

Janvier 2016



Allocation d'actifs

**Chine**

**Russie**

Flux obligataires  
des BRICS

Risque déflationniste  
en zone euro ?

**BCE**

**FOMC**

**Marché du crédit euro**

Obligations spéculatives

**Robotique**

## Sommaire

## Repères

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

Page 4



### Les craintes sur la croissance mondiale – et sur la Chine – et les tensions géopolitiques provoquent un début d'année difficile pour les marchés financiers

Les grands facteurs de risque se sont matérialisés en 2015, ce qui en fait indubitablement une année charnière : une crise européenne, une crise sur les émergents, des craintes sur la croissance mondiale, des craintes sur un « hard landing » chinois, un retour de la volatilité, des risques spécifiques (Russie, Brésil...), une nouvelle baisse des prix des matières premières, de forts réalignements des cours de change et des craintes de guerre des change, des risques géopolitiques... Tout cela a créé des divergences, des classes d'actifs délaissées... et des opportunités mais cela est également venu rappeler – si besoin était – à quel point la situation reste fragile. Le début d'année 2016 en est la preuve évidente.

### Facteurs de risque

Page 8

### Contexte macroéconomique

Page 11

### Prévisions macroéconomiques et financières

Page 12

## BRICS

### 1 La Chine est-elle en train d'atteindre le creux de son cycle économique ?

Page 13

Nous pensons que l'économie chinoise atteindra son point bas à court terme, au moins pendant les prochains trimestres. On peut parler de point bas en situation d'amélioration très légère, lorsque l'économie se stabilise autour d'un certain niveau sans se détériorer davantage ou lorsqu'elle atteint des niveaux plus bas situés dans une fourchette étroite. Selon nous, en 2016 et 2017 le rôle de la Chine dans l'économie mondiale sera celui d'un stabilisateur.

### 2 Russie : pas de reprise « miracle » !

Page 16

Alors que les grands pays émergents sont à la peine, nombreux sont ceux qui rêvent d'un nouvel Eldorado et surtout d'une nouvelle poche de profits, l'Inde ayant ses limites. Pour certains, la Russie pourrait bien être cet Eldorado. Mais qu'en est-il sur le plan macroéconomique ?

### 3 Flux obligataires : BRICS, à chacun son histoire !

Page 18

Depuis 2013 et plus particulièrement depuis l'annonce du *Taper Tantrum* de Ben Bernanke, les économies émergentes ont enregistré des sorties massives de capitaux qui sont aujourd'hui encore importantes. Peut-on prévoir une amélioration de la situation pour ces pays -et plus particulièrement pour les BRICS- en 2016 ?



## Zone euro

### 4 Zone euro : le risque déflationniste plie mais ne rompt pas

Action de la BCE et reprise économique obligeant, le risque d'installation, en zone euro, d'un processus désinflationniste auto-entretenu est aujourd'hui moins élevé qu'il y a un an. Les facteurs désinflationnistes n'ont pas disparu pour autant.

Page 21 

## Politique monétaire

### 5 Même si la BCE a déçu les marchés, son programme d'achats est spectaculaire

Alors que les marchés ont accueilli froidement le conseil des gouverneurs de la BCE de décembre, nous rappelons que l'ampleur de son programme d'achat d'actifs reste spectaculaire et que celui-ci devrait peser sur les taux longs et sur l'euro pendant encore un bon moment.

Page 25

### 6 Quelques précisions sur le FOMC 2016

Comme chaque année, quatre présidents de Fed régionales perdent leur droit de vote au FOMC, remplacés par quatre de leurs confrères. Les quatre nouveaux votants semblent plus « faucons » que leurs prédécesseurs et nous nous employons à en déterminer les conséquences pour le FOMC en 2016.

Page 27

## Crédit

### 7 Les opportunités du marché du crédit en euro

Le second semestre 2015 a été caractérisé par une résurgence de la volatilité. Les *spreads* se sont sensiblement écartés en août, en septembre et plus récemment en décembre en raison notamment des craintes croissantes concernant les conséquences du ralentissement économique de la Chine et de la baisse des prix du pétrole.

Page 30

### 8 Marchés européen et américain des obligations spéculatives : une comparaison sous différents angles

Au cours des derniers trimestres, grâce à une exposition modeste au secteur de l'énergie et à une qualité moyenne plus élevée, les obligations HY européennes ont surperformé leurs homologues américaines.

Page 32

## Éclairage sectoriel

### 9 La robotique : un avenir plus que prometteur dans l'industrie

La robotisation industrielle connaît depuis plusieurs années une nouvelle phase d'expansion, aussi bien dans les pays développés qu'émergents. Les tendances sous-jacentes sont la forte demande chinoise, la pénétration des robots dans l'industrie générale et le développement des robots collaboratifs. La concurrence des fabricants chinois et des sociétés technologiques reste limitée pour les leaders actuels et donnera certainement lieu à des partenariats.

Page 34

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

### Les craintes sur la croissance mondiale – et sur la Chine – et les tensions géopolitiques provoquent un début d'année difficile pour les marchés financiers

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

Le début de l'année démarre avec une forte baisse des marchés d'actions, une dépréciation du yuan et une nouvelle fermeture des marchés chinois, un scénario qui n'est pas sans rappeler celui du mois d'août dernier. Les mêmes craintes ont refait surface : un effondrement de la croissance américaine et mondiale, un atterrissage en catastrophe de l'économie chinoise, des resserrements monétaires inappropriés de la part de la Fed, une situation géopolitique complexe : que peut-il advenir des relations entre l'Iran et l'Arabie Saoudite ? Comment gérer les menaces terroristes ? Quid de l'avenir des relations entre Royaume Uni et Union Européenne en cas de Brexit ?...

Il n'est pas inutile, en ce début d'année de rappeler les grandes tendances actuelles. 2015 a été une année de ralentissement d'activités économiques et de découplage croissant entre les économies des pays émergents et celles des pays avancés, entre États-Unis et zone euro (pour les politiques monétaires). 2015 a également été une année de volatilité, de fortes variations de cours de change, de nouvel effondrement du cours des matières premières... et de remontée des *spreads* de crédit. Certes, les taux sont restés bas, ainsi que les *spreads* des pays périphériques de la zone euro, mais la situation est devenue plus complexe sur les obligations d'entreprises souffrant d'un élargissement des *spreads* et d'une liquidité moindre.

Au total, tous les grands facteurs de risque identifiés se sont matérialisés en 2015, à des degrés divers, ce qui en fait indubitablement une année charnière : une crise européenne, une crise sur les émergents, des craintes sur la croissance mondiale, des craintes sur un « hard landing » chinois, un retour de la volatilité, des risques spécifiques (Russie, Brésil...), une nouvelle baisse des prix des matières premières, de forts réalignements des cours de change et des craintes de guerre des changes, des risques géopolitiques... en bref, cela a créé des divergences, des classes d'actifs délaissées... et des opportunités.

Le **ralentissement de la croissance** mondiale reste préoccupant. Certes, en 2015, la croissance du PIB mondial est restée supérieure à 3 % pour la cinquième année consécutive, mais elle a de nouveau donné de réels signes d'essoufflement dans de nombreuses zones. C'est le cas de la Chine : ce phénomène n'y est certes pas nouveau, et sous bien des aspects, il était inévitable : il est notamment lié au changement de modèle économique, et aux caractéristiques démographiques du pays. La question du **yuan** (qui fera partie de la composition du DTS dès octobre 2016) est cependant revenue au centre des préoccupations au cours de l'été. Sa forte appréciation depuis la crise financière de 2008, favorisée par la hausse du dollar et la chute de bon nombre de devises émergentes, est en effet devenue difficilement soutenable pour la Chine.

Le ralentissement économique a été également très net dans l'ensemble des pays émergents. La trop forte dépendance au commerce mondial et aux matières premières (dont le prix chute depuis plusieurs années) n'est pas souvent – ou suffisamment – compensée par une solide demande domestique, et certains grands pays (Russie, Brésil) sont en récession, parfois sévère. Seuls les pays consommateurs de matières premières sont restés avantagés, mais ils n'ont pu éviter la tourmente financière qui a frappé l'ensemble des pays émergents.

#### L'essentiel

Le début de l'année démarre avec une forte baisse des marchés d'actions et une nouvelle fermeture des marchés chinois, une répétition du mois d'août dernier. Les mêmes craintes ont refait surface. Notons que les grands facteurs de risque identifiés se sont matérialisés en 2015, ce qui en fait indubitablement une année charnière (d'où la prudence pour 2016) : une crise européenne, une crise sur les émergents, des craintes sur la croissance mondiale, des craintes sur un « hard landing » chinois, un retour de la volatilité, des risques spécifiques (Russie, Brésil...), une nouvelle baisse des prix des matières premières, de forts réalignements des cours de change et des craintes de guerre des changes, des risques géopolitiques... bref, un aperçu de ce qui pourrait ressembler au pire des scénarios.

