomics.
- **GBP** : modérément haussier, contre l'euro. Les fondamentaux s'améliorent plus rapidement au Royaume-Uni qu'en zone euro.

	4/12/2015	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus Q4 2016
EUR/USD	1,08	1,05	1,04	1,05	1,05
USD/JPY	123	125	125	125	125
GBP/USD	1,51	1,50	1,50	1,62	1,52
USD/CHF	1,00	1,05	1,05	1,05	1,05
USD/NOK	8,67	8,76	8,83	8,76	8,7
USD/SEK	8,55	8,76	8,93	8,67	8,83
USD/CAD	1,35	1,35	1,35	1,40	1,34
AUD/USD	0,73	0,65	0,68	0,65	0,69
NZD/USD	0,66	0,60	0,62	0,60	0,62

1 L'Inde suivra-t-elle le modèle chinois ?

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

L'Inde est-elle idéalement positionnée à court terme ?

À cette question, les investisseurs internationaux répondent par l'affirmative en raison de plusieurs facteurs favorables, notamment : (1) **l'effet Modi** ; (2) le **report** et/ou les **étapes progressives du relèvement de taux de la Fed** ; (3) la **faiblesse des cours du pétrole** ; (4) le contexte de **désinflation mondiale** ; et (5) la possibilité pour la **Banque centrale de l'Inde (RBI) d'assouplir sa politique**. Les marchés boursiers indiens ont récompensé l'effet Modi ainsi que d'autres facteurs en s'appréciant de 50 % (Indice Nifty) en l'espace d'un an dès mai 2014, après la prise de fonctions de M. Modi. Toutefois, depuis le mois de mai 2015, la performance des marchés est quelque peu décevante. Des incertitudes font surface parmi les investisseurs concernant la capacité de l'Inde à conserver son « positionnement idéal » (*sweet spot*).

Il est peu probable que les cinq facteurs mentionnés précédemment évoluent à court terme. En effet, compte tenu de nos prévisions d'une faiblesse persistante des cours du pétrole et d'un environnement de désinflation mondiale, un relèvement de taux de la Réserve fédérale américaine sera progressif et la RBI est parée pour un assouplissement prolongé et plus agressif. L'élément décisif quant à la direction que prendront les marchés serait par conséquent l'évolution de **l'effet Modi**, à savoir : (1) comment les réformes structurelles seront déployées ; (2) comment le rythme de leur mise en œuvre sera accéléré ; (3) comment une croissance durable pourra être garantie (compte tenu des ralentissements survenus cette année), et, plus important encore ; (4) comment le potentiel de croissance à long terme sera libéré. Autant d'éléments incertains qui assombrissent les perspectives des marchés.

L'Inde suivra-t-elle le modèle chinois ?

La question que tout le monde se pose est la suivante : L'Inde suivra-t-elle le modèle chinois ? Il semblerait qu'une opinion fasse consensus sur le long terme, en raison (1) du **potentiel de croissance**, notamment si l'on tient compte du contexte démographique favorable ; (2) des **étapes de développement**, semblables à celles de la Chine il y a 10 ou 15 ans, où un écart doit être comblé ; (3) des **réformes institutionnelles**, qui sont aussi comparables que différentes vis-à-vis de la Chine et qui soutiendront fondamentalement la croissance ; et (4) du **potentiel de marché**, au vu du potentiel de croissance à long terme.

La perspective que l'Inde puisse suivre le modèle de la Chine est tout à fait réjouissante. Mais les questions qui en découlent sont les suivantes : (1) Quels en sont les principaux éléments déclencheurs ? (2) L'Inde prendra-t-elle la même direction que la Chine ? (3) L'Inde peut-elle atteindre un degré d'expansion du PIB semblable à celui de la Chine, alors même que le PIB de la Chine est aujourd'hui 58 fois plus important qu'en 1979, soit 36 ans plus tard ? (4) Si l'on fait preuve d'un peu plus d'optimisme, l'Inde peut-elle atteindre un degré d'expansion du PIB semblable à celui de la Chine en bien moins de temps ? (5) Si l'on se montre plus pessimiste, l'Inde échouera-t-elle et n'atteindra-t-elle jamais un développement semblable à celui de la Chine et, si elle échoue réellement, quels sont les principaux obstacles à sa réussite ? (6) Dans quelle mesure ce cycle de reprise mondiale durablement atone se répercute-t-il sur le développement de l'Inde ?

Au vu des éléments exposés, la question « L'Inde suivra-t-elle le modèle de la Chine » semble encore dépendre d'un certain nombre de conditions et le contexte nous paraît toujours très indéterminé.

Quelles sont les différences institutionnelles entre l'Inde et la Chine ?

L'Inde et la Chine ont eu des statuts quasi identiques les 400 années précédant 1980. Ces deux nations avaient pour habitude d'imiter leurs politiques monétaires, parfois par le jeu des circonstances, d'autres fois par une idéologie semblable,

L'essentiel

À court terme, l'Inde est idéalement positionnée en raison de plusieurs facteurs favorables, notamment : (1) **l'effet Modi** ; (2) le **report** et/ou les **étapes progressives du relèvement de taux de la Fed** ; (3) la **faiblesse des cours du pétrole** ; (4) le contexte de **désinflation mondiale** ; et (5) la possibilité pour la **Banque centrale de l'Inde (RBI) d'assouplir sa politique**. L'élément décisif quant à la direction que prendront les marchés sera l'évolution de l'effet Modi, c'est-à-dire les réformes structurelles qui seront mises en œuvre.

En tant qu'investisseurs, nous nous sommes toujours interrogés sur le fait que, parmi les trois facteurs de réussite les plus importants qu'un pays puisse posséder pour passer d'un stade de développement au stade supérieur (**excédent de main-d'œuvre, ouverture commerciale** et investissements directs étrangers (IDE)), l'IDE, qui constitue la principale source de financement, n'a pas tenu la cadence. Fondamentalement, nous pensons que cela est dû à un certain nombre d'éléments : (1) une **productivité du travail extrêmement faible** ; (2) des **infrastructures obsolètes**, qui engendrent des coûts logistiques élevés ; et (3) une **législation du travail très stricte**.

En raison d'une organisation institutionnelle différente, l'Inde ne serait pas en mesure d'adopter un modèle semblable à celui de la Chine et aurait donc des difficultés à reproduire le miracle chinois. Néanmoins, dans un contexte marqué par plusieurs années d'une reprise mondiale atone, nous pensons que l'Inde pourrait tout à fait se démarquer si elle parvenait à libérer son potentiel de croissance économique en améliorant la productivité du travail, la productivité du capital et la productivité globale des facteurs de production.

par exemple en mettant toutes deux en œuvre des programmes quinquennaux. La Chine a lancé ses premières réformes au début des années 1980. Dès lors, le régime autoritaire chinois s'est développé à un rythme bien plus soutenu que le régime démocratique indien, et bien plus rapidement que tout autre pays du monde, notamment le Japon (régime démocratique), Singapour (régime semi-démocratique) et la Corée (régime autoritaire puis démocratique). Le modèle chinois peut-il être reproduit ou bien n'est-il qu'un événement unique ?

Les remarquables développements économiques en Chine de ces trente dernières années contrastent nettement avec les développements bien moins prodigieux de l'Inde. Les principales caractéristiques du modèle chinois sont le fait d'un contrôle étatique et d'une gestion autoritaire, qui induisent une rapidité dans les prises de décisions, notamment en crise économique, et s'avèrent plus pragmatiques, progressifs et stables lorsqu'il s'agit de soutenir le développement économique et la répartition des richesses.

Ce qui manque cruellement au régime démocratique indien est cette autre forme de liberté : la liberté économique. Soutenir la croissance n'est pas chose facile dans une démocratie bancale et, même dans le cas d'une démocratie stable, les évolutions économiques sont susceptibles de créer des conflits relatifs à la répartition et d'exercer des pressions sur les institutions démocratiques. La répartition des richesses en Inde est un problème considérable et une source d'inquiétudes permanentes.

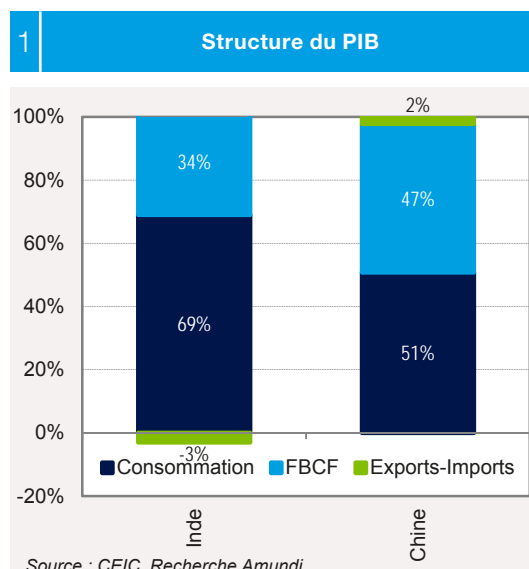
Quelles sont les différences économiques entre l'Inde et la Chine ?

1. Des étapes du développement différentes : les deux économies sont différentes en termes de composition et en matière de stades de développement : selon le PIB par habitant ajusté de la parité de pouvoir d'achat, la Chine était au niveau actuel de l'Inde il y a près de dix ans, et s'est développée nettement plus rapidement que son homologue ces trente dernières années. Les prévisions du FMI révèlent quant à elles que l'Inde devrait surperformer durablement la Chine ces cinq prochaines années en matière de croissance.

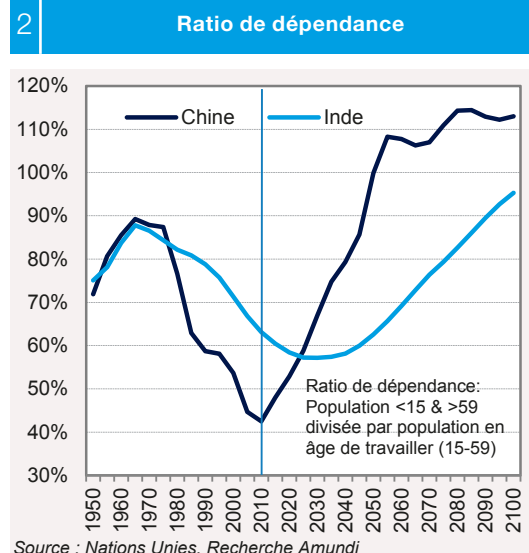
2. Des structures économiques différentes : les deux économies sont également structurées différemment, bien qu'il doive y avoir une plus grande convergence à l'avenir car la Chine procède actuellement à un rééquilibrage en privilégiant une plus forte consommation et moins d'investissements étrangers, et l'Inde s'efforce de lancer un cycle d'investissement. Il en va de même pour l'industrie indienne, qui devrait voir son PIB augmenter ces prochaines années en dehors du secteur agricole, tandis que la Chine développe son secteur tertiaire.

3. Des défis économiques différents : le lourd endettement de la Chine est considéré comme l'un des principaux obstacles aux perspectives de croissance. Et l'environnement de faible inflation en Chine ne fait que renforcer ces inquiétudes. En Inde, si l'endettement global est nettement moins important, et se compense d'autant par son taux d'inflation plus élevé qu'ailleurs dans le monde, la faible pénétration financière reste problématique. En outre, les créances douteuses en Inde sont sous-déclarées et en augmentation, et pourraient ces prochaines années peser sur le système bancaire, en particulier en raison des importants niveaux de prêts aux entreprises.

4. Une démographie différente : la croissance économique et la politique de l'enfant unique ont fortement impacté l'évolution démographique chinoise (1,36 milliard d'habitants et un taux de fertilité de l'ordre de 1,5). De nombreux experts estiment que la Chine vieillira (le nombre de personnes âgées de plus de 80 ans est 9x plus élevé en 2015 qu'en 1970) avant de s'enrichir. La rapide croissance démographique en Inde (1,25 milliard de personnes et un taux de fertilité de 2,5) a jusqu'à présent pesé sur l'amélioration de la prospérité, mais son taux de dépendance devant poursuivre sa baisse ces dix prochaines années, l'Inde est de ce fait mieux positionnée que la Chine. Si la Chine a ouvert son économie commerciale bien plus tôt que l'Inde, son ratio échanges/PIB est désormais identique à celui de l'Inde



“ Le modèle chinois peut-il être appliqué en Inde ? ”



“ Le sous-développement de l'Inde offre au pays un certain potentiel ”

(50 % pour l'Inde et 44 % pour la Chine). Par conséquent, en chiffres bruts, la dépendance à la croissance mondiale semble similaire pour les deux économies.

5. Une configuration différente des infrastructures: les indicateurs montrent que l'Inde est significativement à la traîne en ce qui concerne le développement des infrastructures par rapport à la Chine. Si en termes de télédensité (connexions téléphoniques pour 100 personnes), la Chine a presque 10 années d'avance sur l'Inde, l'écart semble se combler. La productivité en est affectée et prend du retard. En particulier, la pénétration du haut débit en Chine s'élève à 36 % contre seulement 6 % en Inde (selon les normes réduites).

6. Des profils de marché différents: la performance des marchés boursiers chinois est de nature volatile. Les performances ajustées de la volatilité sont peu intéressantes, principalement en raison d'un grand nombre d'entreprises publiques sur le marché et de leur dépendance aux politiques gouvernementales. En Inde, ce sont les entreprises privées qui dominent le marché. En termes de composition sectorielle, les marchés actions chinois et indien sont là aussi différents : le marché indien est bien plus diversifié que son homologue chinois.

Quels sont les facteurs essentiels qui permettront à l'Inde de passer à la prochaine étape de son développement ?

La croissance économique soutenue en Chine ces trente dernières années est sans précédent dans l'histoire des marchés. L'Inde sera-t-elle la prochaine économie à réaliser un tel miracle ? Ou le pourra-t-elle seulement ?

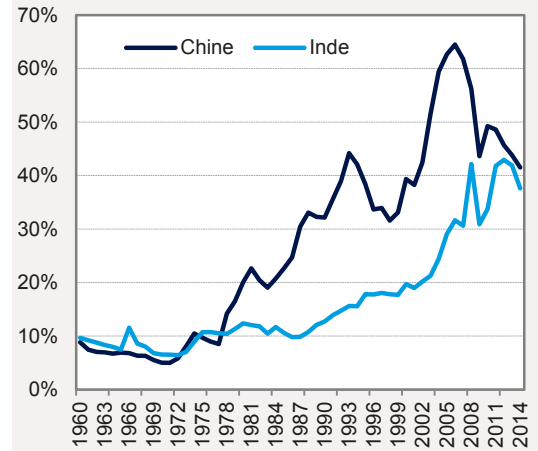
Les facteurs généraux de réussite pour qu'un pays accède au prochain stade de développement, se trouvent habituellement dans : (1) une **démographie** favorable, qui apporte un excédent de main-d'œuvre à l'économie ; (2) une demande externe et un financement **mondiaux** en faveur de l'économie ; (3) des **réformes économiques**, qui fournissent des motivations d'investissement pour le secteur privé en utilisant un excédent de main-d'œuvre et un financement (IDE) pour améliorer la productivité.

En tant qu'investisseurs, nous nous sommes toujours demandé pourquoi, étant donné que l'Inde possède un **excédent de main-d'œuvre** et une **ouverture commerciale**, n'existe-t-il pas un **investissement étranger direct qui tienne la cadence** (principale source de financement) ? Pourquoi la baisse des coûts de financement n'a-t-elle pas permis de stimuler l'économie ? Fondamentalement, nous pensons que cela est dû à un certain nombre de facteurs : (1) une **productivité du travail extrêmement faible** (en termes de valeur ajoutée par travailleur, la Chine est près de neuf fois plus productive que l'Inde dans le secteur industriel, et cinq fois plus dans les services) ; (2) des **infrastructures très à la traîne**, qui engendrent une hausse des coûts logistiques ; et (3) une **légalisation du travail très stricte** (seules les sociétés de plus de 40 employés ne sont pas autorisées à licencier).

1. Dans ce cas, comment améliorer la productivité du travail ? Si certains estiment que le taux d'alphabétisation en Chine est peut-être exagéré, il n'y a aucun doute sur le fait qu'il a atteint un niveau remarquable, principalement car les Chinois doivent apprendre des caractères plutôt qu'un alphabet. Plus de 96 % de la population chinoise est alphabète, contre seulement plus de 71 % en Inde. Le taux de croissance du PIB réel actuel et durable, de l'ordre de 7 % pour les 5 à 10 prochaines années, est essentiel pour doubler le taux de PIB réel en termes absolus (le taux actuel s'élevant à 2 milliards de dollars américains).

Bien qu'un écart subsiste entre la croissance du PIB par habitant chinois et indien, ce dernier s'est nettement accéléré depuis les années quatre-vingt. La croissance du PIB par habitant des 30 premières années (1950-1979) ne s'établissait qu'à 1,3 % par an ; à partir de 1980, le taux s'est accéléré à 4,2 % par an ; depuis 1993, il est de 5,1 % par an. Les taux de croissance du PIB par habitant des deux pays convergent et il ne faudra à l'Inde que peu de temps pour surpasser son homologue chinois dans ce domaine.

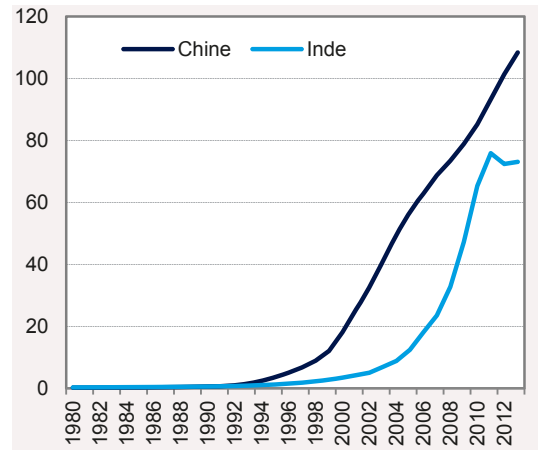
3 Commerce de biens (exports+imports) % du PIB



Source : CEIC, Recherche Amundi

“ La faible productivité du travail pénalise les flux d'IDE ”

4 Nombre de personnes connectées (connexions pour 100 personnes)



Source : Recherche Amundi

“ La croissance tournée vers l'investissement absorbe la main-d'œuvre excédentaire ”



Avec la hausse du revenu disponible individuel et des dépenses publiques en matière d'éducation, la productivité du travail est en passe de croître. Sur la base d'un scénario prudent, au moins 5 à 10 années supplémentaires seront nécessaires à l'Inde pour attendre les niveaux actuels de productivité du travail en Chine.

2. L'Inde doit-elle d'abord être une économie tournée vers l'investissement ?

Nous pensons que c'est là l'élément manquant du développement indien et qu'il doit être pris en compte et déployé rapidement. De par son héritage d'ancienne colonie britannique, l'Inde est davantage un exportateur de services que de biens, et par conséquent mériterait le terme de « bureau du monde » et la Chine d'« usine du monde ».

Néanmoins, les mauvaises infrastructures en Inde sont un obstacle potentiel aux futurs développements tant en termes de demande intérieure que d'investissement étranger. Les dépenses publiques en matière d'infrastructures notamment sont essentielles à la prochaine étape du développement indien, pour que la main-d'œuvre excédentaire soit absorbée. Cette situation s'apparente à celles des travailleurs migrants en Chine qui participent aux travaux de construction.

3. La productivité globale des facteurs est-elle la clé de l'envolée du développement indien ?

Nous pensons que cet élément est capital. La productivité globale des facteurs est souvent considérée comme un réel moteur de croissance au sein d'une économie. En outre, des études révèlent que, si la main-d'œuvre et les investissements sont importants, la productivité globale des facteurs peut représenter jusqu'à 60 % de la croissance d'une économie. On entend par productivité globale des facteurs la croissance technologique et une efficacité accrue. La croissance technologique, en particulier dans le secteur manufacturier, permettra également d'absorber la main-d'œuvre excédentaire. Le gouvernement Modi s'efforce d'améliorer l'efficacité en simplifiant les processus décisionnels tels que les approbations de projets.

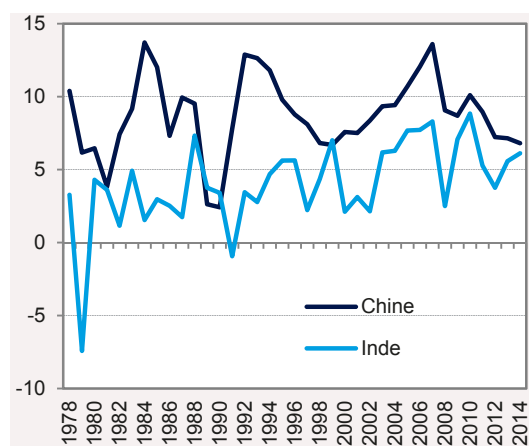
Pour conclure, en raison d'une organisation institutionnelle bien différente, nous ne pensons pas que l'Inde sera en mesure de répliquer le modèle de la Chine, et aura des difficultés à répéter le miracle que la Chine est parvenue à atteindre ces trente dernières années. Néanmoins, dans un contexte marqué par plusieurs années d'une reprise mondiale atone, nous pensons que l'Inde pourrait tout à fait se démarquer si elle parvenait à libérer son potentiel de croissance économique en améliorant la productivité du travail, la productivité du capital et la productivité globale des facteurs de production.



La productivité globale des facteurs détermine le contexte à long terme



5 Croissance du PIB par habitant



Source: Bloomberg, Recherche Amundi



2 Guerre Froide financière en 2016 : la coopération avec la Chine est la seule solution pour l'Amérique (et l'Europe)

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Une stabilisation stérilisée du yuan est la première étape de résolution des déséquilibres mondiaux en 2016, car elle requiert un succès de la Chine sur deux fronts : stabilisation domestique et coopération avec les États Unis. Les réassurances récentes de dévaluations ni soudaines ni importantes à l'avenir démontrent que la Chine a conscience des contraintes du statut de monnaie de réserve et du regain de crédibilité induit pour le yuan. Avec l'essentiel de la dépréciation de l'euro déjà acquis et les risques de poursuite du ralentissement chinois et américain, l'Europe devrait envisager un plan de relance monétaire et budgétaire pour éviter à l'euro de devenir la prochaine devise de carry-trade.

L'équilibre de la terreur : des politiques soudaines et individualistes ne peuvent qu'être mutuellement dommageables

1. Qu'elle soit externe ou interne, une large dévaluation du yuan déclencherait un nivellement par le bas

Alors même que le yuan est surévalué au dollar de 20 %, une dévaluation classique déclencherait non seulement une guerre des changes mais aussi des défauts en chaîne d'entreprises chinoises sur leurs dettes en dollars. Tout d'abord, cela augmenterait proportionnellement le service des dettes en dollars contractées durant la décennie passée par des entreprises surendettées. Par ailleurs, cela reviendrait également, pour la Chine, à renier ses engagements internationaux (particulièrement au moment où le yuan rejoint le panier DTS du FMI), ce qui aurait pour effet probable, au mieux, de déclencher des dévaluations (en chaîne) dans l'espace émergent, si ce n'est, également, des mesures de rétorsion américaines et européennes.

Choisir une dévaluation interne à la façon de la zone euro alimenterait un véritable atterrissage déflationniste dans la douleur (même au ralenti) plus que susceptible d'atteindre Amérique et Europe à leur tour. Une telle dévaluation interne est déjà à l'œuvre en Chine depuis deux ans : elle est l'image en miroir du ralentissement économique et la cause de la dévaluation surprise d'août dernier, après celle d'avril 2014. En effet, en raison de leur indexation historique sur le taux de change yuan-dollar, prix et salaires sont probablement à l'arrêt (si ce n'est en baisse, en réalité), reflétant ainsi l'évolution du change.

2. Une stabilisation stérilisée est la seule solution collectivement optimale au niveau mondial

Puisqu'une appréciation supplémentaire n'est pas une solution (dans la mesure où elle alimenterait des déséquilibres financiers plus importants encore), une stabilisation du yuan est la seule stratégie à même de préserver la stabilité financière mondiale. Poursuivre l'appréciation du yuan n'est pas souhaitable car l'essentiel de la surévaluation du yuan est déjà dû à des gains de productivité insuffisants, depuis que la Chine a décidé de poursuivre sa politique de croissance par le crédit au-delà de 2011. Cependant, pour être soutenable, une stabilisation (qui constituerait un compromis acceptable pour la Chine et l'Amérique) nécessite (i) la poursuite de l'apurement des capacités excédentaires et (ii) une seconde vague de gains de productivité.

Pour être efficace, une telle stabilisation doit aussi être stérilisée de façon à prévenir une baisse significative des réserves de change chinoises, dans la mesure où cela induirait un choc de taux d'intérêt mondial et une déflation par la monnaie (banque centrale) en Chine. En effet, avec des réserves de change représentant 4/5^{es} des actifs de la PBoC, les dépenser intégralement, sans compensation via des achats d'obligations locales, reviendrait à laisser les agrégats monétaires décliner. Si les réserves de change chinoises devaient

L'essentiel

Les premières mesures concrètes en vue d'une coopération efficace entre la Chine et l'Amérique ont été prises et la Chine doit maintenant faire sa part dans la stabilisation du yuan, d'ici à l'élection présidentielle américaine l'an prochain. L'Amérique a déjà délivré à la Chine : (i) un budget neutre (en évitant une autre crise politique autour du financement du gouvernement fédéral et du plafond de la dette) et (ii) un resserrement monétaire modeste, ceci s'ajoutant à (iii) l'octroi du statut de monnaie de réserve pour aider le yuan à gagner en crédibilité. En retour, la Chine doit consolider le succès, jusqu'à présent, de sa politique budgétaire et monétaire et de ses réformes structurelles, de façon à maintenir la parité (certes ajustable à l'occasion) du yuan au dollar.

Avec l'essentiel de la dépréciation de l'euro déjà acquis, l'Europe doit mettre à profit la trêve entre Chine et Amérique pour envisager d'améliorer son *policy mix* bien plus qu'annoncé jusqu'à présent. Idéalement, un QE bien plus important (et pas de taux plus négatifs) pourrait aider à contenir les pressions déflationnistes (si ce n'est reflater), si la politique budgétaire reste aussi accommodante que prévu dans les budgets nationaux. Avec l'opposition allemande au Big Bazooka de Mario Draghi, la promesse ancienne (mais toujours pendante) du Plan Juncker (300 Mds€ en infrastructures) pourrait faire l'affaire. Mais, là aussi, l'Allemagne freine toujours.

Pour lancer doucement la résolution des déséquilibres mondiaux en 2016, l'Europe doit accélérer sa stratégie de reflation, sans quoi le processus reposera sur la seule coopération ordonnée entre Chine et Amérique, avant que le prochain président américain puisse (on peut l'espérer) promouvoir une politique budgétaire plus offensive. En conséquence, l'opposition persistante de l'Allemagne à un QE d'ampleur et à une relance budgétaire est une source de risques (potentiellement sérieux), susceptible de s'ajouter à un ralentissement supplémentaire de la Chine (et, partant, des États-Unis). Les appels récents à l'Amérique, la Chine et l'Europe du Président Obama et de Larry Summers dans le Financial Times sont à prendre au sérieux.

être dépensées rapidement, un choc mondial de taux d'intérêt s'ensuivrait probablement : un tel choc d'incertitude ne ferait de bien à personne au niveau mondial, à commencer par la Chine.

Guerre Froide financière : les déséquilibres mondiaux ne peuvent se résoudre que dans le cadre d'un processus graduel et pluri-annuel

1. En raison de la préférence infinie de la Chine pour le dollar, la charge de la coopération retombe sur l'Amérique et la Chine

En dépit de larges réserves de change, les interventions de change de la PBoC sont contraintes par la disponibilité d'obligations locales : en conséquence, le refinancement en cours de prêts bancaires en obligations imposé aux emprunteurs locaux est central. En effet, la PBoC a sûrement limité ses interventions sur le marché des changes car elle ne pouvait acheter, au même moment, suffisamment d'obligations locales pour maintenir la taille de son bilan. Ceci explique sûrement (i) une partie de l'appréciation du dollar à l'euro depuis mi-2014, et (ii) la dévaluation du yuan l'été dernier, qui a incidemment rendu le service de soutenir les agrégats monétaires et l'inflation.

Malgré son influence sur la politique monétaire américaine (via la courbe des rendements des Treasuries et les interventions de change), les intérêts de la Chine seraient mieux servis si sa demande de dollars était contenue de façon coopérative. Tandis que la Fed pourrait théoriquement y aider en rachetant les Treasuries de la PBoC, le Trésor américain semble avoir trouvé une tactique plus subtile : octroyer au yuan le statut de monnaie de réserve via son entrée dans le panier DTS. Ceci pourrait servir deux objectifs à la fois : (i) rendre le yuan plus crédible comme ancre de l'accord de libre-échange commercial et financier en train d'être mis en place par la Chine et (ii), ainsi, rééquilibrer la demande pour le yuan avec son offre.

2. En raison de la priorité donnée par la Chine à la coopération avec l'Amérique, la zone euro doit trouver sa propre solution

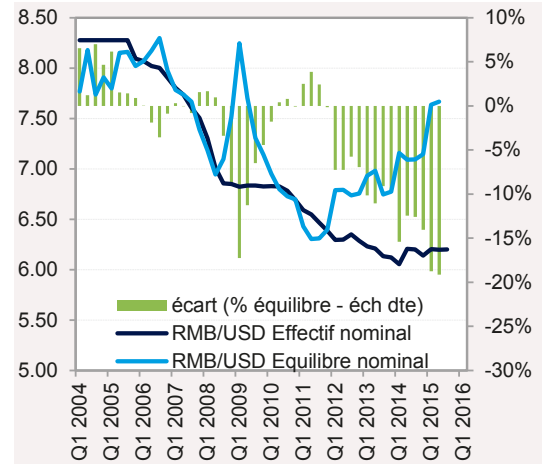
L'euro continuera de se déprécier aussi longtemps que la Chine demeure un acheteur marginal net de dollars (en raison des sorties de capitaux et du service des dettes en dollars), en plus de l'intérêt des marchés financiers pour les actifs en dollars. En conséquence, une dépréciation supplémentaire de l'euro semble possible mais pas soutenable, si la stabilisation du yuan est un succès. Inversement, si la Chine ou l'Amérique ralentissaient encore, un nouvel accès de faiblesse du dollar (dû à des réallocations de portefeuille) induirait un assouplissement des conditions financières profitable aux deux. En effet, une dépréciation du dollar apurerait une partie de la surévaluation de 40 % de la Chine à l'Europe en dépréciant indirectement le yuan à l'euro.

En poursuivant son entrée en territoire négatif tout en n'augmentant pas assez son QE (malgré le peu d'aide en provenance du marché des changes), la BCE prend le risque de transformer l'euro en monnaie de carry-trade. Tandis que la Fed n'a, jusqu'à présent, signalé qu'un resserrement progressif et modéré, le peu d'audace des dernières mesures de la BCE (en particulier en ce qui concerne la taille de son QE) a peu de chance de déclencher un découplage significatif des cycles financiers américain et européen. Si le yuan devait se stabiliser, la baisse de la demande chinoise de liquidité dollars n'aurait besoin que d'un ralentissement supplémentaire de l'économie américaine pour déclencher une dépréciation du dollar.