Certes, tout cela a globalement créé des divergences, des classes d'actifs délaissées... et des opportunités. Mais cela est également venu rappeler – si besoin était – à quel point la situation reste fragile. Certes, les taux sont restés bas, ainsi que les *spreads* des pays périphériques de la zone euro, mais la situation est devenue plus complexe sur le marché du crédit, les obligations d'entreprises souffrant d'un élargissement des *spreads* et d'une liquidité moindre. Avec la prudence, divergences et découplages restent néanmoins des maîtres-mots pour 2016.

“ Le ralentissement de la croissance mondiale reste préoccupant ”

“ États-Unis : un ralentissement économique bien perceptible ”

Le ralentissement économique est par ailleurs visible aux États-Unis : le cycle d'activité y est plus mûr qu'en Europe... et la Fed s'apprête à entamer un « mini-cycle » de resserrement monétaire, ce qui a tendance à affecter les prévisions de croissance économique. Notons que le FOMC comprend depuis début janvier de nouveaux membres votants, et que les plus *hawkish*, comme Loretta Mester (Fed de Cleveland) considèrent que la Fed procédera à 4 hausses des taux en 2016. C'est bien plus que le consensus de marché, qui ne croit toujours pas aux « dots » de la Fed. Janet Yellen sera sans doute forcée de « régler » davantage de dissensions internes en 2016 qu'en 2014 et 2015, et ce d'autant plus que le thème du risque de récession commence à resurgir. Au mieux, la croissance devrait converger vers son potentiel, plus bas depuis quelques années du fait des plus faibles gains de productivité de l'économie américaine.

Autre caractéristique de l'année 2015, le **repli du commerce mondial**. Ce repli est essentiellement lié aux pays émergents. Tout semble indiquer que la globalisation cède du terrain, un fait relativement nouveau. Ce sont les moteurs de croissance interne qui redeviennent déterminants, ce qui veut dire également que le risque pays redevient crucial.

**Le cas de la zone euro est un peu spécifique** : après des années difficiles, la zone profite de l'environnement de taux bas (taux courts et longs), de la défragmentation financière en cours, de politiques économiques – y compris budgétaires – plus accommodantes, de la baisse de l'euro et pour certains pays, d'une reprise plus nette des moteurs de croissance interne. La croissance n'est certes pas spectaculaire, mais elle est proche de son potentiel et sa décomposition est désormais plus favorable. À noter que la crise grecque de 2015 a trouvé un dénouement favorable, mais tardif et compliqué sur le plan politique. Tout ceci explique pourquoi la performance des actions européennes aura été bien meilleure que celle des États-Unis.

En 2015, les **risques politiques** et **géopolitiques** sont également revenus sur le devant de la scène. Des élections à risque (Grèce, Portugal et Espagne notamment), des situations politiques complexes (Brésil, Turquie), et les attentats terroristes (en France notamment) ont une nouvelle fois montré la fragilité de l'environnement actuel, dont on ne mesure pas encore très bien toutes les conséquences. Fin 2015 – début 2016, ce sont les tensions entre l'Iran et l'Arabie Saoudite qui ont resurgi. On connaît depuis longtemps les tensions politiques, diplomatiques et religieuses entre ces deux pays, mais la crise a de nouveau franchi un cap important.

Début janvier, en conséquence des tensions Iran – Arabie Saoudite, le **prix du pétrole** a progressé, mais ne nous leurrons pas : les facteurs de hausse sont peu nombreux à l'heure actuelle, à tel point que l'Arabie Saoudite a pris la direction de la rigueur économique : il est désormais question de diversifier les sources de revenus, de réduire les dépenses... bref, d'accélérer le changement de modèle déjà entamé depuis longtemps, mais avec des résultats plutôt mitigés. Cette fois-ci, le pays n'a plus le choix : le déficit budgétaire devrait être de l'ordre de 90 Mds d'euros, soit 15 % environ du PIB. Une hausse de 70 % du prix de l'eau et de l'électricité, ainsi que de 80 % des prix des produits pétroliers est en cours. Le FMI craint que le pays n'épuise ses réserves de change à horizon 5 ans. Il y a donc urgence. À noter que l'Arabie Saoudite fait face à un dilemme : peut-elle, dans le contexte actuel de déficits, décider de réduire sa production (et accepter une baisse de ses recettes) dans l'espoir de faire remonter le cours, sachant que les stocks de brut sont au plus haut et que la levée des sanctions donnera la possibilité à l'Iran de revenir sur ce marché ? C'est peu probable à court terme, ce qui justifie le maintien du prix du brut à un bas niveau, au moins pour les mois à venir.

Au total, sur un plan purement économique, l'année passée a été le théâtre d'un **découplage croissant entre les pays émergents** (où règnent beaucoup d'incertitudes, avec néanmoins un avantage pour les pays consommateurs de matières premières) et **les pays développés** (qui offrent une meilleure visibilité), ce qui n'a pas été sans impact pour les flux de capitaux et la performance relative des actifs financiers correspondants.



Le repli du commerce mondial, un facteur représentatif du ralentissement économique actuel



États-Unis contre zone euro : avantage à la zone euro en 2015



Les risques géopolitiques de retour au premier plan



Le prix du pétrole reste sous pression à la baisse



Découplages et divergences... deux des maîtres-mots de 2015



Dans cet environnement, **les politiques monétaires restent globalement accommodantes**, ce qui maintient le contexte de taux bas : les politiques monétaires non conventionnelles tournent à plein régime en Chine, au Japon, en zone euro, et nombre de pays émergents se sont engagés – ou désirent s’engager – dans des baisses de taux. La Fed est finalement l’une des rares banques centrales à entamer un cycle de resserrement. Celui-ci a été contrarié tout au long de l’année par les risques d’instabilité macrofinancière et par l’appréciation – jugée excessive – du dollar. Au total, la banque centrale américaine, qui souhaitait relever ses taux pour donner un message positif sur la croissance et pour reconstituer des marges de manœuvre, a été forcée d’attendre décembre pour mettre en œuvre ce qu’elle avait annoncé : elle a pu relever de 25 pb le taux des *fed funds* en fin d’année, tout en conservant un discours de prudence. De son côté, par ses actions sur les taux (de façon directe et indirecte), la BCE a indubitablement recréé de bonnes conditions pour un meilleur accès au financement des entreprises ; mais par ses achats massifs, elle a également asséché la liquidité des marchés obligataires. Son programme d’achats se poursuivra au moins jusqu’à fin mars 2017.

Au final, du fait de l’action des banques centrales et notamment de la BCE, la zone euro évolue dans un environnement de taux extrêmement bas, et fin novembre, près de 25 % de l’univers de crédit de la zone livraient des rendements négatifs, un record. Attention toutefois : 2015 n’a pas été pour autant une année favorable au crédit. Cela n’a pas été violent (hormis pour certains pays émergents qui ont souffert de la baisse du prix des matières premières), mais les *spreads* de crédit ont fini l’année en hausse : + 14pb pour l’Itraxx Main, +9 pb (à 77pb) pour l’Itraxx dette financière senior et + 5pb pour l’Itraxx dette financière subordonnée (à 155pb). Le crédit high yield s’en est plutôt bien sorti (baisse du *spread* de 30pb (315pb)).

### Alors, que faire dans un tel environnement ?

On retiendra cinq choses :

- **Les ralentissements économiques prononcés ont des conséquences sur les anticipations d’inflation et de politiques monétaires.** Difficile de miser sur une reprise de l’inflation et un intérêt prononcé pour les « inflation – hedge », largement délaissés jusqu’à présent. Difficile de miser également sur des cycles monétaires restrictifs.
- **Les découplages et les divergences créent des opportunités en termes de valorisations relatives et attractivités relatives.** Ce qui découle des découplages, c’est la hausse du dollar et des écarts de taux (courts et longs) – entre États-Unis et Europe. Ce qui découle des divergences, c’est le retour au premier plan du risque – pays et du risque spécifique (le secteur énergie dans le high yield US (en comparaison de son homologue européen) en a été l’un des exemples les plus frappants en 2015).
- **Les périodes de stress créent des zones – classes d’actifs délaissées.** Ce qui est délaissé – ou sous-valorisé – aujourd’hui, ce sont les actifs des pays émergents et les actifs indexés sur l’inflation, les premiers étant à court terme plus attractifs que les seconds, compte tenu de l’absence totale d’inflation.
- **La prudence domine notre stratégie globale.** Les révisions en baisse des prévisions de croissance ne sont pas terminées, et la situation géopolitique actuelle est probablement la plus délicate de ces dernières années : contrairement aux crises européennes, très localisées, il s’agit désormais de risques globaux, plus systémiques.
- **La baisse de liquidité des marchés de taux continue de nous préoccuper.** Depuis plus d’un an, nous insistons sur cet aspect. La faible liquidité, amplifiée par les politiques non conventionnelles des banques centrales, les contraintes réglementaires, l’alignement des positions des grands investisseurs (tous acheteurs de taux et de *spreads*) et le retrait relatif de nombre de pourvoyeurs de liquidité ajoutent du risque sur les marchés de taux... dans un environnement où la volatilité s’est déjà accrue.