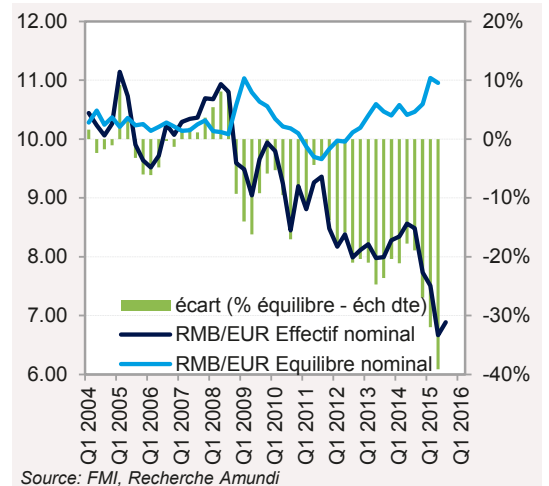
Conclusion

Les premières mesures concrètes en vue d'une coopération efficace entre la Chine et l'Amérique ont été prises et la Chine doit maintenant faire sa part dans la stabilisation du yuan, d'ici à l'élection présidentielle américaine l'an prochain. L'Amérique a déjà délivré à la Chine : (i) un budget neutre (en évitant une autre crise politique autour du financement du gouvernement fédéral et du plafond de la dette) et (ii) un resserrement monétaire modeste, ceci s'ajoutant à (iii) l'octroi du statut de monnaie de réserve pour aider le yuan à gagner en

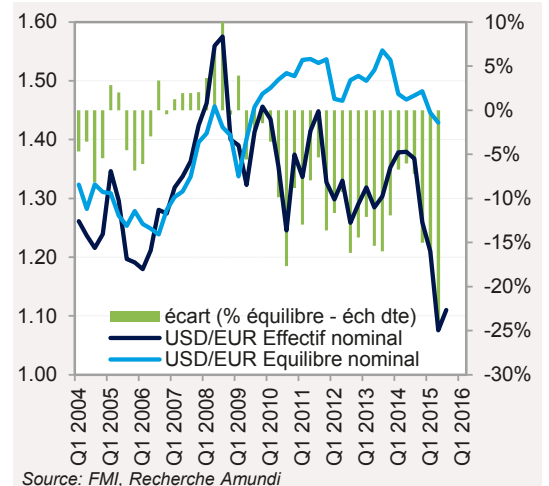
1 RMB/USD : nominal effectif et équilibre



2 RMB/EUR : nominal effectif et équilibre



3 EUR/USD : nominal effectif et équilibre



crédibilité. En retour, la Chine doit consolider le succès, jusqu'à présent, de sa politique budgétaire et monétaire et de ses réformes structurelles, de façon à maintenir la parité (certes ajustable à l'occasion) du yuan au dollar.

Avec l'essentiel de la dépréciation de l'euro déjà acquis, l'Europe doit mettre à profit la trêve entre Chine et Amérique pour envisager d'améliorer son *policy mix* bien plus qu'annoncé jusqu'à présent. Idéalement, un QE bien plus important (et pas de taux plus négatifs) pourrait aider à contenir les pressions déflationnistes (si ce n'est reflater), si la politique budgétaire reste aussi accommodante que prévu dans les budgets nationaux. Avec l'opposition allemande au Big Bazooka de Mario Draghi, la promesse ancienne (mais toujours pendante) du Plan Juncker (300 Mds€ en infrastructures) pourrait faire l'affaire. Mais, là aussi, l'Allemagne freine toujours.

Pour lancer doucement la résolution des déséquilibres mondiaux en 2016, l'Europe doit accélérer sa stratégie de reflation, sans quoi le processus reposera sur la seule coopération ordonnée entre Chine et Amérique, avant que le prochain président américain ne puisse (on peut l'espérer) promouvoir une politique budgétaire plus offensive. En conséquence, l'opposition persistante de l'Allemagne à un QE d'ampleur et à une relance budgétaire est une source de risques (potentiellement sérieux) susceptible de s'ajouter à un ralentissement supplémentaire de la Chine (et, partant, des États-Unis). Les appels récents à l'Amérique, la Chine et l'Europe du Président Obama et de Larry Summers dans le Financial Times sont à prendre au sérieux.



L'Europe doit accélérer sa stratégie de reflation, sans quoi le processus reposera sur la seule coopération ordonnée entre Chine et Amérique



3 Démission ou destitution de Dilma Rousseff : seule alternative à la monétisation de la dette brésilienne ?

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Ce texte a été achevé de rédiger le 4 décembre 2015 et il n'est pas exclu que la situation ait évolué d'ici sa publication.

La procédure de destitution de la Présidente Dilma Rousseff a commencé

Eduardo Cunha, Président de la Chambre des Députés et membre du PMDB principal parti d'opposition au PT, a accepté d'avaliser la demande de procédure de destitution à l'encontre de la Présidente Dilma Rousseff qui est accusée d'avoir manipulé les comptes publics pour assurer sa réélection en 2014. Ceci marque la première étape d'une procédure qui en comporte cinq et qui devrait aboutir vers mars-avril 2016 si elle est menée à son terme.

Comme le montre l'encadré ci-dessous, cette procédure sera longue sans compter sur le fait que son succès est incertain. En effet, outre la majorité aux deux tiers qui sera peut-être difficile à obtenir à l'Assemblée et/ou au Sénat et à la Cour Suprême, deux autres facteurs pourraient conduire à un échec. Le premier tient au fait qu'Eduardo Cunha, Président de la Chambre des Députés, est lui-même mis en examen dans des affaires de corruption. Le second facteur plus pénalisant est que seuls les comptes publics de 2015 feront l'objet de vérifications au lieu de ceux de 2014 qui sont mis en cause. Or les comptes 2015 n'ont pas encore été analysés par la Cour des Comptes ni approuvés ou rejetés par le Congrès puisque l'année calendaire n'est pas finie.

> Une procédure longue à l'issue incertaine

La deuxième étape consiste en la formation d'une commission parlementaire spéciale composée de représentants de tous les partis qui doit évaluer, d'ici le 16 décembre, le bien-fondé de la demande de destitution.

Ensuite, si cette démarche aboutit, arrive la troisième étape où la commission tiendra cinq sessions à l'issue desquelles un vote à la majorité simple validera ou pas le lancement officiel de la procédure. La quatrième étape consiste à faire voter dans les 48 heures la destitution. Pour cela, il faut la majorité aux deux tiers soit le vote de 342 membres sur 513. Si la destitution est votée, Michel Temer, actuel Vice-Président et Président du PMDB, assumera l'intérim pour 180 jours. Ensuite, c'est au tour du Sénat et de la Cour Suprême de voter. S'il y a majorité aux deux tiers alors Dilma Rousseff sera immédiatement démise de ses fonctions et Michel Temer lui succède officiellement jusqu'à la fin du mandat, sauf avis défavorable de sa part. Dans ce cas, de nouvelles élections auraient lieu début 2017.

Cette procédure arrive au moment où la situation tant politique qu'économique du Brésil paraît intenable voire désespérée

Depuis le début de l'année, pas un mois voire une semaine ne passe sans que de nouvelles révélations et de nouvelles arrestations d'hommes d'affaires ou d'hommes politiques n'aient lieu. Pour exemple, rien que la semaine dernière, la Cour Suprême a autorisé, dans le cadre des affaires de corruption Pétrobras, l'arrestation d'André Esteves, millionnaire brésilien et patron de la Banque d'investissement BTG-Pactual et de Delcídio do Amaral, membre du Sénat.

Côté économique, la situation est à ce jour également catastrophique. La forte chute des prix des matières premières induite par le ralentissement de la Chine (premier importateur net de matières premières) et la dépréciation massive du réal qui en a découlé ont fortement affaibli l'économie brésilienne. Si les facteurs négatifs avaient été circonscrits à ces deux seuls éléments, la récession actuelle aurait été moindre sous la conduite d'un *policy mix* rigoureux.

L'essentiel

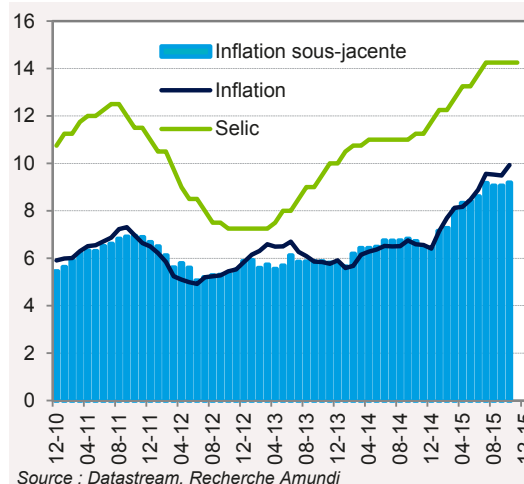
Alors que le pays sombre dans une crise politique et économique sans précédent, le Président de la Chambre des Députés a accepté la requête de destitution de l'actuelle Présidente, Dilma Rousseff.

Cette procédure, si elle était votée, serait longue et son issue incertaine. Il semble donc, qu'il s'agit ici plus d'un tour de force qu'autre chose de l'opposition pour pousser Dilma Rousseff à la démission. À l'heure actuelle, c'est l'une des seules alternatives envisagées par les politiques et les marchés pour mettre fin à la crise actuelle.



La demande de procédure de destitution à l'encontre de Dilma Rousseff a été acceptée

1 Inflation et Politique Monétaire



Les problèmes politiques enfoncent le pays dans une crise de plus en plus profonde

Or, les problèmes politiques n'ont fait que retarder et compliquer la mise en œuvre de la consolidation budgétaire nécessaire au maintien de la crédibilité du policy-mix brésilien vis-à-vis des marchés. Aussi, malgré une politique monétaire restrictive (le Selic est aujourd'hui à 14,25 % et les taux réels sur l'année ont dépassé les 5 %), la Banque Centrale Brésilienne (BCB) n'a pu endiguer les sorties de capitaux et la chute du réal liées à la défiance des investisseurs. L'inflation a atteint les 10 %, le déficit public est estimé à 9,5 % du PIB et de la dette se rapproche des 70 % du PIB alors qu'il y a deux ans elle était inférieure à 55 %.

La situation est tellement extrême que même avec une récession de plus de 3 % du PIB, certains membres du Copom (comité de politique monétaire brésilien) n'ont pas hésité la semaine dernière à se prononcer pour une nouvelle hausse de taux. Un resserrement supplémentaire nous paraît inapproprié en terme économique sauf si l'objectif est d'apaiser les craintes du marché et d'éviter un dérapage des anticipations d'inflation. De notre point de vue, il s'agit d'une remise en cause de la politique budgétaire et un aveu d'impuissance de la BCB dans un tel contexte.

En l'absence de démission de Dilma Rousseff, cette procédure de destitution, si elle aboutit, est peut-être le seul moyen de casser le cercle vicieux en cours et de redresser la situation économique à moyen terme à un horizon 2018.

Cette procédure, comme nous l'avons expliqué plus tôt, sera longue et son succès incertain. Pour autant, en l'état actuel des choses et sans démission de Dilma Rousseff, peu de solutions s'offrent aux politiciens brésiliens pour redresser la situation économique et éviter le chaos à moyen terme. En effet, nous l'avons vu au cours des mois précédents, cette crise politique complique et retarde tous les votes relatifs au budget.

À court terme, cette décision de lancer une procédure de destitution aura certes des effets négatifs : plus de volatilité sur les marchés en raison de l'incertitude sur la durée et le résultat du processus et aussi peut-être des dégradations supplémentaires de la note souveraine du Brésil par les agences de notation qui pourraient voir dans ce processus un nouveau report des mesures fiscales.

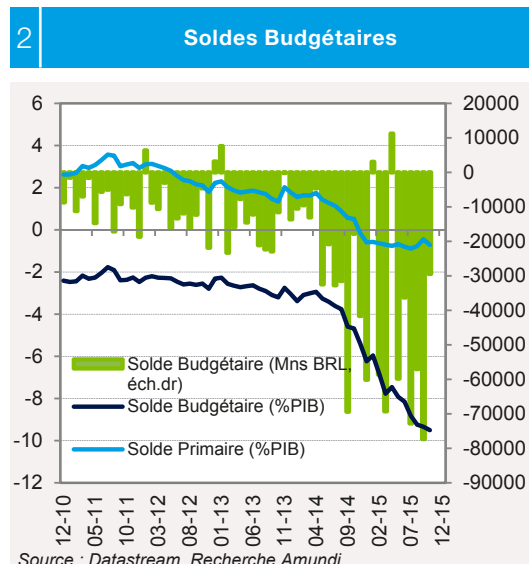
Mais elle pourrait aussi avoir des effets positifs : contraindre Dilma Rousseff à démissionner rapidement. Si tel est le cas, de nouvelles élections seraient rapidement convoquées. Le Président élu aurait forcément plus de légitimité pour mener à bien les réformes budgétaires nécessaires au redressement du Brésil. C'est d'ailleurs ce que le PMDB cherche sans doute à obtenir car l'acceptation de la demande de destitution de Dilma Rousseff par Eduardo Cunha, Président de la Chambre des Députés, arrive « comme par hasard » une semaine après la publication par son parti d'une plateforme économique et libérale.

Si Dilma Rousseff ne démissionne pas, à moyen terme, deux options sont possibles : le Vice-Président actuel accepte le poste ou il démissionne et de nouvelles élections ont lieu début 2017. Si Michel Temer accepte la Présidence, la tâche ne lui sera pas facile et notamment il faudra qu'il arrive à obtenir le soutien du Congrès. En cas de nouvelles élections, on revient au scénario où Dilma Rousseff démissionne à l'exception que du temps aura passé d'ici là. Dans notre scénario macroéconomique, nous anticipons une récession de 3 % cette année, 2 % en 2016 et une sortie de crise en 2017, or dans un tel contexte cette dernière pourrait bien être reportée à 2018.

Sans une consolidation budgétaire massive et urgente, la BCB restera impuissante à maîtriser la situation. Aujourd'hui on peut parler de dominance budgétaire au Brésil. Mais demain, quand sera-t-il si rien ne change ? La seule issue possible ne sera-t-elle pas la monétisation de la dette brésilienne ? Aussi, pour limiter la probabilité de réalisation d'un tel scénario, il faut mettre rapidement un terme à la crise politique actuelle. L'alternative la plus évidente semble le départ de l'actuelle Présidente. D'ailleurs, n'est-ce pas ce que les marchés attendent puisque depuis les annonces d'hier soir le réal a repris 3,5 % par rapport au dollar.



À court terme, cette décision aura des effets négatifs : plus de volatilité sur les marchés et possibles dégradations supplémentaires de la note souveraine



Mais pourrait aussi, via un changement de gouvernement, aider le pays à retrouver plus de crédibilité



4 Dollar : la grande différence avec le cycle de 2004/2006

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Sauf surprise, la Fed relèvera ses *fed funds* le 16 décembre, après sept années de taux zéro. Il est naturel de se demander ce que cela pourrait impliquer pour le dollar. En réalité, comme nous l'avons mentionné dans des éditions précédentes, le dollar a déjà fortement grimpé depuis l'été 2014 (+15 % en termes effectifs réels), la majorité des observateurs attribuant ce mouvement à la divergence de politique monétaire entre la Fed d'une part et la quasi-totalité des banques centrales des pays développés d'autre part (voir le graphique liant le dollar au différentiel de taux courts avec ses principaux partenaires). Pourtant, le taux de change réel effectif des États-Unis avait baissé lors du dernier grand cycle de resserrement de *fed funds*, celui de 2004-2006 ! Il avait perdu 7,6 % entre la mi-2003 et la fin 2006.

Lors du cycle de 2004-2006 également, la politique de taux de la Fed divergeait de celle de ses partenaires, bien davantage qu'aujourd'hui. Rappelons que fin novembre, les contrats *futures* n'escomptaient qu'une remontée extrêmement faible des *fed funds* : à peine 1,5 % fin 2017. **La divergence de politique monétaire, mesurée par le différentiel de taux courts, était bien plus forte lors du cycle de 2004-2006.** Alors pourquoi le dollar a-t-il autant baissé lors du cycle 2004-2006 ? Comme souvent pour expliquer certains grands mouvements monétaires, c'est du côté de la Chine qu'il faut regarder.

En réalité, le cycle de 2004-2006 s'inscrivait dans une décennie où la forte croissance chinoise paraissait encore incoercible, et qui avait induit une forte hausse du prix des matières premières (pétrole, métaux) sur plusieurs années. Or il existe une anti-corrélation élevée entre le cours du dollar et le celui des matières premières. Évidemment, corrélation n'est pas causalité. Les études académiques peinent à se mettre d'accord sur le sens de la causalité entre ces deux variables, aboutissant souvent à des résultats contradictoires. Toutefois, on peut aisément concevoir que l'explosion de la demande de matières premières par la Chine a exacerbé la hausse des prix, ce qui aurait joué négativement sur le dollar.

Pour le dollar, deux grands facteurs se sont donc opposés lors du cycle de 2004-2006 : divergence de politique monétaire entre la Fed et ses partenaires commerciaux (positif pour le dollar) et hausse du prix des matières premières (négatif pour le dollar). Le second facteur l'avait emporté et le dollar avait finalement baissé. Dans le cycle actuel, ces deux facteurs jouent positivement pour le dollar et c'est vraisemblablement pour cette raison que le dollar a autant progressé malgré la relativement faible progression du différentiel de taux courts. Au passage, notons que les deux facteurs que nous mentionnons permettent de très bien expliquer l'évolution du taux de change réel effectif des États-Unis depuis le début des années 2000.

Qu'en déduire pour les trimestres à venir ? D'abord, il est peu probable que la hausse effective des *fed funds* le 16 décembre change radicalement la donne en ce qui concerne le différentiel de taux courts (les taux courts américains n'ont évidemment pas attendu la hausse effective de *fed funds* pour remonter) : il devrait s'écarter quelque peu mais, puisque nous pensons que le cycle de resserrement de *fed funds* sera d'une amplitude limitée, cet élargissement sera limité. Ensuite, eu égard au ralentissement économique de la Chine, on peut imaginer que les prix des matières premières (les métaux en particulier) puissent trouver un équilibre un peu plus bas. Mais là aussi, les prix des matières premières ont déjà beaucoup baissé et on peut difficilement imaginer que cette baisse se prolonge très longtemps. En résumé, le dollar devrait encore s'apprécier mais son potentiel d'appréciation s'est déjà grandement amenuisé.

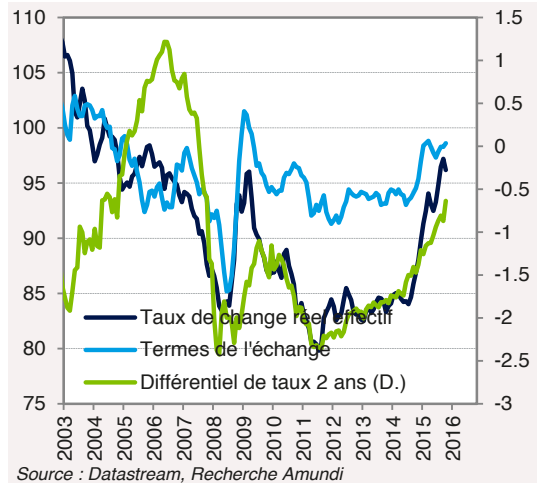
L'essentiel

Le dollar est en forte progression depuis la mi-2014 alors qu'il avait fortement baissé lors du cycle précédent de resserrement de *fed funds* (2004-2006). La divergence de politique monétaire entre la Fed et les autres grandes banques centrales permet-elle d'expliquer cela ?

Même s'il est indéniable que la divergence de politique monétaire a bien poussé le dollar à la hausse sur les derniers trimestres, elle est bien plus faible que lors du cycle de 2004-2006. En réalité, ces deux cycles se distinguent surtout par le fait que le prix des matières premières est en forte baisse depuis quelque temps alors qu'il était en forte hausse lors du cycle précédent de resserrement.

“ La divergence de politique monétaire, mesurée par le différentiel de taux courts, était bien plus forte lors du cycle de 2004-2006 ”

1 Taux de change réel effectif vs prix du pétrole (100 en juin 2004) et écart de taux 2 ans



Source : Datastream, Recherche Amundi

5 Valorisations et valeur relative du crédit en euro par rapport aux autres actifs risqués

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique – Milan*

Test des valorisations du crédit depuis le redressement récent du marché : les spreads sont-ils toujours attractifs ?

En octobre, les marchés du crédit ont affiché l'une de leurs meilleures performances mensuelles depuis plusieurs années des deux côtés de l'Atlantique, tant en termes de performance totale que de surperformance. Ce parcours exceptionnel a quasiment suffi pour compenser la sous-performance de septembre, engendrée par le pic des inquiétudes entourant la Chine et des risques idiosyncrasiques. La dynamique s'est affaiblie au mois de novembre, en raison des facteurs suivants :

- le repli du prix du pétrole passant de 50 à 45 USD le baril a fait sous-performer les obligations HY en dollar tandis que leurs homologues en euro continuaient de résister,
- la volatilité implicite des actions a légèrement progressé.

Désormais, les obligations HY et IG en euro se négocient sur la base d'OAS (option-adjusted-spreads) respectivement inférieurs d'environ 65 et 35 pb aux pics de septembre. Toutefois, les spreads demeurent relativement plus élevés que les plus bas du premier trimestre 2015. L'OAS du crédit HY en euro ayant atteint 358 pb fin février et celui du crédit IG 89 pb au tout début mars, les spreads actuels s'établissent toujours à respectivement 120 pb et 33 pb au-dessus de leurs plus bas.

Résultats de nos tests de valorisations des spreads du crédit IG et HY en euro

Jusqu'en 2010, les spreads du crédit européen étaient principalement dictés par les fondamentaux et la volatilité implicite des actions. La crise de la dette souveraine a cependant introduit un nouvel élément dans l'équation qui explique encore une partie de la prime de risque du crédit, en particulier parmi les émetteurs IG. L'importance accrue des spreads souverains après la crise a donc bouleversé la logique des différents facteurs de spread du crédit ; c'est pourquoi nous avons décidé de procéder à des régressions incluant les primes de risque souverain et en limitant la période de test aux cinq dernières années. Pour la prime de risque souverain, nous avons choisi le CDS 5 ans sur la dette italienne en raison de ses caractéristiques de représentativité et de liquidité. Enfin, en plus de variables relatives à l'économie et au risque systémique, nous avons considéré le facteur qui représente le mieux l'incertitude des marchés quant à l'avenir des économies et des bénéfices des entreprises, à savoir la volatilité implicite des actions figurée par l'indice V2X.

En résumé, la combinaison des facteurs considérés est la suivante :

1. l'indice PMI composite (indicateur macroéconomique avancé),
2. la volatilité implicite des actions (indicateur de l'incertitude du marché quant à l'orientation des bénéfices des entreprises, qui revient à mesurer également l'aversion au risque et les conditions de liquidité) et
3. le spread des CDS souverains (indicateur du risque systémique).

Les graphiques représentant les spreads par rapport à chacun de ces facteurs tendent à confirmer les faits suivants :

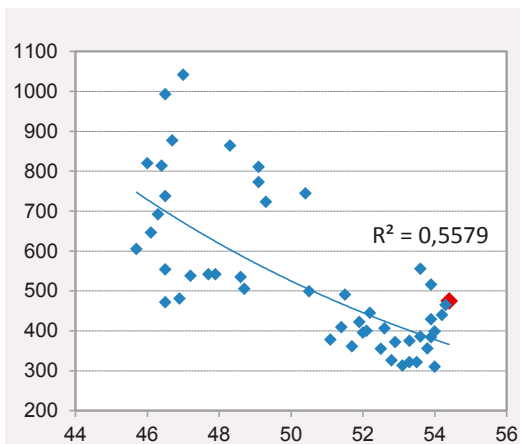
1. Le seuil de 50 pour le PMI composite marque visiblement la séparation entre deux régimes très différents pour les spreads de crédit. C'est surtout le cas quand le PMI est inférieur à 50, signalant ainsi une plus forte probabilité de récession ; dans ce cas la dispersion des spreads a tendance à nettement s'accroître ;

L'essentiel

Nous nous proposons ici de tester les valorisations du crédit depuis le redressement récent de ce marché dans la zone euro. En réalité, malgré la hausse d'octobre, les spreads sont toujours supérieurs à leurs plus bas de 2015 (respectivement de 120 et 33 pb pour le crédit HY et IG). Les données récentes montrent que les spreads sont toujours attractifs au regard des niveaux actuels du PMI et des spreads souverains ; et que dans le même temps, ils sont légèrement chers par rapport à la volatilité implicite des actions.

Nous présentons ici le résultat de deux régressions menées sur les spreads du crédit HY et IG. Nous nous penchons également sur la valeur relative du crédit par rapport à la dette souveraine périphérique depuis la forte baisse des rendements ces dernières semaines. Depuis la réunion d'octobre de la BCE, la dette périphérique et les obligations sécurisées présentent des rendements négatifs, une tendance qui pousse encore davantage à la quête de rendement et qui continuera de dicter l'orientation des marchés durant ces prochains mois : en effet, de plus en plus, le rendement encore disponible sur les échéances courtes à moyennes provient du crédit d'entreprise.

1 EUR HY OAS (Y axe en p.b.) vs Composite PMI (axe X)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

2. L'observation de la volatilité implicite des actions met en évidence une dispersion relativement plus importante même quand la volatilité est faible. En effet, les spreads ont tendance à suivre avec retard les mouvements rapides et importants de l'indicateur quelle que soit sa direction, et n'évoluent donc pas en même temps ;

3. Enfin, grâce principalement au QE de la BCE, le risque systémique a considérablement baissé et demeure faible en Europe. Le lien entre les spreads souverains et les spreads de crédit devient de moins en moins linéaire car les obligations d'entreprise ont été, et restent, directement soutenues par le programme d'achats d'actifs de la BCE. En 2015, la crise grecque et les autres incertitudes qui ont régné sur le plan politique n'ont pas vraiment affecté les spreads souverains, tout comme d'ailleurs d'autres crises à caractère non politique (comme celle déclenchée par la dévaluation du yuan en août).

De plus, nos calculs confirment plusieurs déductions logiques. Les spreads souverains et le risque systémique ont tendance à plus influencer les spreads du crédit IG, notamment via les émetteurs bancaires, qui représentent une grande partie de cet univers. La volatilité implicite des actions, en revanche, a plus d'impact sur les spreads des obligations faiblement notées ou en catégorie « crossover », car les marchés considèrent que les émetteurs HY sont plus vulnérables aux incertitudes liées aux économies et aux bénéfices des entreprises. Les spreads souverains de la périphérie expliquent en grande partie l'évolution des spreads IG après la crise de la dette souveraine, mais il ne fait pas de doute qu'un contexte macro en amélioration augure aussi de meilleures perspectives pour la viabilité de la dette périphérique, et donc d'une baisse des primes de risque souverain.

Les données récentes montrent que les spreads sont toujours attractifs au regard des niveaux actuels du PMI et des spreads souverains ; et que dans le même temps, ils sont légèrement chers par rapport à la volatilité implicite des actions qui, comme nous l'avons dit au début de cet article, s'est légèrement accentuée ces dernières semaines. Par rapport aux justes valeurs, les spreads du HY sont toujours supérieurs de 65 à 100 pb selon la note considérée (BB seulement ou l'ensemble de l'indice de référence). Avant le mouvement haussier d'octobre, cet écart était nettement plus important (130/160 pb respectivement). En ce qui concerne le crédit IG, l'écart est bien évidemment plus faible (entre 15 pb pour l'ensemble de l'univers et 20 pb pour les obligations notées BBB).

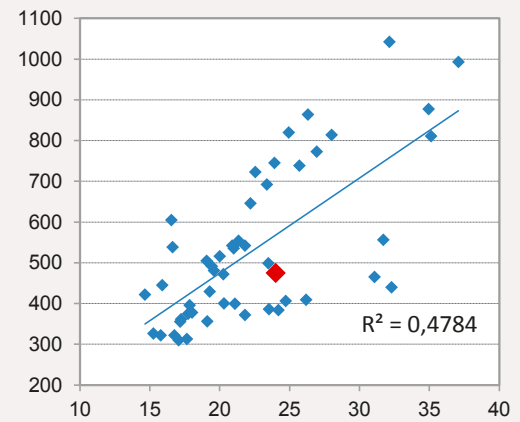
Valeur relative par rapport aux obligations souveraines de la périphérie

Naturellement, le QE de la BCE et ses propos récents annonçant un assouplissement supplémentaire à venir ont apporté plus de soutien à la dette souveraine qu'au crédit, en particulier sur les échéances courtes à moyennes. La part du rendement du crédit dans le rendement global des obligations 1-5 ans en euro est donc devenue plus importante. Plus particulièrement, les obligations HY en euro représentent respectivement 95 % et quasiment 90 % du rendement global (par rapport au rendement des BTP) sur les segments 1-3 ans et 4-6 ans, contre 55 % il y a 18 mois et 75 % environ il y a un an. En comparaison, à l'heure où nous écrivons, le rendement moyen du BTP 5 ans (BBB) atteint tout juste 44 pb alors que celui d'une obligation d'entreprise à 5 ans notée BBB est de 1,7 %, soit quasiment quatre fois plus. Début 2015, ce ratio se montait à seulement 1,6 % avec des rendements de 1 % pour le BTP et 1,6 % pour le crédit.

Après la réunion d'octobre de la BCE, les obligations sécurisées bancaires et la dette périphérique ont rejoint le club des titres au rendement négatif

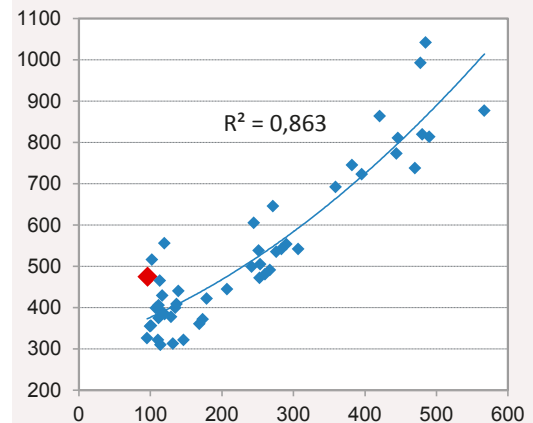
L'annonce de nouvelles mesures accommodantes à venir a contribué à compresser encore les spreads périphériques et les rendements absolus, notamment sur le segment 2-5 ans. La dette périphérique est entrée dans le club très fermé des obligations à rendement négatif, tout comme les obligations

2 EUR HY OAS (Y axe en p.b) vs V2X index (X axe)



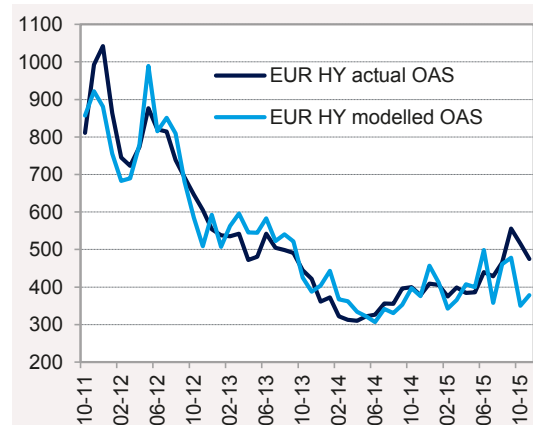
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

3 Volatilité implicite des actions vs Euro et US HY spreads



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

4 EUR HY OAS vs OAS regression avec sov spread, equity implied vol et Comp PMI



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

sécurisées bancaires. Avant la réunion de la BCE, quasiment tous les titres de dette périphérique présentaient des rendements positifs, et seuls 4 % des rendements des obligations sécurisées étaient négatifs ; un mois plus tard, les rendements étaient négatifs pour 7 % de la dette périphérique et 26 % des obligations sécurisées ! Tendances qui s'est accompagnée de la hausse du pourcentage d'obligations IG dont le rendement s'approche de zéro : à l'heure où nous écrivons, 23 % du crédit IG offre un rendement compris entre 0 % et 50 pb, contre 14 % avant la réunion d'octobre de la BCE et ses allusions à d'autres réductions des taux. Cela signifie que la valeur relative du crédit d'entreprise s'est améliorée par rapport aux autres produits de spread. D'après nos calculs, les crédits BB et BBB (respectivement la qualité basse du crédit IG et la qualité haute du crédit HY) représentent ensemble 50 % du rendement disponible restant dans les échéances 1-5 ans alors que leur poids dans l'encours de ce segment n'atteint que 10 %. En résumé, le QE de la BCE a eu des effets considérables sur la dette souveraine en euro : les rendements du cœur sont devenus encore plus négatifs, tout comme ceux des obligations quasi-souveraines, et désormais la dette souveraine périphérique et les obligations sécurisées bancaires offrent au mieux un rendement de quelques dixièmes de points de base. Aujourd'hui, le rendement encore disponible provient majoritairement du crédit.



le QE de la BCE a eu des effets considérables sur la dette souveraine en euro



6 La très forte progression de la dette des entreprises américaines complique le jeu de la Fed

VALENTINE AINOUIZ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

La Fed se trouve aujourd'hui face à un dilemme cornélien. D'un côté, la reprise de l'économie américaine demeure fragile dans un contexte de croissance mondiale affaiblie par la fin du super-cycle des matières premières. De l'autre côté, la quasi-décennie de politique monétaire ultra-accommodante a provoqué des dommages collatéraux que l'on ne peut plus ignorer. La croissance de l'endettement des entreprises américaines a en effet été très soutenue ces dernières années et s'est même accélérée au cours des derniers mois. La croissance des profits a été trop faible pour contenir le levier d'endettement. Ce dernier s'est accru considérablement depuis 2012 pour atteindre cette année le plus haut niveau de la décennie. Au cours du troisième trimestre, il s'est stabilisé grâce à une hausse des profits. Mais, les enjeux demeurent à ce jour considérables. Les profits resteront sensibles en 2016 à l'évolution du cours du baril de pétrole et plus largement au dollar. Dans un contexte de hausse des taux, cet endettement présente-t-il un risque ?