La Fed contre le reste du monde... ou presque



2015 : un – début de – « bear market » sur le crédit ?



Pas de changement dans notre orientation générale, mais une prudence accrue compte tenu du contexte



## Sur les marchés de taux :

- Nous conservons nos positions longues crédit contre *govies*, car l'effet-portage devrait encore compenser l'effet-taux. Le marché du crédit offre de fortes divergences/opportunités entre zones, pays, segments, secteurs et entre émetteurs. Le regain de volatilité est susceptible de favoriser ponctuellement des remontées de taux, mais celles-ci ne devraient pas être durables compte tenu de l'orientation générale des politiques monétaires et des pressions encore déflationnistes. Nous avons recommencé à bâtir des positions longues sur la dette émergente (dette en devise dure en premier lieu), et nous conservons cette tendance.

## Sur les marchés d'actions :

- Nous ne changeons pas notre orientation générale: i) expositions sur les demandes internes, ii) mise en avant des découplages ou, *a minima*, des maturités différentes entre États-Unis, Japon et zone euro (en ordre croissant d'intérêt), iii) utilisation de l'environnement de taux bas qui favorise dividendes et rachats d'actions notamment, et iv) regain d'intérêt pour tout ce qui a été délaissé ou est sous-valorisé.



## TYPE DE PORTEFEUILLE

### Portefeuilles d'actions

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

### Portefeuilles obligataires

- Surpondération crédit. Pas de préférence forte entre IG et HY
- Aplatissement de courbes des taux
- Préférence US par rapport au coeur de la zone euro
- Dettes émergentes :
  - préférer la dette en devises dures (long USD)
  - ne préférer la dette locale que dans certains cas spécifiques
  - jouer des thématiques sur les EMG
- Long USD/Short JPY, Long JPY / Short EUR

### Portefeuilles diversifiés

- Préférer les actions zone euro, neutre Japon et USA
- Inde notre pays préféré au sein des actions émergentes... Prudence sur les EMG
- Vigilance accrue sur obligations d'entreprises : prudence sur HY US (préférer HY zone euro), et sur dette zone euro (liquidité, préférer l'IG US)
- Surpondérer les obligations périphériques euro par rapport au coeur
- Maintenir les positions d'aplatissement de courbe US
- Réduction des positions sur dette émergente en devises dures
- Long USD/Short JPY, Long JPY / Short EUR

## 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 les divergences au sein de son comité se sont accrues avec l'apparition de nouveaux membres votants, à l'image de Loretta Mester, de la Fed de Cleveland qui annonce que la Fed devrait relever ses taux 4 fois en 2016, un avis que ne partagent pas les marchés et beaucoup de membres du FOMC, délibérément « dovish ». 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 — encore visibles dès les premiers jours de janvier — 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 poursuite de la baisse du prix des matières premières et du commerce mondial, le renversement en cours 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.



## Facteurs de risque

### [RISQUE # 4] Une forte dévaluation du yuan

[PROBABILITÉ] 10 %

**ANALYSE** En plein mois d'août dernier, la Chine a donné l'impression pendant quelques jours qu'elle abandonnait sa politique de change, préparant les marchés à une vaste dépréciation du yuan. Jusqu'ici, la Chine a utilisé la politique monétaire, la politique budgétaire et la politique fiscale et la politique de revenus comme outils de relance, veillant à ne pas utiliser la politique de change. Elle s'est d'ailleurs engagée auprès du G20 en ce sens. Au-delà des conséquences immédiates très négatives sur les marchés financiers, une telle décision (une dévaluation brutale de 10 % au moins) serait sans le moindre doute interprétée comme un aveu de faiblesse quant à la politique économique dans son ensemble. Un risque modéré, mais des dégâts potentiels très importants.

**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



## Facteurs de risque

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).

**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 s'est terminée 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. Début 2016, ce sont les tensions en Iran et Arabie Saoudite qui inquiètent.

**IMPACT DE MARCHÉ** Un embrasement général n'est pas envisagé mais il y aura régulièrement des regains de tensions et de volatilité. Les risques politiques actuels sont bien identifiés et spécifiques, cela sera-t-il insuffisant pour ne pas affecter les perspectives de croissance et les orientations des marchés financiers ? Rien n'est sûr à ce stade.

### [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 le maintien du Royaume-Uni dans 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

JANVIER		
AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
<b>ÉTATS-UNIS</b>	<p><b>La reprise va légèrement décélérer en 2016-2017, le resserrement monétaire sera très prudent.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; 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 tandis que l'environnement externe restera peu porteur.</li> <li>&gt; La Fed ne procédera qu'à un nombre très limité de hausses de taux supplémentaires.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire »)</b></li> <li>&gt; <b>Hausse excessive du dollar</b></li> <li>&gt; <b>Contagion des difficultés économiques des pays émergents</b></li> </ul>
<b>BRÉSIL</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; La situation économique brésilienne ne cesse de se détériorer avec l'aggravation de la crise politique.</li> <li>&gt; Le changement de Ministre des Finances laisse présager d'une consolidation budgétaire de moindre ampleur et plus graduelle, ce qui pourrait augmenter les pressions sur la Banque centrale brésilienne.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Une monétisation de la dette</b></li> <li>&gt; <b>Un relâchement du policy mix</b></li> </ul>
<b>EUROPE</b>		
<b>ZONE EURO</b>	<p><b>Poursuite de la reprise, soutenue par des politiques monétaires et budgétaires favorables.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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) et de nouvelles incertitudes politiques (en Espagne notamment).</li> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; La BCE, après avoir étendu ses mesures non-conventionnelles en décembre 2015, est disposée à faire davantage en cas de nouvelles déceptions sur la croissance et/ou l'inflation.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Contagion des difficultés économiques et/ou financières du monde émergent</b></li> <li>&gt; <b>Intensification des pressions déflationnistes</b></li> <li>&gt; <b>Risque politique (montée des partis anti-institutions lors des élections en 2015)</b></li> </ul>
<b>ROYAUME-UNI</b>	<p><b>Légère décélération en 2016 en raison de l'austérité et de l'incertitude au sujet du Brexit.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Si la croissance fléchit légèrement, le taux de chômage poursuit sa baisse.</li> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Hausse de la livre</b></li> <li>&gt; <b>Déficits (public et externe) encore très élevés</b></li> <li>&gt; <b>Référendum prévu en 2016 (ou 2017) sur la sortie de l'UE</b></li> </ul>
<b>ASIE</b>		
<b>CHINE</b>	<p><b>Chine : un stabilisateur pour les marchés financiers internationaux et un moteur de croissance pour l'économie mondiale en 2016</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Nous continuons à penser que l'économie chinoise devrait atteindre un plus bas en 2016.</li> <li>&gt; Compte tenu des politiques agressives dans les domaines monétaire, budgétaire, de l'immobilier et de l'investissement, la liquidité devrait être abondante sur les marchés financiers chinois, ce qui conférerait à la Chine le rôle de stabilisateur des marchés financiers mondiaux.</li> <li>&gt; Les autorités chinoises vont lancer de nouvelles réformes en 2016, en particulier sur le plan de l'offre et de la demande.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Stabilisateur des marchés financiers internationaux</b></li> <li>&gt; <b>Moteur de croissance de l'économie mondiale</b></li> </ul>
<b>INDE</b>	<p><b>Inde : moteur de croissance asiatique pour l'économie mondiale en 2016</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Les facteurs favorables restent les suivants : L'effet Modi ; la faiblesse persistante des prix du pétrole ; l'environnement désinflationniste mondial ; le potentiel d'assouplissement des politiques de la RBI.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>La croissance indienne est en passe de rebondir</b></li> </ul>
<b>JAPON</b>	<p><b>Amélioration attendue de la demande interne, soutenue par un policy mix favorable.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; La BoJ va intensifier son soutien, tout en tentant d'éviter une dépréciation excessive du yen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Exposition au ralentissement chinois</b></li> <li>&gt; <b>Incertitude politique (élections à la Chambre Haute mi-2016)</b></li> </ul>