Les entreprises américaines ont affiché une croissance de l'endettement très soutenue...

Les entreprises ont bénéficié pleinement de la politique monétaire ultra-accommodante de la Fed. Les conditions de financement exceptionnelles ont permis aux entreprises de lever des montants record sur les marchés financiers (action et obligataire). La taille du marché obligataire IG a quasiment doublé en cinq ans. Cette année, les volumes émis sur le marché Investment Grade dollar ont progressé de 28 % en raison de la très forte activité des entreprises non-financières américaines. Au total, ces dernières ont levé près de 550 Mds de dollars, ce qui constitue un record et une croissance annuelle de plus de 70 %. Les émetteurs ont également profité du contexte de taux historiquement bas pour augmenter la durée moyenne de leurs dettes et diminuer leurs coûts de financement. Les émissions sur les maturités « 10 ans et plus » ont atteint cette année des montants sans précédent.

... pour financer les opérations de M & A et de rachat d'actions au détriment de l'investissement

Les émetteurs ont financé principalement des opérations de fusion acquisition et de rachats d'actions. L'activité sur ces deux marchés s'est accélérée pour atteindre les niveaux très élevés qui prévalaient avant la crise. L'activité sur le marché des fusions acquisitions est essentiellement le résultat de la multiplication des opérations de grande taille dans le cadre d'une consolidation des secteurs de la santé, des télécommunications, de l'énergie. La rationalisation de l'activité prime donc sur l'investissement productif. Dans un contexte économique morose, la préservation du chiffre d'affaires et des marges reste un défi pour les entreprises. Les principaux acteurs sur le marché des fusions acquisitions sont les secteurs les plus actifs sur le marché primaire. Les « usual suspects » sont la consommation non-cyclique, la technologie et l'énergie. Les dépenses d'investissement se sont avérées par contre globalement décevantes par rapport aux montants importants de capitaux levés. La reprise des investissements post-Lehman a été extrêmement différente selon les secteurs. La plupart d'entre eux n'ont pas retrouvé la dynamique d'avant-crise. Seuls les secteurs liés à l'énergie ont connu, avant la récente baisse du prix du pétrole, une reprise significative de l'investissement.

La dynamique des profits s'est par contre avérée beaucoup moins soutenue et très hétérogène...

Malgré la longueur du cycle d'expansion, la reprise s'avère être la plus molle de l'histoire de l'après-guerre qui s'est traduite pour les entreprises par une

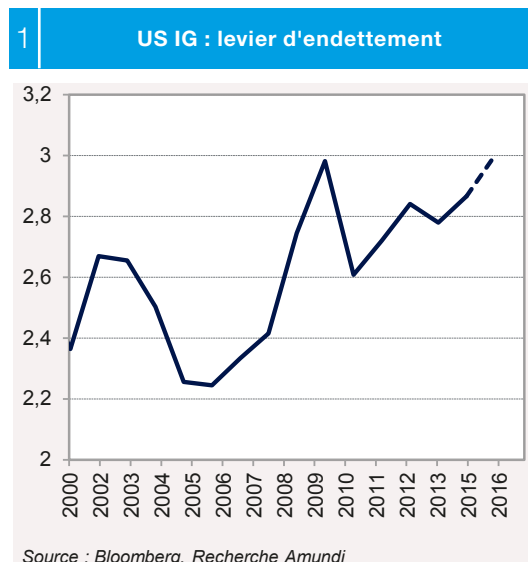
L'essentiel

La Fed se trouve aujourd'hui face à un dilemme cornélien. D'un côté, la reprise de l'économie américaine demeure fragile dans un contexte de croissance mondiale affaiblie par la fin du super-cycle des matières premières. De l'autre côté, la quasi-décennie de politique monétaire ultra-accommodante a provoqué des dommages collatéraux que l'on ne peut plus ignorer.

La croissance de l'endettement des entreprises américaines a en effet été très soutenue ces dernières années et s'est même accélérée au cours des derniers mois. La croissance des profits a été trop faible pour contenir le levier d'endettement. Ce dernier s'est accru considérablement depuis 2012 pour atteindre cette année le plus haut niveau de la décennie. Au cours du troisième trimestre, il s'est stabilisé grâce à une hausse des profits. La prudence est toutefois de rigueur, car l'évolution des profits des entreprises américaines demeure incertaine dans un contexte de durcissement des conditions monétaires et dépendra de leur sensibilité au cours du pétrole et du dollar.



Le secteur de l'énergie représente 17 % et 14 % de la valeur de marché de la dette IG et HY



croissance relativement faible des revenus. Il est très important de comprendre que la croissance des profits a été beaucoup plus le fruit d'une expansion des marges que de la croissance du chiffre d'affaires. Les marges se sont accrues grâce à une forte contraction des coûts de production et surtout d'une hausse très limitée des salaires. Aujourd'hui, le potentiel d'augmentation des profits via une hausse des marges est extrêmement réduit: (1) les marges sont sur des niveaux historiquement élevés et (2) la vigueur du marché de l'emploi aux États-Unis plaide pour une confirmation du récent frémissement à la hausse des salaires.

Cette reprise se caractérise également par une forte dichotomie entre le secteur manufacturier et non-manufacturier. La baisse du prix du baril et des prix des matières premières continuent d'affecter l'industrie manufacturière aux États-Unis. L'indice ISM manufacturier est tombé à 48,6 contre 50,1, soit son niveau le plus bas depuis juin 2009. Cette faiblesse du prix des matières premières représente par contre un atout pour le consommateur en dopant son pouvoir d'achat. Les ménages américains bénéficient également de la meilleure tenue du marché de l'emploi. En 2016 et 2017, la demande des ménages restera le principal soutien des économies développées. 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 commerce extérieure et de la faiblesse de l'industrie manufacturière.

Ce scénario top-down se lit aussi au niveau bottom-up. La croissance des profits des entreprises américaines est globalement positive et affiche même un net rebond au Q3 grâce à une croissance soutenue de la consommation des ménages et à une stabilisation du taux de change effectif du dollar. Mais, le découplage entre les secteurs consommation/communication et les secteurs liés à l'énergie et aux prix des commodités (électricité, gaz et produits pétroliers) s'accroît. La croissance des profits au T3 s'est en effet caractérisée par une hétérogénéité plus prononcée entre les secteurs: Consumer Non-Cyclical (+9 % yoy), Consumer Cyclical (+5 %), Communication (+9 %), Utilities (+5 %), Industrial (+2.3 %), Energy (-13 %).

... et demeure sensible à l'évolution du dollar et du prix du pétrole

Le dollar joue un rôle essentiel. Le dollar fort a sévèrement affecté la croissance des profits au premier semestre 2015. Son impact négatif est cité par la plupart des entreprises (source: Factset). L'appréciation du billet vert depuis mi-2014 a rendu la Fed « plus prudente » dans son intention de relever les taux d'intérêt. L'appréciation du dollar s'explique en grande partie par la divergence de politique monétaire entre la Fed et les autres banques centrales des pays développés mais aussi par l'affaiblissement des perspectives de croissance dans les pays émergents. En effet, ce cycle se distingue des précédents car la contribution des devises émergentes à l'appréciation effective du dollar y est relativement beaucoup plus forte (les devises émergentes y contribuent à plus de moitié) que lors des cycles précédents. Dans les faits l'appréciation du dollar produit des effets sur l'activité comparable à un durcissement des conditions monétaires. 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 175pb. Ce sont les entreprises exportatrices qui souffrent le plus. D'une part leurs ventes et leurs profits réalisés hors des États-Unis diminuent mécaniquement lors de la conversion en dollar. D'autre part, leur compétitivité dégrade.

La baisse des 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. Notre scénario inclut une stabilisation du prix des matières premières.

Pour conclure, deux risques s'opposent:

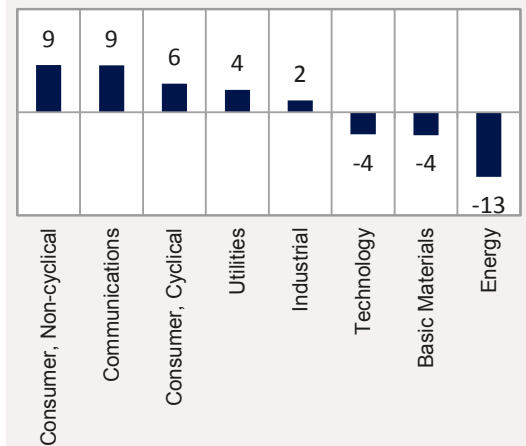
1. La politique monétaire (trop) accommodante de la Fed incite les entreprises américaines à s'endetter sans pour autant investir. Cette dette arrivera à échéance dans un environnement de croissance faible (les



La baisse du prix du pétrole a fortement affecté la croissance des revenus et des profits des émetteurs du secteur de l'énergie et des matériaux de base

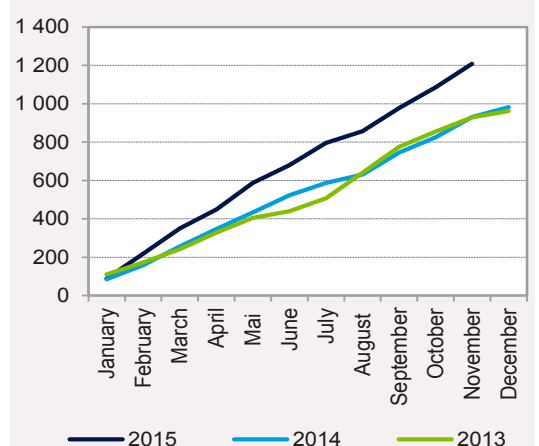


2 Euro IG: croissance des profits au T3 (en glissement annuel)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

3 US IG: montant des émissions cumulé (en bn \$)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

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 bénéficient aujourd'hui d'une trésorerie et d'un ratio de couverture des intérêts satisfaisants.

2. La divergence de politique monétaire entre la Fed et les autres grandes banques centrales (notamment la BCE et la BoJ) poussera le dollar à la hausse, au risque de pénaliser les entreprises américaines.

> Les entreprises américaines ont également été très actives sur le marché obligataire 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 (plus de 50 % par rapport aux 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.



Un dollar fort
risque de pénaliser
les entreprises américaines



7 Médiocres en apparence, les résultats du T3 confortent en réalité la perspective d'un rebond des BPA 2016 de la zone euro

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Depuis trois ans, les marchés d'actions européens ont vivement progressé — +31 % en euros pour le MSCI Europe, +34 % pour le Stoxx 600 et +38 % pour le MSCI zone euro — mais, pour l'essentiel, cette hausse a reposé sur un renchérissement des multiples de valorisation, alors que les résultats demeuraient décevants. Comme la valorisation s'est désormais largement normalisée, la poursuite de la hausse des marchés d'actions sera de plus en plus conditionnée par l'évolution des profits. Dans ce contexte, il nous a semblé intéressant de revenir sur la saison des publications du 3^e trimestre 2015 de part et d'autre de l'Atlantique afin d'en mettre en lumière les caractéristiques et d'en dégager les principaux enseignements pour l'avenir.

Concernant l'Europe tout d'abord, les résultats du 3^e trimestre 2015 du STOXX 600 ont dans l'ensemble été assez ternes puisque :

- le **pourcentage de résultats supérieurs aux attentes s'est inscrit en net retrait par rapport au début d'année (47 % au T3 après 53 % au T2 et 52 % au T1) et en dessous de la moyenne des vingt derniers trimestres (49 %)**,
- **les résultats ont baissé** de -5 % après +11 % au T1 et +7 % au T2,
- **et les prévisions sur l'ensemble de 2015 et 2016 se sont effritées** entre le début et la fin de la période des publications. Ainsi, la croissance des BPA 2015 du STOXX 600 est tombée à 0 %, contre +1,6 % au 10 octobre dernier (-1,7 % contre 0 % pour le MSCI Europe). De même, concernant les BPA 2016, la prévision actuelle est passée à +7,1 % contre +8,8 % au 10 octobre (6,5 % contre 8,2 % pour le MSCI Europe).

Concernant le pourcentage de résultats supérieurs aux attentes, bien que devenu un standard, cet indicateur fait l'objet de nombreuses critiques car il est très lié à l'action même des Relations Investisseurs dont le rôle est de préparer le marché. En dépit de ces imperfections évidentes, la comparaison dans le temps de cet indicateur nous semble néanmoins éloquent. Par ailleurs, son croisement avec **le nombre d'avertissements sur résultats** (profit warning) confirme bien que les résultats du T3 ont, dans l'ensemble, été plutôt décevants. Ainsi, le nombre d'avertissements sur résultats a bondi à 36, soit le double de la moyenne des sept trimestres précédents.

Comment expliquer une telle médiocrité ? Au-delà des facteurs économiques d'ensemble, des aspects plus sectoriels, comme la chute des prix des matières premières, ont joué un rôle de premier plan.

Au plan macroéconomique, l'environnement du T3 a certes été un peu moins porteur qu'en début d'année. Ainsi, en Europe, la croissance du PIB est revenue à +1,2 % (T/T annualisé) contre +1,4 % au T2 et +2,1 % au T1. De même, les effets devises ont été un peu moins puissants puisque le taux de change effectif de l'euro a progressé de +2 % au T3 contre -2 % au T2 et -7 % au T1.

En revanche, les aspects sectoriels se sont avérés très marqués. Afin de les mettre en évidence, nous avons eu recours au MSCI Europe plutôt qu'au Stoxx 600. Bien que les résultats des deux indices diffèrent légèrement (-2 % au T3 pour le MSCI Europe contre -5 % pour le Stoxx 600), leur évolution en tendance est très semblable. En tout état de cause, la décomposition sectorielle des résultats du MSCI Europe est éloquent. Ainsi, **hors énergie** — dont les résultats ont chuté de 39 % du fait de l'effondrement des prix du baril — **la progression des résultats aurait bondi à +5 % au lieu de -2 %** pour l'ensemble de l'indice. L'énergie pesant particulièrement lourd au Royaume-Uni et en Norvège — avec respectivement 13 et 24 % de l'indice contre 6 % en Europe et 5 % en zone euro — ces deux pays ont connu des résultats sous pression avec -18 % pour le premier et -34 % pour le second.

L'essentiel

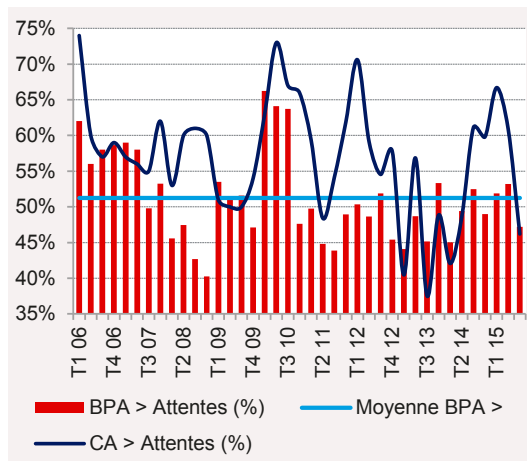
En Europe, les résultats du 3^e trimestre 2015 du STOXX 600 ont dans l'ensemble été assez ternes. Le pourcentage de résultats supérieurs aux attentes s'est inscrit en net retrait par rapport au début d'année. Les résultats ont baissé de -5 % après +11 % au T1 et +7 % au T2 et les prévisions sur l'ensemble de 2015 et 2016 se sont effritées d'environ 2 points entre le début et la fin de la période des publications.

Aux États-Unis, si les résultats ont été légèrement supérieurs aux attentes, l'importance de cette « bonne surprise » doit cependant être relativisée puisque, avec -2 % au T3, la progression des résultats du S & P 500 est non seulement symboliquement dans le rouge, mais, surtout, au plus bas depuis le T3 2009.

De part et d'autre de l'Atlantique, la chute des prix du pétrole a très lourdement pesé sur la croissance des BPA. La bonne nouvelle, est que, à prix du brut stable (42\$), cet effet devrait se dissiper aux trois quarts en 2016.

“ La chute des prix du pétrole a lourdement pesé sur les résultats du T3 2015 ”

1 Résultats trimestriels du Stoxx 600



En dehors de l'énergie (-39 %), les télécom (-13 %), la consommation discrétionnaire¹ (-7 %), la consommation courante (-2 %) et les matériaux de base (-2 %) ont également vu leurs résultats fléchir. À l'inverse, la technologie, les industrielles, les financières et la santé ont connu des résultats en progression de 8 à 10 %. **On remarquera enfin que croissance des résultats et bonnes surprises ne vont pas nécessairement de pair.** Si c'est bien le cas pour la santé, en revanche l'énergie a publié de mauvais résultats mais, finalement, plutôt supérieurs aux attentes. Quant aux financières, si elles se classent n° 2 concernant la progression des résultats trimestriels, en revanche, elles finissent dernière au chapitre des bonnes surprises.

Concernant les États-Unis, de prime abord, les résultats ont plutôt constitué une « bonne surprise » avec un pourcentage de résultats supérieurs aux attentes légèrement au-dessus du début de l'année (70 % au T3 après 69 % au T2 et 67 % au T1) et de la moyenne des vingt derniers trimestres (68 %).

L'importance de cette « bonne surprise » doit cependant être relativisée puisque, après +2 % au T1 et +1 % au T2, avec -2 % au T3, la progression des résultats du S & P 500 est non seulement symboliquement dans le rouge, mais, surtout, au plus bas depuis le T3 2009.

De même, comme en Europe, les prévisions de résultats sur l'ensemble de 2015 et 2016 se sont effritées entre le début et la fin de la période des publications. Ainsi, la croissance des BPA 2015 et 2016 du S & P 500 est tombée respectivement à +0,4 % et +7,5 %, contre +0,8 et +9,2 % au 10 octobre dernier.

Tout comme en Europe, les aspects sectoriels ont également lourdement pesé. Ainsi, hors énergie, en baisse de 57 %, les résultats du S & P 500 auraient progressé de +6 % au lieu de -2 %. On aura noté que les résultats de l'énergie aux États-Unis ont plus baissé que sur le Vieux Continent (-39 %) car les pétroliers américains sont plus intégrés en amont et donc plus sensibles à la baisse des prix du brut. En dehors de l'énergie, les matériaux de base ont également connu un net repli de leurs résultats (-18 %). En sens inverse, entre la baisse des prix du pétrole et l'amélioration sur le front de l'emploi, les valeurs liées à la consommation discrétionnaire (+16 %) ont bien tiré parti de la bonne tenue de la consommation outre-Atlantique, avec des pointes jusqu'à +20 % dans le *retailing* et +43 % dans l'automobile. Le secteur des transports (+27 %) a également largement bénéficié de la baisse des coûts de l'énergie. Enfin, la conjoncture mitigée de l'industrie et la hausse du dollar ont pesé sur les biens d'équipements (-10 %) et les semi-conducteurs (0 %).

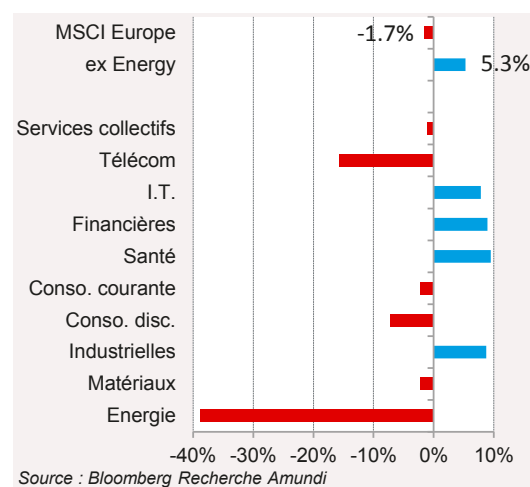
Après ce rappel des caractéristiques des résultats du troisième trimestre 2015, tournons-nous vers l'avenir. D'après le consensus IBES qui regroupe les prévisions en *bottom-up* des analystes *sell-side*, les BPA 2016 du MSCI Europe devraient progresser de +6,5 %, quant à ceux du MSCI Euro et MSCI USA, leurs progressions seraient de 8 % **chacun**.

Selon notre approche top-down, ces prévisions nous semblent trop conservatrices pour la zone euro où nous tablons sur une progression des résultats de +12 %.

Notre optimisme relatif concernant la zone euro est dû à l'effet de base des BPA et à la dynamique de croissance économique en 2016. Concernant l'effet de base (base 100 à fin 2007), nous avons souvent souligné que les BPA de la zone euro étaient tombés comparativement très bas avec 52 à fin novembre 2015, contre 71 en Europe hors zone euro et 133 aux États-Unis. En d'autres termes, frappés par deux récessions entre 2007 et 2013, contre une seule aux États-Unis ou dans le reste de l'Europe, les BPA de la zone euro bénéficient d'une base de départ beaucoup plus aisée. Concernant la **dynamique de croissance 2016**, d'une année sur l'autre, le PIB de la zone euro devrait progresser de +0,1 % (+1,5 % en 2016 contre +1,4 % en 2014)

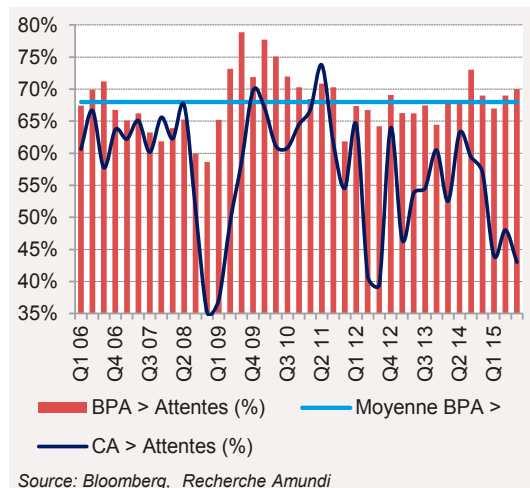
¹ Du fait de l'auto (-22 %), déprimée par VW et du luxe (+0 %) sous pression avec la Chine, mais belles progressions dans l'hôtellerie (+32 %), les médias (+12 %) et le retailing (+12 %)

2 T3 2015 : MSCI Europe Croissance des BPA par secteur



“ Le consensus des BPA 2016 pour la zone euro nous semble trop pessimiste ”

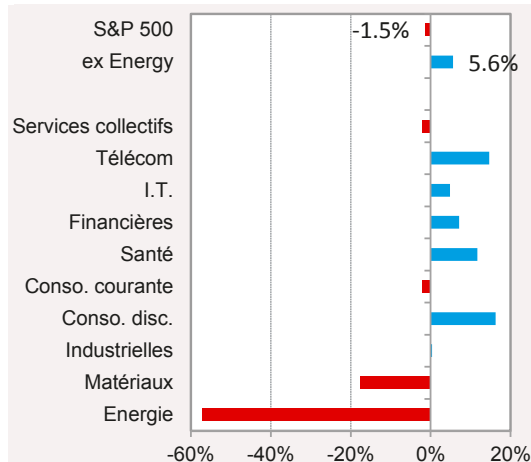
3 Résultats trimestriels du S&P 500



alors que les États-Unis et la Grande-Bretagne devraient tous deux décélérer de -0,2 % (+2,2 % en 2016 contre +2,4 % en 2015).

En sus des effets ci-dessus, **il convient également de tenir compte du facteur « énergie »**. En 2015, celui-ci avait été très négatif pour l'ensemble des régions. A priori, cet effet devrait sinon disparaître du moins baisser drastiquement. On rappellera en effet que le prix du baril de *brent* est passé, en moyenne de 99\$ en 2014 à 54\$ sur les onze premiers mois de 2015, soit une diminution de 45\$ en valeur absolue. À l'heure actuelle, le cours du *brent* est tombé à 42\$. En supposant un cours moyen du *brent* entre 42 et 54\$ en 2016, **le différentiel serait au pire égal à 12\$ au lieu de 45\$ en 2015**. En d'autres termes, « la nocivité » du secteur énergie qui avait pesé à lui seul de 7 % sur les résultats du MSCI Europe au T3 2015 (soit -2 % contre +5 % pour le MSCI Europe hors Énergie) devrait s'atténuer de près des trois quarts, soit cinq points de pourcentage ($75\% \times 7\% = 5\%$). Dès lors, **notre prévision de croissance de +12 % pour les BPA 2016 de la zone euro n'est pas aussi agressive qu'il n'y paraît** car elle marque en réalité une décélération par rapport au consensus 2015 retraité de l'énergie (BPA du MSCI EMU 2015 : +10,5 % au total et +15,8 % hors énergie). Entre la baisse des effets changes d'un côté mais de l'autre, l'amélioration du *momentum* économique, la modération du coût des intrants, les effets de base en général et les effets sectoriels liés au pétrole, **une hausse de +12 % des BPA de la zone euro, au lieu des +8,1 % anticipés par le consensus, nous semble tout à fait plausible**.

4 T3 2015 : BPA par secteur du S&P 500



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

8 Version définitive de la réglementation TLAC applicable aux EBIS

STÉPHANE HERNDL, *Analyse Crédit – Paris*
ANH PHAM DUNG, *Analyse Crédit – Paris*

Le 10 novembre 2015, le **Comité de Stabilité Financière (CSF)** publiait la **version définitive des principes TLAC**, au terme d'une longue attente et un an jour pour jour après la publication du projet de réglementation. Les règles promues par le CSF obligent les établissements bancaires d'importance systémique (EBIS) à renforcer leurs coussins de fonds propres et à détenir une part plus importante d'instruments TLAC, l'objectif étant de faciliter leur recapitalisation en cas de résolution bancaire. Ces nouvelles règles permettront donc de renforcer la **stabilité financière mondiale**.

Le secteur bancaire devrait être en mesure de satisfaire les exigences prévues par la réglementation TLAC sans trop de difficultés. En effet, le délai de mise en conformité a été substantiellement rallongé avec l'introduction de deux nouveaux paliers par rapport au projet de réglementation publié en novembre 2014 :

- au 1^{er} janvier 2019, les EBIS devront détenir l'équivalent de 16 % de leurs actifs pondérés et l'équivalent de 6 % de leurs expositions de levier sous forme d'instruments TLAC.
- au 1^{er} janvier 2022, ces ratios devront avoir été portés à 18 % et 6,75 % respectivement.

Les EBIS devraient profiter de l'allongement du délai de mise en conformité pour continuer à renforcer leur capacité totale d'absorption des pertes via la rétention de leurs bénéfices et l'émission de titres éligibles au statut d'instruments TLAC. **Certaines banques devraient également profiter de cette période pour réduire la taille de leur bilan et, ce faisant, réduire leurs besoins en matière de capacité d'absorption des pertes.**

Selon nos estimations, le **déficit en instrument éligibles au TLAC** par rapport aux exigences de 2019 **s'élève à 400 milliards d'euros pour les EBIS européens et américains. Il se creuse de 200 milliards d'euros supplémentaires pour se conformer aux exigences TLAC de 2022.**

Les EBIS américains affichent des besoins en émissions inférieurs à leurs homologues européens car leur structure de financement assure l'éligibilité de leurs titres de dette senior non sécurisés (« senior unsecured »), émis principalement par leurs sociétés holding, au statut d'instruments TLAC. **Certains EBIS européens ont commencé à émettre un volume plus important de titres de dette senior non sécurisés par le biais de leurs sociétés holding (au Royaume-Uni et en Suisse), mais les structures de sociétés holding s'intègrent mal** dans les modèles économiques adoptés par la grande majorité des banques européennes. Par conséquent, dans le cadre des négociations TLAC, **les EBIS européens se sont vus accorder la possibilité d'intégrer dans leurs coussins TLAC des titres de dette senior non sécurisés qui ne remplissent pas strictement les critères d'éligibilité de la réglementation TLAC. Cette dérogation sera plafonnée à 2,5 % des actifs pondérés de 2019 à 2021 et sera portée à 3,5 % par la suite, aidant les banques européennes à satisfaire plus facilement les exigences de la réglementation TLAC.** Par ailleurs, les États membres de l'Union Européenne devraient adopter la même approche que l'Allemagne et l'Italie, qui ont **amendé leurs lois en matière d'insolvabilité aux fins d'une meilleure harmonisation avec les lignes directrices TLAC.** L'objectif est de réduire les besoins d'émission des banques, même si cela conduit probablement à une hausse du coût de financement de la dette senior non sécurisée.

L'essentiel

La réglementation TLAC (Total Loss Absorbing Capacity, « capacité totale d'absorption des pertes » en français) s'appliquera à trente établissements bancaires d'importance systémique (EBIS).

Les EBIS seront tenus de constituer des coussins d'instruments permettant d'absorber les pertes (« coussins d'instruments TLAC ») qui faciliteront leur recapitalisation en cas de résolution bancaire.

Les coussins d'instruments TLAC devront représenter 16 % des actifs pondérés (« risk weighted assets ») et 6 % des expositions de levier des banques concernées d'ici 2019, avant d'être portées à 18 % et 6,75 % respectivement d'ici 2022.

La mise en conformité des EBIS avec les nouvelles règles TLAC sera facilitée par l'extension du délai et l'octroi de dérogations.



Dans leur version définitive, les règles TLAC posent comme principe directeur qu'un établissement financier doit être doté d'une capacité d'absorption des pertes et de recapitalisation suffisante au moment où il entre en résolution bancaire



Contexte

Un premier projet de réglementation TLAC a été publié en novembre 2014. Ces règles ont été élaborées dans le sillage de la crise financière mondiale, au cours de laquelle un certain nombre d'établissements financiers ont été recapitalisés sur fonds publics. Cela a contribué en grande partie à creuser les finances publiques et à déclencher une crise de la dette souveraine dans certains pays.

En 2013, les responsables politiques des pays du G20 ont appelé de leurs vœux une révision des règles visant à réduire autant que possible l'impact sur la stabilité financière et sur les finances publiques de toute résolution d'un établissement systémique. En d'autres termes, il s'agissait de s'assurer que les banques ne seraient plus « too big to fail ».

Principe directeur des règles TLAC dans leur version définitive

Dans la continuité du projet de réglementation initial, **les règles TLAC dans leur version définitive posent comme principe directeur qu'un établissement financier doit être doté d'une capacité d'absorption des pertes et de recapitalisation suffisante au moment où il entre en résolution bancaire** pour :

- minimiser l'impact d'une résolution bancaire dont ferait l'objet un EBIS sur la stabilité financière mondiale,
- assurer la continuité des fonctions vitales (paiements, garantie des dépôts, financement de l'économie et fonctions essentielles des marchés financiers),
- réduire autant que possible l'impact sur les contribuables.

Les autres principes directeurs des règles TLAC dans leur version définitive découlent de ce principe directeur et portent sur sa mise en œuvre opérationnelle.

Les règles s'appliquent aux établissements financiers identifiés par le CSF comme étant des EBIS.