## Prévisions macroéconomiques et financières

### PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- États-Unis** : le cycle d'expansion est inachevé. Le marché de l'emploi poursuit son amélioration et l'environnement reste favorable à une poursuite de la hausse de la consommation. En revanche, les secteurs exposés à l'international subissent le poids d'un dollar plus élevé et du ralentissement des émergents.
- Japon** : une lente sortie de la déflation. Les 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 -2 % pour 2016. Aujourd'hui, la crise politique est à son paroxysme avec la démission du Ministre des Finances, ce qui couplé à une baisse supplémentaire du prix du pétrole devrait aggraver et prolonger la récession. Nos prévisions, en ce début janvier sont donc respectivement pour 2015, 2016 et 2017 de -3,5 %, -2,5 % et -0,5 % avec des risques baissiers.
- 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
<b>États-Unis</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>
<b>Japon</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>
<b>Zone euro</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>
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
<b>Royaume-Uni</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>
<b>Russie</b>	<b>-4,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>15,8</b>	<b>10,0</b>	<b>8,5</b>
<b>Turquie</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>7,4</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>
<b>Chine</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>
<b>Inde</b>	<b>7,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>
<b>Indonésie</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>
<b>Brésil</b>	<b>-3,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>9,0</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>
<b>Pays développés</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>
<b>Monde</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>

Source : Recherche Amundi

### PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- Fed** : la Fed a débuté son cycle de resserrement de taux en décembre. Celui-ci sera très lent et son amplitude très limitée.
- BCE** : la BCE 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<sup>re</sup> hausse de taux directeurs devrait arriver dans la 2<sup>e</sup> partie de l'année 2016.

	8/01/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016
<b>États-Unis</b>	0,50	0,75	0,90	1,00	1,30
<b>Zone euro</b>	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
<b>Japon</b>	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Royaume-Uni</b>	0,50	0,50	0,70	0,75	1,00

### PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- États-Unis** : la hausse des taux longs américains sera très faible. La courbe va continuer à s'aplatir.
- 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					
	8/01/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016
<b>États-Unis</b>	0,94	1,00/1,20	1,41	1,20/1,40	1,74
<b>Allemagne</b>	-0,39	-0,40/-0,20	-0,06	-0,40/-0,20	0,00
<b>Japon</b>	-0,02	0,00/0,20	0,01	0,00/0,20	0,03
<b>Royaume-Uni</b>	0,50	0,60/0,80	1,05	0,80/1,00	1,55

Taux 10 ans					
	8/01/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016
<b>États-Unis</b>	2,15	2,20/2,40	2,59	1,80/2,00	2,82
<b>Allemagne</b>	0,51	0,40/0,60	0,68	0,40/0,60	0,96
<b>Japon</b>	0,23	0,20/0,40	0,37	0,20/0,40	0,49
<b>Royaume-Uni</b>	1,76	1,80/2,00	2,25	1,80/2,00	2,51

### 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 désormais relativement limité.
- JPY** : la volonté de la Chine de limiter la force du renminbi et la réticence de la BoJ à aller plus loin ne vont pas dans le sens d'une dépréciation du yen.
- GBP** : modérément haussier, contre l'euro. Les attermolements de la BoE et les craintes du Brexit ne plaident pas une faveur d'une position longue agressive.

	8/01/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus Q4 2016
<b>EUR/USD</b>	1,09	1,05	1,05	1,05	1,07
<b>USD/JPY</b>	117,90	120,00	123,50	120,00	125,00
<b>EUR/GBP</b>	0,75	0,73	0,70	0,70	0,70
<b>EUR/CHF</b>	1,09	1,10	1,09	1,10	1,11
<b>EUR/NOK</b>	9,69	9,50	9,37	9,30	9,42
<b>EUR/SEK</b>	9,27	9,15	9,27	9,10	9,47
<b>USD/CAD</b>	1,41	1,45	1,37	1,50	1,34
<b>AUD/USD</b>	0,70	0,65	0,70	0,65	0,70
<b>NZD/USD</b>	0,66	0,60	0,63	0,60	0,63

## 1 La Chine est-elle en train d'atteindre le creux de son cycle économique ?

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

### Pourquoi le point bas de l'économie chinoise a-t-il tant d'importance pour les marchés internationaux ?

D'après nous, la question de savoir si le point bas de l'économie chinoise a été atteint au quatrième trimestre 2015 ou au premier trimestre 2016 est, à court terme, la question la plus importante pour les marchés internationaux. Revenons sur les événements qui se sont produits depuis le 11 août 2015, date à laquelle la Chine a créé la surprise en dépréciant brutalement le CNY : à cet instant, les autorités ont de toute évidence admis le ralentissement de l'économie chinoise et devant ce geste, les marchés ont conclu que le risque d'atterrissage forcé s'était accru. Les marchés ont donc cédé du terrain jusqu'en septembre, puis la Réserve fédérale américaine a reporté le premier relèvement des taux que tout le monde attendait après l'été. En prenant sa décision, la Fed n'a pas seulement considéré les facteurs de l'économie domestique mais également les inquiétudes entourant le sort de la Chine, confirmant qu'un atterrissage forcé de l'économie chinoise aurait eu pour conséquence une récession mondiale. Rappelons que le report de la hausse des taux de la Fed n'était pas attendu par le consensus, dont les anticipations de relèvement étaient particulièrement élevées avant que la Chine déprécie sa monnaie au mois d'août.

Après les corrections d'août et septembre, l'éventualité d'un point bas de l'économie chinoise est apparue comme un facteur (externe) déterminant dans la possibilité de hausse des taux de la Fed en décembre, ainsi que dans l'orientation des marchés internationaux au quatrième trimestre 2015 et pendant les trimestres suivants. C'est donc en cela que le point bas de l'économie chinoise compte tant pour les marchés. **On peut parler de point bas en situation d'amélioration très légère, lorsque l'économie se stabilise simplement autour d'un certain niveau sans se détériorer davantage ou lorsque ses plus bas sont situés dans une fourchette étroite.** Si c'est bel et bien le cas, c'est une très bonne nouvelle pour les marchés, une perspective qui tranche avec le sentiment extrêmement baissier lié à la Chine en août et en septembre derniers.

Si nous sommes assez chanceux pour que ce soit le cas, alors la prochaine question que nous devons nous poser est : combien de temps peuvent durer cette stabilisation et cette amélioration ? Un mois ? Un trimestre ? Deux trimestres, voire plus ? Il est évident que ces scénarios ont des implications très différentes pour les marchés sur le court terme.

### Pourquoi est-il difficile de prévoir le point bas de l'économie chinoise ?

Si l'on remonte à fin 2014, quand les marchés faisaient leurs prévisions pour 2015, on attendait alors un éventuel point bas de l'économie chinoise dès le deuxième ou le troisième trimestre de l'année dernière. Mais les marchés se sont trompés et l'économie de la Chine a continué à se dégrader au troisième trimestre pour atteindre sa plus faible croissance en termes réels (+6,9 %) depuis la Grande crise financière. Le thème d'un point bas de la Chine au deuxième ou au troisième trimestre 2015 a été complètement démenti alors que les autorités n'ont pas répété les mesures qu'elles avaient adoptées au cours des quatre années précédentes. Les marchés sont donc déstabilisés et perdent confiance, ce qui les empêche d'émettre des prévisions quant au moment où l'économie chinoise atteindra le creux de son cycle.

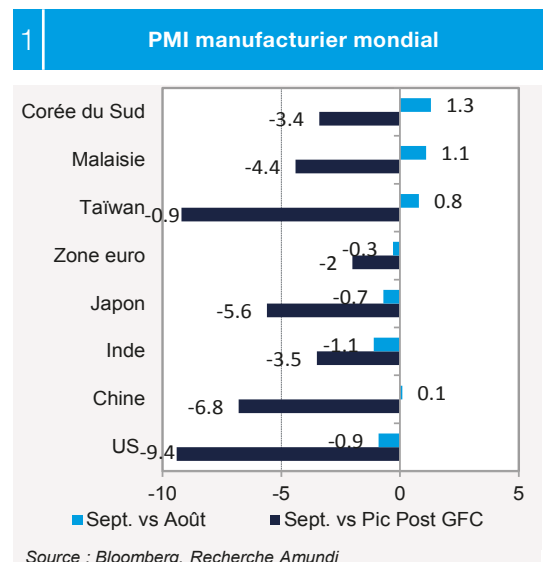
Début octobre, nous avons bravé la tempête et émis nous-mêmes une prévision de point bas en présentant les premiers signes que nous avons mis sous surveillance, et c'était au moins deux mois avant les très rares intervenants qui estiment que l'économie chinoise s'est stabilisée en décembre 2015. Non seulement il est vraiment difficile de prévoir le creux du cycle économique

## L'essentiel

**Nous pensons que l'économie chinoise atteindra son point bas à court terme, au moins pendant les prochains trimestres. On peut parler de point bas en situation d'amélioration très légère, lorsque l'économie se stabilise simplement autour d'un certain niveau sans se détériorer davantage ou lorsqu'elle atteint des niveaux plus bas situés dans une fourchette étroite.**

Selon nous, en 2016 et 2017 le rôle de la Chine dans l'économie mondiale sera celui d'un stabilisateur, et ce pour les raisons suivantes : (1) la dégradation de la situation économique actuelle prend du temps avant d'arriver à maturité (compter au moins deux autres années) ; (2) les effets retardés des mesures de relance de 2015 pourraient commencer à se faire ressentir à partir de mi-2016 et contribuer à stabiliser davantage l'économie ; et (3) la trajectoire de l'économie peut encore être changée par des politiques sensées, la Chine ne manquant pas d'outils pour y parvenir.

“ Point bas dans une fourchette étroite ”



chinois, mais il est aussi de plus en plus complexe d'évaluer le potentiel haussier et baissier de l'économie dans une tendance qui est clairement baissière.

De plus, notre prévision d'il y a deux mois était la suivante : si effectivement l'économie chinoise atteignait son point bas au quatrième trimestre et que les premiers signes de stabilisation étaient assez marqués début novembre et en décembre 2015, alors il est très probable que la Fed relève ses taux d'intérêt en décembre, même très légèrement. Et nous ne nous sommes pas trompés.

**Y a-t-il d'autres signes qui témoignent du creux du cycle ?**

Il est temps de mettre à jour nos observations après les premiers signes de stabilisation constatés il y a deux mois, en octobre 2015. Ce sont des chiffres que nous suivons attentivement et qui se révèlent les plus parlants quant à la situation actuelle de l'économie chinoise et son orientation.

**1. Le PMI manufacturier chinois s'est stabilisé en septembre et a continué de s'améliorer.** Le premier signe de stabilisation du PMI manufacturier est apparu dans les statistiques du mois de septembre 2015. Le PMI a alors enregistré sa plus faible amélioration (+0,1), mais les conséquences sont énormes si l'on se penche sur les chiffres qu'ont publié au même moment la Corée du Sud (+1,3), la Malaisie (+1,1), Taïwan (+0,8) et Singapour (+0,6). La stabilisation modeste en Chine entraîne une embellie généralisée des PMI manufacturiers à travers toute l'Asie, et c'est un fait que les marchés ne devraient pas perdre de vue.

De plus, l'indice PMI manufacturier chinois (Caixin) a continué de progresser après un creux à 47,2 en septembre, passant contre toute attente à 48,3 en octobre, puis à 48,6 en novembre. Certes, ce niveau est toujours inférieur à 50 et signale donc une contraction, mais sa hausse constante depuis septembre 2015 est encourageante. Selon nous, cette tendance va se confirmer encore pendant le prochain trimestre, mais difficile de savoir combien de temps il faudra avant que l'indice repasse au-delà de 50. Nous pensons que ce sera aux alentours de la mi-2016.

**2. L'IPP chinois a commencé à se stabiliser en septembre 2015 et progresse maintenant depuis quatre mois.** À notre avis, l'indice des prix à la production (IPP) est l'indicateur de prix le plus significatif pour parler de la Chine. À -5,9 %, son niveau n'est pas brillant, et 51 mois en dessous de zéro dépeignent une déflation importante. Cela étant, à court terme, le fait de se stabiliser autour de ce niveau (et d'arrêter sa chute vertigineuse) est déjà une grande avancée que le marché devrait apprécier à sa juste valeur, d'autant que l'IPP est un indicateur très important pour évaluer la stabilisation de l'économie dans son ensemble. Il faudra probablement du temps avant que l'IPP repasse en territoire positif étant donné les surcapacités auxquelles est confrontée la Chine.

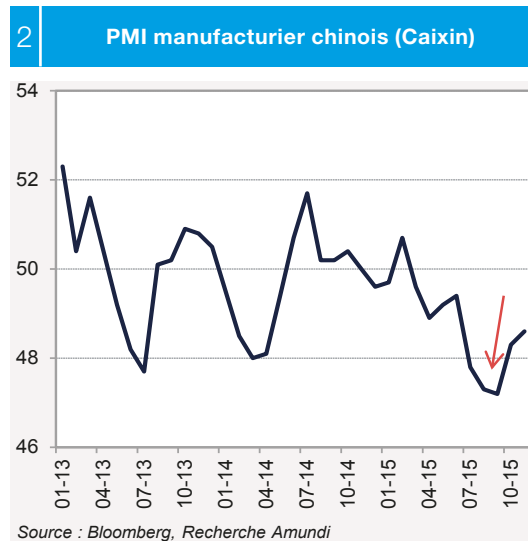
**3. Les prix du ciment de Chine orientale sont à un niveau plancher.** La matière première qui représente l'indicateur le plus avancé est le ciment de la Chine orientale, dont les prix ont atteint un niveau plancher la semaine du 21 août en progressant de 8 %. C'est un indicateur avancé dans le sens où le ciment ne se conserve qu'un mois : par conséquent, la production suit réellement la demande réelle, dans le secteur de la construction principalement.

**4. Le stock des matières premières en Chine est en phase de déstockage,** signe de reprise économique. Le stock de ciment de Chine orientale a atteint un plus haut la semaine du 31 juillet, à 80 %, et maintenant, après un déstockage de 10,5 %, son niveau n'est plus que de 72 %. De même, l'acier (barres d'armature) est en phase de déstockage depuis la semaine du 26 juin (-41 %), ce qui implique que la construction accélère déjà et en particulier depuis juillet.

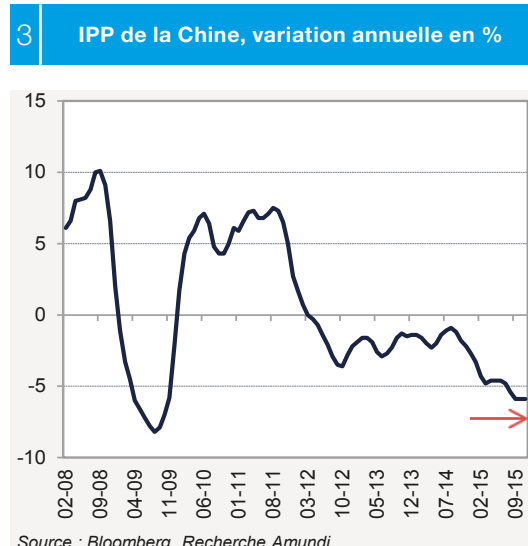
**5. Les exportations se stabilisent depuis septembre.** La croissance des exportations chinoises en septembre est ressortie meilleure qu'attendue à -1,1 % (-6,1 % en août) et s'est stabilisée autour de -3,7 % en octobre et en novembre. Dans le même temps, la croissance des exportations de la



Pourquoi est-il difficile de prévoir le point bas de l'économie chinoise ?



La stabilisation de l'IPP est une grande avancée



Corée du Sud, qui représente un indicateur avancé de la croissance des exportations au niveau mondial, s'est établie à -8,3 % en septembre (-14,9 % en août) et a continué à s'améliorer en novembre avec -4,8 %.

## Un creux de cycle durable ?

Nous avons été parmi les premiers à prévoir un point bas de l'économie chinoise à court terme. Et nous avons à nouveau l'audace de dire avant les autres que la Chine aura probablement un rôle de stabilisateur pour l'économie mondiale en 2016 et 2017. Voici pourquoi :

- La dégradation de la situation économique actuelle prend du temps avant d'arriver à maturité : compter encore deux ans ;
- Les effets retardés des mesures de relance déployées en 2015 pourraient commencer à se faire ressentir à partir de la mi-2016 et contribuer à la stabilisation de l'économie ; et
- D'autres politiques sensées peuvent changer la trajectoire de l'économie, la Chine ne manquant pas d'outils pour y parvenir.