La version définitive des règles TLAC est le fruit de négociations intenses entre les différents superviseurs et gouvernements, dont l'objectif était de trouver un équilibre entre le besoin de renforcer la stabilité financière mondiale, et l'impact financier élevé résultant du respect de ces règles et le besoin de prendre en compte les spécificités des structures de financement et de capital de chaque secteur bancaire d'autre part. Pour cette raison, **une dérogation sans date butoir a été accordée aux banques des marchés émergents (à savoir les banques chinoises), tandis que les banques européennes et japonaises se sont vues accorder la possibilité d'inclure certains instruments dans leurs coussins d'instruments TLAC.**

Des exigences minima communes définies par paliers

Chaque EBIS est tenu de maintenir une capacité totale d'absorption des pertes externe *minimum*, en sus des fonds propres réglementaires définis sous Bâle III. Le ratio *minimum* des instruments d'absorption des pertes (fonds propres réglementaires et autres instruments d'absorption des pertes) doit être égal à :

- de début 2019 à fin 2021 : 16 % des actifs pondérés et 6 % du ratio de levier.
- à compter de 2022 : 18 % des actifs pondérés et 6,75 % de l'exposition de levier.

Cette approche en deux étapes et l'extension du délai par rapport au projet de réglementation TLAC publié en novembre 2014 offrent aux EBIS une plus grande souplesse en vue de satisfaire les exigences TLAC.



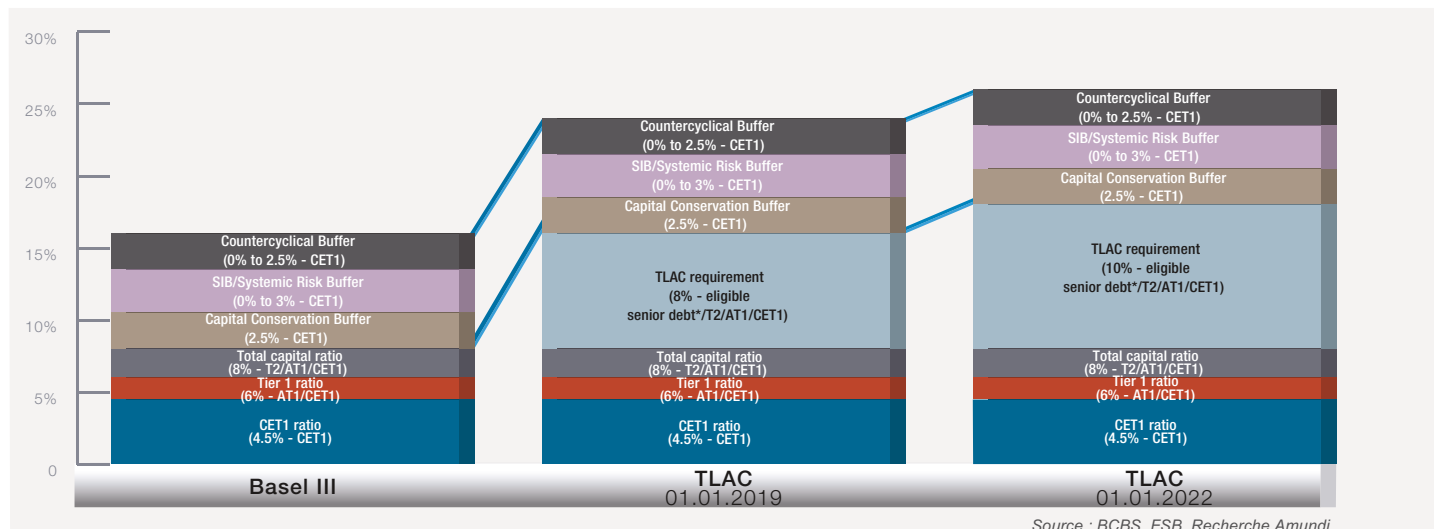
Les responsables du G20 ont appelé de leurs vœux une révision des règles afin de s'assurer que les banques ne sont plus « too big to fail »



Les banques européennes et japonaises se sont vues accorder la possibilité d'inclure certains instruments dans leurs coussins d'instruments TLAC



Réforme des exigences TLAC



Source : BCBS, FSB, Recherche Amundi

* Dette senior qui - sur le plan réglementaire, structurel ou contractuel - est subordonnée aux « éléments de passif exclus ».
Voir la liste des titres éligibles au statut d'instruments TLAC ci-dessous.

Il convient de noter que la version définitive des règles TLAC permet aux régulateurs nationaux d'obliger les établissements à détenir des coussins d'instruments TLAC plus importants que ceux que la règle commune décrite ci-dessus prévoit.

Banques tombant sous le champ d'application de la réglementation TLAC

D'après la dernière liste publiée par le CSF le 3 novembre 2015, **rente banques sont classifiées comme EBIS. Cette liste est actualisée chaque année au mois de novembre** sur la base d'un ensemble d'indicateurs mesurant l'importance systémique mondiale de chaque établissement. Les EBIS chinois ne sont pour le moment pas tenus de satisfaire les exigences prévues par la réglementation TLAC.

Le CSF ayant pour but d'assurer la stabilité financière à l'échelle mondiale, la réglementation TLAC ne vise que les établissements ayant une importance systémique à l'échelle globale. **Toutefois, d'autres banques pourraient être – de manière informelle ou de fait – soumises à l'obligation de respecter la réglementation TLAC**, pour diverses raisons :

- La réglementation bancaire initialement conçue pour les grandes banques a progressivement fini par s'appliquer à tous les établissements (notamment les exigences de fonds propres édictées par le Comité de Bâle), à tout le moins **pour garantir une concurrence équitable** entre les marchés,
- Certains régulateurs nationaux voudront peut-être **renforcer la stabilité financière** de leurs secteurs bancaires et, ainsi, appliquer les mêmes règles pour toutes les banques.
- En outre, la **pression des pairs** pourrait contraindre certaines banques à s'aligner sur ces meilleures pratiques.
- **En Europe, la Directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires** prévoit un mécanisme qui permettra, à compter du 1^{er} janvier 2016 au plus tard, **d'imposer des pertes à la dette senior** (mécanisme de « bail-in ») en cas de résolution bancaire. Les banques qui ne revêtent pas une importance systémique mondiale seront donc également incitées à protéger leurs créanciers obligataires détenant de la dette senior, ces derniers constituant l'une de leurs principales sources de financement.

“ D'autres banques pourraient être - de manière informelle ou de fait - soumises à la réglementation TLAC ”

Des exigences TLAC propres à chaque groupe de résolution

Le CSF a cherché à prendre en compte la complexité de la structure financière de chaque établissement financier, leurs activités à l'international et les intérêts de chaque superviseur eu égard à la préservation de la stabilité financière de chaque pays concerné.

Pour cette raison, et afin de limiter les arbitrages sur les titres de capital et de TLAC, les EBIS seront tenus de satisfaire les exigences TLAC susmentionnées tant au niveau du groupe consolidé qu'au niveau des paliers de sous-consolidation pour chaque groupe dit « de résolution ». D'une manière générale, nous pensons qu'un grand nombre de filiales étrangères (ou groupes de filiales) seront classées comme « groupes de résolution » individuels, sauf dans la zone euro, où les EBIS sont soumis au mécanisme de supervision unique de la BCE. L'exigence TLAC applicable à chaque groupe de résolution peut être satisfaite au moyen d'instruments souscrits par des parties tierces, ou détenus par l'entité ultime de résolution (la société de tête du groupe ou la société mère).

Aperçu des instruments éligibles aux exigences TLAC

Pour être éligibles au statut TLAC, les instruments doivent :

- **offrir un haut degré de certitude quant à leur capacité d'absorption des pertes :** le « bail-in » de l'instrument concerné doit notamment être juridiquement contraignant et ne saurait donner lieu à un risque substantiel de litige.
- **offrir un certain degré de permanence :** pour éviter que les coussins TLAC se réduisent en période de crise. Par conséquent, tous les instruments doivent afficher une maturité résiduelle supérieure à un an et aucun des instruments ne peut faire l'objet de remboursements anticipés sur demande des investisseurs.
- **être subordonnés aux « éléments de passif exclus » :** c'est-à-dire qu'ils doivent être subordonnés à des éléments de passif que le CSF considère comme vitaux pour la stabilité financière mondiale (notamment l'exposition aux dérivés, les dépôts garantis et les dépôts à vue, les créances d'exploitation, les passifs sécurisés et structurés).

Les instruments remplissant strictement ces conditions d'éligibilité sont :

- **Fonds propres de base (« Common Equity Tier 1 ») :** les actions ordinaires, les réserves disponibles, les titres émis par des banques coopératives jouissant d'un mécanisme de protection institutionnelle, sous réserve que ces instruments ne soient pas déjà utilisés pour satisfaire les exigences de fonds propres réglementaires,
- **autres instruments Tier 1 (AT1) et Tier 2 :** émis par des entités de résolution appartenant à un EBIS, régis par le droit applicable au groupe de résolution concerné, ou qui reconnaissent (par voie contractuelle ou réglementaire) le pouvoir de « bail-in » de l'autorité de résolution compétente. Pour cette raison, nous pensons que les instruments de type Tier 1 et Tier 2 sans clause contractuelle couvrant le mécanisme de « bail-in » ne seront pas pris en compte dans le calcul des ratios TLAC.
- **la dette senior non sécurisée éligible, laquelle devra être subordonnée aux éléments de passif exclus :**
 - **Subordination structurelle :** c'est le cas de la dette senior non sécurisée émis par des sociétés holding pures,
 - **Subordination contractuelle :** cette option, qui a été envisagée par certaines banques européennes, semble difficile à mettre en pratique dans la mesure où elle contrevient aux lois sur la solvabilité existantes,
 - **Subordination statutaire :** à cette fin, les lois des faillites nationales doivent stipuler que les créanciers détenteurs d'éléments de passif exclus doivent être remboursés en priorité sur les créanciers détenteurs d'obligations senior non sécurisées. Cela devrait être le cas pour la dette senior non sécurisée émise par les banques allemandes et italiennes, compte tenu des modifications qui sont en train d'être apportées



À l'heure actuelle, les lois des faillites des banques européennes accordent un rang équivalent à la dette non sécurisée et aux éléments de passif que le CSF souhaite isoler. Ce traitement indifférencié soulève des doutes quant à la possibilité d'imposer un « bail-in ».

Nous pensons toutefois que d'autres États membres de l'Union européenne adapteront leurs lois des faillites aux exigences de la réglementation TLAC, comme l'ont fait l'Allemagne et l'Italie récemment



aux lois nationales sur les faillites. Selon nous, d'autres États membres de l'Union européenne ont également attendu la publication de la version définitive de la réglementation TLAC avant de modifier leurs lois sur l'insolvabilité pour résoudre le problème des coussins insuffisants d'instruments TLAC détenus par leurs EBIS.

D'autres instruments sont éligibles au statut de TLAC en vertu d'une dérogation spéciale :

- à l'exception de l'Allemagne et de l'Italie, les lois des faillites appliquées dans les États membres de l'Union européenne placent sur un pied d'égalité la dette senior non sécurisée et les éléments de passif exclus. Par conséquent, la dette senior non sécurisée émise par des banques opérant dans ces juridictions n'est pas éligible au statut d'instruments TLAC, à proprement parler.
- Toutefois, le CSF autorisera les banques à inclure de la dette senior non sécurisée pour un montant équivalent à 2,5 % de leurs actifs pondérés pour calculer leur ratio TLAC entre 2019 et 2021. Ce plafond sera porté à 3,5 % après 2021. Cette dérogation, accordée aux banques européennes ne détenant pas de sociétés holding, correspond à un assouplissement substantiel des exigences TLAC qu'il leur faudra satisfaire. Cette concession découle également du fait que la Directive de l'UE sur le redressement et la résolution des crises bancaires (« Bank Recovery and Resolution Directive ») permet aux autorités de résolution européennes d'exclure certains éléments de passif lors des procédures de « bail-in » sous certaines conditions exceptionnelles, indépendamment du risque de litige qui pourrait découler de la mise en œuvre d'une telle mesure.

De la nécessité d'améliorer la divulgation des informations publiques

La communauté des investisseurs presse les régulateurs d'exiger des émetteurs la publication d'informations plus détaillées. En effet, au regard des nouvelles exigences, et compte tenu de la nécessité de satisfaire les exigences TLAC au niveau de chaque groupe de résolution, il sera de plus en plus important de disposer d'informations plus détaillées sur la dette éligible au statut d'instruments TLAC, sur les expositions au risque et sur les liens de capital et de financement intra-groupe pour tous les EBIS.

La version définitive de la réglementation TLAC va dans ce sens, en introduisant un nouveau principe de divulgation des informations financières auprès du grand public, obligeant les EBIS à publier des informations plus détaillées. Néanmoins, l'initiative a été déléguée au Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et aucun calendrier n'a été arrêté.

Impact de la réglementation TLAC sur les activités de tenue de marché, activités de trésorerie et liquidité des titres de dette bancaire

Le projet de réglementation TLAC soumis par le CSF a suscité un vif débat quant à la possibilité d'exclure du calcul des coussins d'instruments TLAC d'un EBIS, les instruments TLAC émis par d'autres EBIS qu'il détient. Cette mesure, qui a été retenue dans la version définitive de la réglementation TLAC, vise à éviter la propagation des risques entre EBIS.

Les EBIS soumis à la réglementation TLAC sont également les principaux intermédiaires/teneurs de marché pour la dette bancaire, y compris la dette éligible au statut d'instrument TLAC (AT1, T2 et dette bancaire senior non sécurisée éligible). Ils militent donc énergiquement contre cette mesure, compte tenu de son impact potentiel sur leur coût de financement et sur le coût du capital alloué aux activités de tenue de marché. L'une des conséquences indésirables est que certaines banques pourraient réduire leurs activités de tenue de marché pour les instruments TLAC, ce qui pourrait réduire leur liquidité de marché.

“ Les banques européennes se sont vu accorder une dérogation qui leur permet d'inclure de la dette senior non sécurisée pour un montant équivalent à 2,5 % et 3,5 % de leurs actifs pondérés ”

“ L'une des conséquences indésirables est que certaines banques pourraient réduire leurs activités de tenue de marché pour les instruments TLAC, ce qui pourrait réduire leur liquidité ”

9 **Changement de paradigme au sein du secteur de la défense**

FRANCINE LENOIR, *Analyse Actions – Paris*

Nous sommes entrés dans l'ère des guerres asymétriques. Si ce n'est pas tout à fait nouveau, les événements récents appellent à une prise de conscience accrue de cet état de fait. L'exacerbation des tensions géopolitiques depuis plusieurs mois, voire plusieurs années, va impacter plus particulièrement le secteur de la défense dans son ensemble.

L'une des principales conséquences se matérialise, d'ores et déjà, par un arrêt de la baisse des budgets défense dans les pays occidentaux. L'autre conséquence majeure sera un besoin accru en systèmes de communications. L'information, les renseignements et le partage efficient de ceux-ci entre États sont en effet des éléments clés dans ce nouveau paradigme. Enfin dernière conséquence, ces nouveaux impératifs pourraient potentiellement aider à l'émergence d'une Europe de la défense.

Au travers de ce papier nous tenterons d'analyser quelles sont les principales implications industrielles de cette nouvelle donne que sont les guerres asymétriques.

Qu'entend-on par guerre asymétrique ?

La notion de symétrie appelle à des considérations binaires : symétrie d'un dessin, d'un visage, d'un combat avec deux adversaires bien identifiés. À l'opposé, une guerre asymétrique se caractérise par des multitudes de cibles qui, elles-mêmes sont mouvantes. Se rajoute à cette notion d'asymétrie une notion de dissymétrie, du faible contre le fort (des minorités contre des puissances mondiales).

C'est ce que nous subissons actuellement, et depuis plusieurs années (particulièrement depuis 2001), avec des attaques terroristes qui se multiplient à travers le monde, attaques qui ont désormais un caractère militaire et très organisé.

Quelles réponses industrielles apporter à ces « conflits modernes » qui n'ont de moderne que leur nom tant ils sont fondés sur des idéologies ancestrales ?

Nous n'avons pas la prétention de faire de l'analyse géopolitique, nous n'en avons pas les compétences. En revanche nos diverses discussions avec les groupes industriels européens de la défense ainsi qu'avec des consultants du secteur nous permettent de dresser quelques grands constats.