**1. Assouplissement monétaire radical en 2015 et au-delà.** La croissance de la masse monétaire M2 de la Chine s'est nettement accrue, passant de 10,1 % en avril 2015 à 13,7 % en novembre 2015. Sachant que les effets retardés des politiques monétaires mettent généralement 6 à 9 mois avant de se manifester (ce qui nous porte à la période allant d'octobre 2015 à janvier 2016) et qu'ils dureront au moins un an, les autorités vont certainement maintenir ce dispositif très accommodant en 2016 en réduisant à nouveau le RRO de 300 pb et les taux d'intérêt de 100 pb.

**2. Hausse des investissements en capitaux fixes fin 2015.** Enfin et surtout, il nous semble que l'indicateur le plus pertinent à surveiller pour évaluer le degré de stabilisation de l'économie chinoise ce trimestre (et le suivant) est le niveau des investissements en capitaux fixes. Précédemment, nous avons supposé que les projets du 13<sup>e</sup> plan quinquennal seraient peut-être avancés à 2015 pour permettre d'atteindre l'objectif de croissance du PIB réel, ce qui s'est effectivement confirmé : en variation annuelle, les investissements se stabilisent depuis septembre, mais d'un mois sur l'autre, ils se sont nettement accrus en octobre et en novembre 2015. Or, selon nous, cette tendance devrait perdurer.

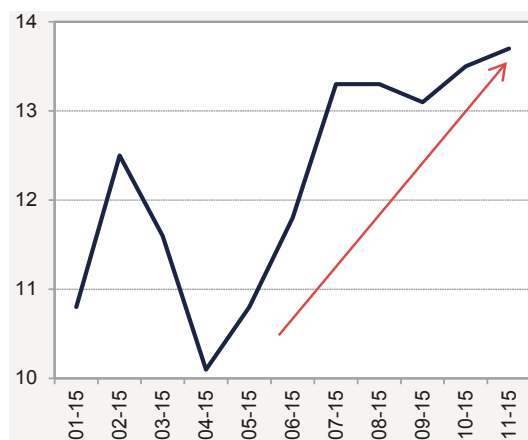
**3. Même la consommation est en hausse.** La croissance des ventes de détail est passée de 10 % en avril 2015 à 11,2 % en novembre 2015. Hausse de la consommation qui favorise aussi la stabilisation de l'économie et lui confère un potentiel haussier supplémentaire.

## Conclusion

Nous pensons que l'économie chinoise atteindra son point bas à court terme, au moins pendant les prochains trimestres. On peut parler de point bas en situation d'amélioration très légère, lorsque l'économie se stabilise simplement autour d'un certain niveau sans se détériorer davantage ou lorsque ses plus bas sont situés dans une fourchette étroite.

Selon nous, en 2016 et 2017 le rôle de la Chine dans l'économie mondiale sera celui d'un stabilisateur, et ce pour les raisons suivantes : (1) la dégradation de la situation économique actuelle prend du temps avant d'arriver à maturité (compter au moins deux autres années) ; (2) les effets retardés des mesures de relance de 2015 pourraient commencer à se faire ressentir à partir de mi-2016 et contribuer à stabiliser davantage l'économie ; et (3) la trajectoire de l'économie peut encore être changée par des politiques sensées, la Chine ne manquant pas d'outils pour y parvenir.

### 4 Masse monétaire M2 de la Chine, variation annuelle en %



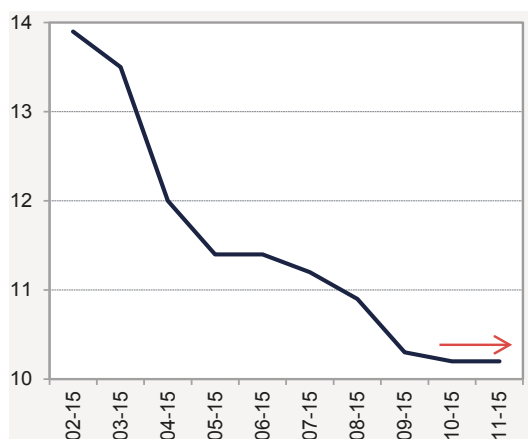
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



La Chine, stabilisateur de l'économie mondiale en 2016 et 2017



### 5 Investissements en capitaux fixes en Chine, variation annuelle en % depuis le début de l'année



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



## 2 Russie : pas de reprise « miracle » !

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

### 2015 : le trou noir

Depuis 2014, la Russie fait face à de nombreux chocs tant politique (crise ukrainienne) qu'économique (chute du prix du pétrole) qui se sont traduits par une baisse des recettes fiscales, de fortes sorties de capitaux, une dépréciation de la monnaie (près de 50 % vis-à-vis du dollar), une dérive de l'inflation et une récession en 2015 qui pourrait être supérieure à 4 % du PIB.

Alors que les sorties de capitaux ont restreint l'accès des entreprises au financement extérieur, que la chute du rouble a accru le coût de la dette en monnaie étrangère et que la banque centrale a augmenté massivement ses taux — renchérissant de fait les conditions de crédit — l'investissement n'a pu que chuter dans un environnement économique international atone et marqué par de fortes incertitudes. Du côté de la demande, la détérioration du marché du travail (hausse du chômage) couplée à une chute du revenu réel et un enchérissement des emprunts, a dégradé substantiellement la consommation des ménages. La politique budgétaire contrainte par la baisse des recettes pétrolières n'a pu servir de variable d'ajustement. En outre, malgré une forte dépréciation de la monnaie, la croissance des exportations reste contenue en raison d'une demande mondiale peu dynamique.

### 2016 : des avis partagés en raison d'un environnement économique international incertain

Bien que le consensus prévoit en moyenne un retour à zéro de la croissance du PIB russe en 2016, la dispersion est importante avec à une extrémité la Swedbank (-2 %) et de l'autre Goldman Sachs (+1,5 %). Aux incertitudes sur l'environnement économique international (ralentissement de la Chine et volatilité des prix des matières premières, normalisation de la politique monétaire américaine, etc.) s'ajoutent des difficultés politiques (crise au Brésil par exemple) et géopolitiques croissantes (Daesh). Ces éléments compliquent d'autant les prévisions économiques pour des pays fortement exposés aux incertitudes économiques que sont le ralentissement de la Chine et le prix du pétrole. La Russie est l'un des exemples les plus caractéristiques de cette difficulté. En effet, avec une part des exportations des matières premières qui représente plus de 70 % des exportations totales et la Chine comme autre principal marché d'exportations après l'Union européenne, la Russie cumule les désavantages sans parler de la crise ukrainienne qui n'a pas encore trouvé de solution.

De l'évolution de ces trois grands facteurs d'incertitude, dépend le rythme de la reprise russe. Avec une prévision de -1,8 % en 2016 et un retour à zéro en 2017 nous nous situons dans la fourchette basse du consensus. On peut toutefois noter que les institutions internationales telles que l'OCDE et le FMI ne sont pas non plus très optimistes avec respectivement pour 2016 une prévision de -0,4 et -0,6 % du PIB alors même que ces institutions ne sont pas spécialement réputées pour être très négatives. Par ailleurs, il est intéressant de regarder aussi les prévisions de la Banque centrale de Russie (CBR). Dans le scénario central de la CBR, avec comme hypothèses un prix du pétrole à 50\$ et le maintien des sanctions, la croissance en 2016 est estimée entre -1 et -0,5 %.

### La faiblesse des prix des matières premières et de la demande mondiale continueront de peser sur la reprise

Plusieurs hypothèses sous-tendent notre scénario et nos prévisions. Tout d'abord, eu égard aux conditions d'offre (forte) et de demande (ralentissement lié à celui des économies émergentes et de la Chine), nous estimons que les prix des matières premières ont peu de raisons de remonter et de renouer avec les niveaux atteints par le passé. En ce sens, il nous paraît inapproprié de comparer cette récession avec celles de 1998-1999 et 2008-2009 où après une chute du PIB de plus de 10 %, l'économie russe avait retrouvé en quelques trimestres une croissance positive grâce à des rebonds marqués du prix du pétrole.

### L'essentiel

**Alors que les grands pays émergents sont à la peine, nombreux sont ceux qui rêvent d'un nouvel Eldorado et surtout d'une nouvelle poche de profits, l'Inde ayant ses limites.**

Pour certains, la Russie pourrait bien être cet Eldorado. Il est vrai qu'avec une dette publique faible (20 % du PIB), un excédent courant proche de 5 % du PIB, des réserves de change à des niveaux confortables (équivalentes à 20 mois d'importations) et une dette extérieure totale inférieure à 40 % du PIB, la Russie demeure attrayante (voir tableau ci-dessous). Toutefois, la croissance du PIB et l'inflation restent des sujets d'inquiétude.



Entre conflit en Ukraine et chute des prix des matières premières, le bilan pour la Russie est lourd en cette fin d'année 2015



#### Indicateurs budgétaires et extérieurs

% du PIB	2014	2015	2016	2017
<b>Solde budgétaire</b>	-1,2	-5,7	-3,9	-2,2
<b>Dette publique</b>	17,8	20,4	21,0	21,9
<b>Compte courant</b>	3,2	5,0	5,4	5,7
<b>Réserves (mois d'importations)</b>	15,8	19,3	16,6	14,4



Avec une prévision de -1,8 % en 2016 nous nous situons dans la fourchette basse du consensus





Les évolutions récentes semblent même indiquer une tendance baissière supplémentaire du cours du Brent. En effet, la semaine du 14 décembre le prix du baril est tombé sous les 40\$ (cf. édito de la lettre hebdomadaire du 11-12-2015). Il pourrait toutefois s'agir d'un épiphénomène lié à la sur-réaction des marchés à la réunion de l'OPEP et à la décision de ne pas restreindre sa production. Le pétrole pourrait donc se reprendre mais sans atteindre des niveaux élevés.

La politique budgétaire ne devrait donc pas retrouver de marges de manœuvre suffisantes pour stimuler activement l'activité. En outre, nous pensons que pour éviter le dérapage du déficit public et contenir la dette, de nouvelles restrictions budgétaires pourraient être mises en place. In fine, la consommation publique pourrait encore baisser de 0,8 % en 2016 (cf. tableau ci-contre).

Dans notre scénario central, nous prévoyons une stabilisation de la croissance mondiale à 3,1 % et une décélération de la croissance chinoise à 6 % de sorte que la demande étrangère ne devrait pas non plus constituer une force de soutien. En 2016, nous misons sur une croissance des exportations russes de 1,5 % c'est-à-dire inférieure à celle de 2015 sous l'effet d'une stabilisation du rouble.

**L'investissement et la consommation des ménages devraient être moins dégradés mais ne devraient pas enregistrer de rebond spectaculaire**

Du côté de l'investissement, selon certains analystes, la fin des sanctions liées à la crise ukrainienne pourrait apporter une importante bouffée d'oxygène. Elle pourrait notamment comme nous le montrons dans le texte 3 (Flux obligataires: BRICS, à chacun son histoire!) favoriser un retour des capitaux domestiques. Mais les entrées de capitaux étrangers, a priori plus dépendants d'une histoire pétrole, devraient être limitées dans un environnement de prix bas. Aussi, même si les sanctions étaient levées, ce qui n'est pas certain du tout, les effets sur l'investissement seraient contenus. Par contre, la forte dépréciation du rouble a entraîné des gains de compétitivité qui, s'ils ne se sont pas traduits par un rebond massif des exportations, pourraient attirer les investissements directs étrangers du fait d'une main d'œuvre meilleure marché et favoriser l'investissement.

De même, sous l'hypothèse d'une stabilisation des prix du pétrole et du rouble, l'inflation devrait décélérer et permettre à la Banque Centrale de diminuer ses taux (à l'horizon fin 2016, nous prévoyons une baisse de taux directeurs de 125 pb). L'investissement devrait donc profiter de cet assouplissement monétaire ainsi que d'une demande interne moins affaiblie. En effet, une moindre inflation couplée à des taux plus bas, devrait soutenir la consommation. Néanmoins en l'absence de reprise du marché du travail et de hausses des salaires nominaux, la consommation des ménages ne devrait pas renouer avec une croissance positive. En 2015 la chute de la consommation des ménages devrait être proche de 9 %, en 2016 nous anticipons une baisse de moindre ampleur (-1,7 %). Au total, l'investissement devrait continuer de baisser mais moins qu'en 2015.

**2017 : le bout du tunnel ?**

Pour conclure, en l'absence de chocs supplémentaires, la Russie devrait renouer avec des taux de croissance positifs à l'horizon 2017. En effet, après un ajustement drastique, la demande interne devrait rebondir. Toutefois l'ajustement à la forte chute des prix des matières premières aura été plus long que par le passé, les sanctions liées à la crise ukrainienne ne favorisant pas non plus une reprise rapide. À moyen terme, les prix des matières premières se maintiendront probablement à des niveaux durablement bas et le marché des matières premières sera certainement marqué par une forte volatilité. Dans un tel environnement, la Russie, en l'absence d'importantes réformes structurelles lui permettant de limiter sa dépendance aux secteurs énergétiques, pourrait voir sa croissance potentielle se dégrader d'autant que sa population est vieillissante.



L'environnement extérieur (prix des matières premières et demande mondiale) continuera de peser sur la reprise



Croissance du PIB et de ses composantes				
	2014	2015	2016	2017
<b>PIB</b>	0,6	-4,5	-1,8	0,5
<b>Consommation privée</b>	1,6	-8,7	-1,7	1,2
<b>Investissements</b>	-4,7	-10,6	-5,0	1,0
<b>Consommation publique</b>	0,0	-1,5	-0,8	0,0
<b>Exportations</b>	-0,2	2,0	1,5	1,0
<b>Importations</b>	-7,4	-27,7	-2,0	5,5



Peu de facteurs de soutien en interne en 2016



En l'absence de nouveaux chocs, la Russie devrait renouer avec des taux de croissance positifs en 2017



### 3 Flux obligataires : BRICS, à chacun son histoire !

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*  
JULIEN MOUSSAVI, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

#### Les contextes économique et (géo) politique ne favorisent pas les flux de capitaux vers les émergents

Dans l'encadré « Flux de capitaux vers les marchés émergents » publié dans le Cross Asset de novembre 2015 (page 58), il a été montré que les flux de capitaux au titre des investissements de portefeuille en direction des pays émergents ont encore chuté de 25 % cette année. Cette analyse est fondée sur des estimations réalisées à partir de la base EPFR qui est certes partielle mais qui constitue d'après plusieurs études académiques une bonne approximation des évolutions de flux de portefeuilles.

Plusieurs facteurs semblent à l'origine de ces sorties massives. La forte chute des matières premières, les incertitudes liées au ralentissement chinois ainsi que la normalisation de la politique monétaire de la Fed sont autant de facteurs communs ayant joué négativement sur ces flux. Mais à ces chocs économiques et communs à la plupart des pays émergents, se sont ajoutés un certain nombre de chocs idiosyncratiques de nature politique et/ou géopolitique (crise ukrainienne, élections dans de nombreux pays, crise politique au Brésil, etc.).

Dans cet article, nous nous focalisons sur les marchés obligataires des BRICS et tentons de mettre en évidence d'éventuelles divergences entre les flux de capitaux des résidents et ceux des non-résidents. Dans un premier temps, il apparaît intéressant de faire un parallèle entre Brésil, Russie et Afrique du Sud, tous exportateurs nets de matières premières donc sensibles aux variations de prix observées sur ces marchés mais aussi au ralentissement de la Chine, premier importateur de ces mêmes matières premières. Ces pays ayant été également affectés par des chocs spécifiques d'ordre (géo) politique, il paraît pertinent d'analyser si ceux-ci ont influencé les décisions d'investissements de portefeuille. Dans un second temps, Chine et Inde seront mises en perspective.

#### Brésil : la crise politique a pris le pas sur la crise économique

Au Brésil, les sorties de capitaux au titre des investissements de portefeuille ont commencé très tôt : avant l'annonce du *Taper Tantrum* par Bernanke à l'été 2013. En effet, depuis la crise de 2008, l'économie brésilienne a été maintenue artificiellement sous « perfusion » à savoir relance budgétaire, politique monétaire accommodante, hausse des subventions aux entreprises nationales, augmentation du crédit, etc. En 2013, la situation économique était déjà morose (croissance du PIB réel à 2 %, chômage élevé, hausse des inégalités, affaires de corruption) et la popularité de Dilma Rousseff commençait à se détériorer tout comme le sentiment des investisseurs tant domestiques qu'étrangers. Par la suite, la situation politique et économique n'a fait que se dégrader. Les sorties de capitaux ont été de plus en plus massives et n'ont cessé d'augmenter. D'après nos estimations issues de la base EPFR, celles des non-résidents représenteraient près de 70 % du total de ces sorties. Il est manifeste que ces sorties de capitaux ont été accrues par la forte chute des prix des matières premières et il pourrait être tentant d'établir un lien de causalité élevé. Mais cette analyse pourrait être partiellement erronée. Les sorties de capitaux semblent davantage liées à la fragilité des fondamentaux économiques du Brésil, que la chute du prix des matières premières et la crise politique actuelle ont exacerbée.