Point d'inflexion dans les budgets Défense

Tout d'abord, il est indéniable que nous sommes sur un point d'inflexion quant à l'évolution des budgets de défense au sein des pays occidentaux. C'est particulièrement vrai pour le budget américain, le premier budget mondial (610 Mds \$ en 2014, 10 fois celui de la France). Après 45 % de baisse sur les 7 dernières années, le budget de défense américain était pour la première fois en légère hausse en 2015, hausse qui se confirmera en 2016. De même la France (qui a récemment décidé un supplément de 3,8 Mds € de dépenses militaires sur 4 ans pour couvrir les opérations sur des théâtres de guerre à l'étranger) et la Grande Bretagne (qui vient d'annoncer un investissement supplémentaire de 17 Mds € sur les 10 ans à venir dans les domaines de la sécurité et de la défense) ont mis fin à plusieurs années d'austérité en décidant une légère croissance de leur budget défense.

Pour leur part, les budgets défense des pays émergents, en hausse structurelle, ont largement bénéficié ces dernières années de la croissance économique soutenue de ces pays ainsi que d'une manne pétrolière hors norme (au moins pour les pays exportateurs de pétrole). Le contexte a sensiblement évolué, aujourd'hui, avec la forte baisse du prix du pétrole mais, aux dires des industriels du secteur, les réserves de dollars restent conséquentes et les velléités de

L'essentiel

Nous sommes entrés depuis plusieurs années dans l'ère des guerres asymétriques, ce qui signifie plusieurs choses: les cibles sont multiples et mouvantes, elles sont organisées et militarisées.

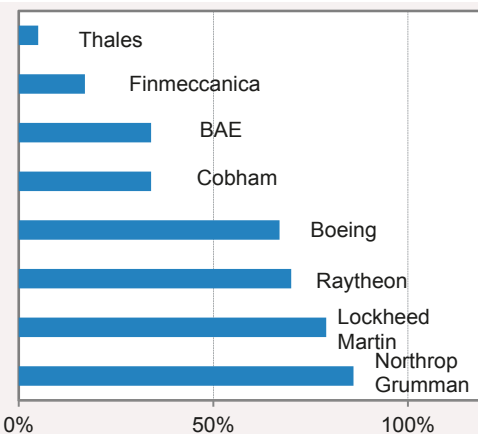
Ces nouvelles menaces impliquent de nouveaux moyens: financiers (arrêt de la baisse des budgets défense dans les pays occidentaux) mais aussi de communication (besoins de systèmes d'information efficients et partagés entre gouvernements). La cyber-sécurité fait partie des grands enjeux actuels de la lutte contre le terrorisme. Certains groupes (tels que Thales) ont d'ores et déjà consolidé leurs positions dans ces domaines au travers d'acquisitions. Un autre enjeu, de taille, demeure l'édification d'une Europe de la Défense dont les fondations restent encore bien fragiles mais dont l'émergence s'avère cruciale dans la lutte contre ces nouveaux défis sécuritaires.



Principal marché mondial, le marché de la défense américaine, a marqué un point d'inflexion en 2015, avec une légère hausse de son budget après 7 ans de baisse



1 % des ventes liées au budget de défense américain



Source : Recherche Amundi

certaines pays de se doter de moyens armés sophistiqués demeurent intactes afin, notamment, de retrouver une hégémonie perdue (Russie, par exemple).

Besoins accrus en matière de systèmes d'information et de renseignement

Face à ces conflits d'un nouvel ordre, les besoins d'équipements seront aériens (avions d'attaques, de reconnaissance), navals (porte-avions, frégates...) mais aussi de communication (systèmes de communication, de renseignement, de cyber-sécurité). La supériorité militaire est, en effet, d'une efficacité relative si elle n'est pas appuyée d'un système d'information efficace et surtout partagé entre États. Dans une guerre contre des organisations aux ramifications multiples et mouvantes, les gouvernements doivent être à même de disposer et d'exploiter au plus vite des données de renseignements provenant de sources diverses et variées afin de synchroniser au mieux les opérations d'intervention.

Deux conséquences à cela :

1. au-delà des stratégies orientées vers la grande exportation, les intervenants du secteur renforcent actuellement leur positionnement sur les métiers du renseignement et de la cyber-sécurité (à l'instar de Thales qui vient de racheter la société Vormetric, spécialisée dans les systèmes de protection de données) ;
2. une Europe de la défense pourrait enfin émerger. Aux fondements encore trop fragiles aujourd'hui, cette Europe de la défense pourrait se construire soit au travers d'un système d'échange d'informations efficient (une sorte d'espace Schengen de l'information), de contrats communs (à l'instar de l'avion de transport militaire A 400M, de l'avion de combat Eurofighter ou de l'hélicoptère NH 90) soit au travers de consolidations industrielles, ce qui reste néanmoins complexe du fait des fortes cultures locales de chacun des groupes de défense.

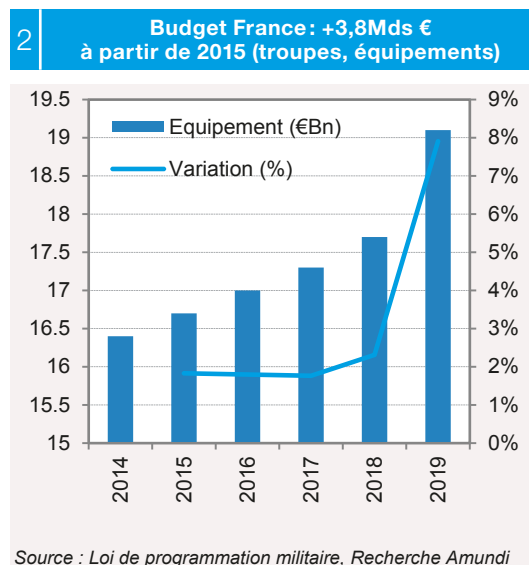
Enfin dernier constat, la France bénéficie actuellement de deux « armes » stratégiques : 1) un ministre de la Défense reconnu internationalement tant par les industriels que par les États, 2) un renforcement du dollar qui, vraisemblablement, a aidé à la finalisation récente de certains contrats face à une concurrence américaine toujours très présente.

Ces deux éléments pourraient, à eux seuls, expliquer les récents grands succès à l'exportation du Rafale (en sus des supériorités technologiques de cet avion).

En conclusion, le secteur de la Défense en Europe doit s'adapter à des conflits non-conventionnels, ce qui implique des besoins non plus uniquement en termes d'équipements militaires lourds et hautement sophistiqués mais également et surtout en moyens de communication performants. Cela se traduira par des budgets défense moins contraints, des priorités industrielles redéfinies qui pourraient, potentiellement, aboutir à des consolidations en Europe notamment dans le naval, dans les secteurs du renseignement et de l'information ou dans le domaine du terrestre (véhicules armés), secteurs encore fragmentés. Enfin, la création d'une Europe de la défense, certes encore complexe dans sa mise en œuvre, pourrait constituer une des principales réponses aux défis sécuritaires actuels.



De même, les budgets européens de la défense, notamment en France et en Grande Bretagne, bénéficieront de dotations supplémentaires, en réponse aux tensions géopolitiques qui se sont sensiblement accrues ces derniers mois



10 Les « mobinautes » imposent aux distributeurs une nouvelle approche commerciale

JACQUES CHAZELLE, *Analyse Actions – Paris*

La proportion des achats en ligne à partir d'un « smartphone » vient récemment de franchir la barre des 50 % au Royaume-Uni (44 % en France) et les professionnels du secteur s'attendent à une forte progression de ces achats en ligne à partir de ce terminal, compte tenu de facteurs à la fois démographiques, sociaux et technologiques.

Cette évolution oblige les distributeurs à intégrer une véritable stratégie commerciale et marketing en fonction du développement du mobile comme terminal d'achat (ne dit-on pas que l'on consulte en moyenne 150 fois nos SMS par jour !). Si le taux de transformation des visites en achats et le panier moyen de ces « mobinautes » sont encore inférieurs de moitié à celui des acheteurs en ligne à partir de PC ou de tablettes, le mobile est désormais un canal de conquête de clients et de fidélisation.

Pour les vendeurs en ligne, les clés du succès résident moins dans le prix que dans le contenu et la construction de leur site, à savoir ses fonctionnalités et sa convivialité. Il réside également dans la rapidité de la livraison et la sécurité des moyens de paiement. La faculté de personnaliser la relation avec l'internaute, voire de le géo-localiser, est désormais possible (si la personne l'accepte bien sûr) donnant aux opérateurs de *e-commerce* l'opportunité d'activer une stratégie commerciale « push » pour solliciter et fidéliser le client. Il est donc important que les distributeurs en ligne adaptent une stratégie internet selon les terminaux d'accès (sans négliger les réseaux sociaux utiles pour la notoriété) et développent un réel savoir-faire dans la gestion de fichiers clients ; ces acteurs doivent bien sûr aussi acheter des liens sur les grands moteurs de recherche dont le principal est Google.

Le marché boursier a jusqu'à présent reconnu les performances des grands acteurs globaux multi-canal comme Inditex (croissance comparable à +5/6 % estimé dont + 1 %/+2 % alimenté par le site), mais il a aussi salué la forte dynamique (croissance de 20/35 % des ventes) et la pertinence de certains « pure-players » capables d'attirer sur leur site d'autres marques tierces. Ce sont les cas de Zalando (vente de chaussures et de textile) et d'Asos (vente de textile) qui ont développé une excellente efficacité sur le net, notamment en investissant sur leur site et sur la composante logistique & livraison (automatisation du *picking*).

Sur le segment du textile, les achats en ligne représentent une part significative des ventes au Royaume-Uni et en France (20 % et 15 % respectivement) mais beaucoup plus faible dans certains pays d'Europe du Sud (4 à 5 %). La croissance attendue des ventes en ligne de textile devrait atteindre 13/14 % par an sur les prochaines années pour représenter environ 25 % du secteur à horizon 2019 contre 15 % en 2014 (41 bn €). Le business en ligne est un facteur de conquête de parts de marché tant domestiques qu'internationales. Si le retour des capitaux employés reste intéressant, la rentabilité de ces ventes en ligne reste très variable en fonction de plusieurs paramètres comme le volume de la commande, le taux de retour de la marchandise (qui peut atteindre près de 50 % dans la chaussure par exemple), les coûts marketing qui sont de l'ordre de 5 à 6 % des ventes mais qui peuvent atteindre 13 % dans le cas de Zalando et les coûts de livraison. Par ailleurs, la stratégie multi canal (magasins et sites) permet d'utiliser la solution *click & collect* qui réduit sensiblement les frais de distribution (estimés à 6 % du C.A), et de susciter des achats complémentaires d'impulsion dans les magasins

Les défis internet apparaissent plus compliqués pour les acteurs distributeurs de produits bruns/blancs/éditoriaux, compte tenu de la moindre dynamique de ces marchés et de la forte domination d'Amazon et de C-Discount qui représentent chacun 1.6 Mds € de chiffre d'affaires en France. Sur le marché de l'électronique et d'équipement de la maison, la part en ligne représente 20 % du marché

L'essentiel

Le e-commerce s'est trouvé, ces dernières années, au centre des stratégies des distributeurs textile et de produits électrodomestiques ; le secteur du bricolage devra mieux prendre en compte à l'avenir le potentiel de ce canal.

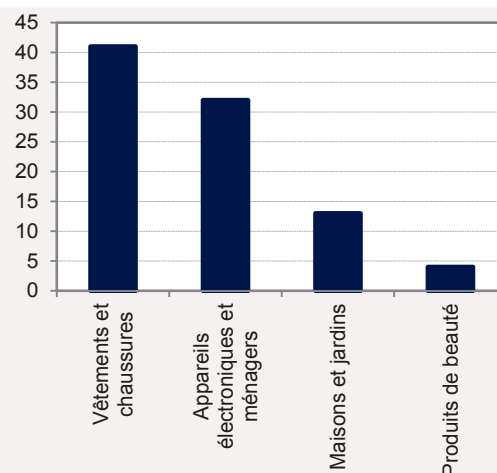
Les achats et paiements à partir du téléphone progressent vite et contribuent à révolutionner la façon de faire du commerce en ligne car le mobile permet aux distributeurs une stratégie commerciale plus ciblée et plus proactive. Face à Amazon et Alibaba, des groupes comme Asos, Zalando, Next ou des acteurs globaux comme Inditex et H & M semblent bien tirer leur épingle du jeu.



Le business en ligne est un facteur de conquête de parts de marché tant domestiques qu'internationales



1 **Ventes en ligne mondiales par secteur**
Taille de marché



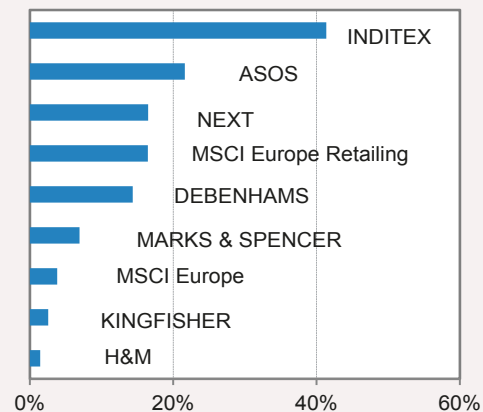
Source : Bofa Merrill Lynch, Recherche Amundi

estimé à 845 Mds \$ dans le monde et sa croissance est estimée à +11 % par Euromonitor sur les cinq prochaines années ; toutefois, selon certaines études, le niveau de pénétration aurait atteint un pic dans certains pays comme aux États Unis pour quelques catégories de produits (40 % dans les biens électroniques et 50 % pour les livres et pour la musique). L'équilibre des modèles financiers est difficile à trouver et les *pure players* trop généralistes accusent des pertes significatives et ce d'autant que des stratégies de croissance et d'expansion sont privilégiées (cf. Amazon ou C Nova). Nous constatons que la concentration a déjà commencé comme le prouve le rachat de Rue du Commerce par Carrefour et la fusion en cours de Darty et de Fnac qui bien que profitables, ont besoin de synergies pour défendre leurs parts de marché.

Le secteur du bricolage, qui a, jusqu'à présent, fait une entrée timide dans le digital (la part des ventes en ligne représente environ 1 % du C.A de Castorama et 3 à 4 % de celui de B & Q au Royaume-Uni) devra être plus offensif sur ce canal dans les années à venir pour offrir plus de choix, du conseil et de la fidélisation, à condition d'avoir une logistique efficiente.

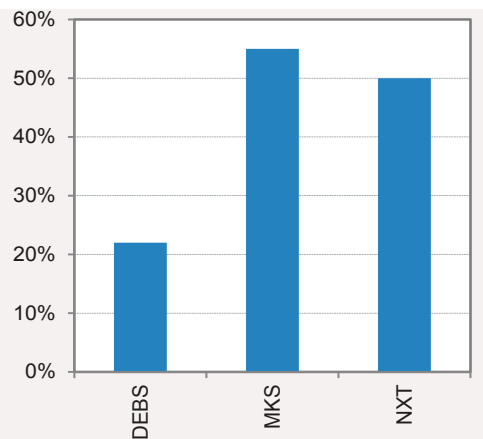
Le secteur du commerce textile doit intégrer une croissance des ventes par internet 4 à 4,5 fois plus rapide en moyenne que celle constatée en magasin. Ce dernier reste un atout important assurant désormais trois fonctions : lieu d'achat, *showroom* et site de *picking* pour les internautes. Ainsi, les *pure players*, comme Amazon (qui représente 29 % du *e-commerce* aux États Unis), cherchent maintenant à se doter de surfaces physiques, à lancer une marque propre tout en renforçant continuellement leurs supports logistiques. On peut donc prédire une convergence progressive des *business-models* vers le multi-canal et un renforcement pour les sites à forte attractivité du rôle de la market place (site d'hébergement pour d'autres marques) afin de sécuriser une partie de la profitabilité.

2 Performance des cours Depuis janvier 2015



Source : Datastream, Recherche Amundi

3 Click & collect (% des commandes en ligne récupérées en magasin)



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**

Publications récentes

Working Papers

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

Discussion Papers Series

- **Les banques centrales: premier pilier du cycle d'investissement**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Investir dans les facteurs de risque des actions en fonction de l'environnement macroéconomique**
ALESSANDRO RUSSO – *Recherche Quantitative – Paris*
- **Les cycles longs et les marchés d'actifs**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Spécial Focus

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

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

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

Support

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

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

Crédit photo: iStock by Getty Images - Risamay - Aniaostudio