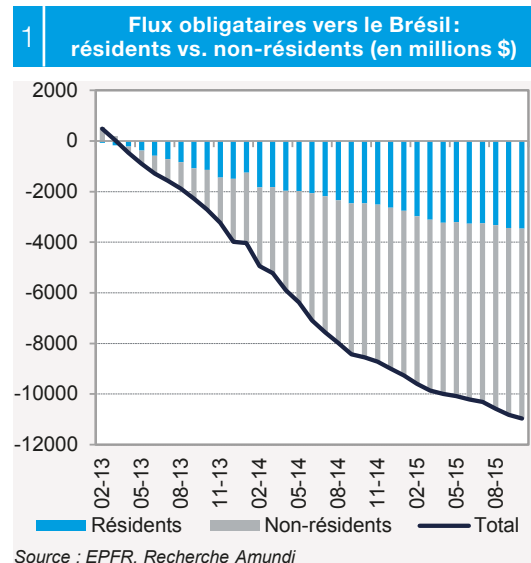
Pour 2016, eu égard à l'évolution catastrophique de la crise politique (demande de destitution de Dilma Rousseff, arrestations en série de politiciens de tous partis pour cause de corruption, démission du très respecté Joaquim Lévy Ministre des Finances) et au peu de perspectives d'amélioration de la croissance mondiale, la tendance observée depuis début 2013 a peu de chances de s'inverser à un horizon court.

#### L'essentiel

Depuis 2013 et plus particulièrement depuis l'annonce du *Taper Tantrum* de Ben Bernanke, les économies émergentes ont enregistré des sorties massives de capitaux qui sont aujourd'hui encore, importantes. Pour autant, les situations diffèrent d'un pays à l'autre.

Si on considère les seuls BRICS, il apparaît qu'en dehors d'une histoire commune liée aux prix des matières premières et au ralentissement chinois, les chocs spécifiques ont été à l'origine des mouvements de flux de capitaux des résidents et des non-résidents. Peut-on prévoir une amélioration de la situation pour ces pays — et plus particulièrement pour les BRICS — en 2016 ?

“ Depuis 2013, le monde émergent est affaibli par des sorties massives de capitaux... ”



“ Le pétrole n'explique pas tout ! ”

**Russie : les sorties massives de capitaux sont principalement le fait des résidents en lien avec la crise ukrainienne**

La décomposition des flux de capitaux entre résidents et non-résidents est particulièrement riche d'enseignements. Tout d'abord, notons que les flux de capitaux des résidents sont liés principalement à la crise ukrainienne. En effet, dès le début du conflit en novembre 2013, les flux de capitaux des résidents ont commencé à diminuer et au printemps 2014, nous assistions à des sorties massives. Depuis, malgré la forte volatilité des cours des matières premières, nous n'observons pas d'accroissement du phénomène. Du côté des capitaux des non-résidents, l'histoire n'est pas tout à fait la même. Tout comme au Brésil, les sorties de capitaux des non-résidents ont débuté dès le début 2013. Mais la comparaison s'arrête là. En effet, malgré les chocs qui ont et continuent d'affecter la Russie (conflit avec l'Ukraine et chute des prix des matières premières), les sorties de capitaux des non-résidents se sont stabilisées. Il y a même eu de nouvelles entrées de capitaux de la part des non-résidents au printemps 2015 lorsque le cours du pétrole a légèrement rebondi. Depuis l'été, sans doute en raison des incertitudes qui pèsent sur le ralentissement chinois et sur les marchés des matières premières, nous assistons à de nouvelles sorties de capitaux des non-résidents mais qui pour l'instant restent modérées. Néanmoins, si le cours du pétrole venait à baisser de nouveau et de manière durable, on ne peut exclure une accélération des sorties de capitaux de Russie.

**Afrique du Sud : le ralentissement chinois apparaît comme l'élément déclencheur**

Alors que les flux de portefeuille semblaient relativement stables, voire en légère hausse pour les investisseurs domestiques au premier semestre 2015, l'été 2015 marque un changement de régime avec de fortes sorties de capitaux des résidents comme des non-résidents. Cet événement coïncide avec la forte chute de la bourse chinoise et de la dévaluation du yuan. Il se pourrait donc que, face à l'incertitude du ralentissement chinois et en raison des liens commerciaux et financiers qui unissent l'Afrique du Sud à la Chine, les investisseurs aient réévalué le risque sud-africain. Aussi, tant que les interrogations sur la stabilisation de l'économie chinoise et du prix des matières premières resteront fortes, l'Afrique du Sud pourrait peiner à attirer les capitaux. Par ailleurs, l'attitude du Président Zuma au cours de la semaine du 14 décembre ne fait qu'entacher la crédibilité des autorités sud-africaines et par conséquent leur politique économique. En effet, Zuma a limogé son Ministre des Finances pour le remplacer par un « illustre » inconnu. Sous la pression des marchés et des agences de notation, il a fait machine arrière en nommant 4 jours plus tard un ancien Ministre des Finances, Gordhan, connu pour son orthodoxie. Bien que ce changement soit de bon augure, il n'empêche que le mal a été fait ou qu'il jette pour le moins un doute sur l'intégrité du Président qui a déjà été impliqué dans de nombreux scandales et affaires de corruption. En outre, avec la chute des prix des matières premières, l'industrie minière sud-africaine a été fortement impactée et des licenciements massifs sont en cours. On ne peut donc exclure une crise sociale et donc une impossibilité pour le Ministre des Finances de mettre en œuvre les réformes nécessaires.

**Chine : l'éclatement de la bulle sur les marchés d'actions à l'été 2015 a entamé la confiance des investisseurs étrangers**

Les investisseurs étrangers, peu présents sur les marchés d'actions chinois, par ailleurs fortement réglementés, ont investi massivement sur les marchés obligataires ces dernières années. L'éclatement de la bulle spéculative sur les marchés d'actions chinois à l'été 2015 et la dévaluation du yuan ont ravivé les interrogations quant au ralentissement de la Chine qui se sont notamment traduites par d'importantes sorties de capitaux quasiment sans aucun discernement ni sélectivité sur l'ensemble des marchés d'actions d'Asie émergente, Chine en tête. Cette érosion de la confiance s'est très rapidement matérialisée sur les marchés obligataires chinois. En effet, sur le seul mois d'août 2015, considéré comme l'épilogue de ce krach boursier, le renversement de tendance s'est fait très brutalement et c'est près de 1,5 Md \$ qui s'est évaporé du seul fait des

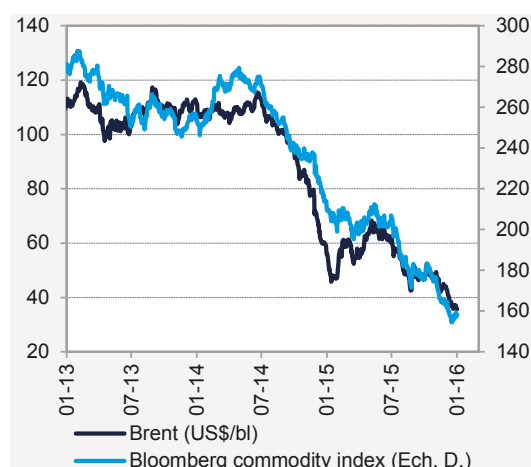


Les crises (géo) politiques sont des catalyseurs bien plus forts



2

**Prix des matières premières**



Source : Datastream, Recherche Amundi

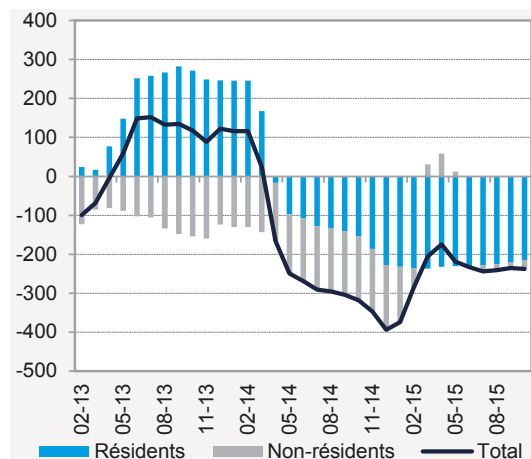


Le ralentissement chinois est aussi un facteur important



3

**Flux obligataires vers la Russie : résidents vs. non-résidents (en millions \$)**



Source : EPFR, Recherche Amundi



sorties de capitaux des investisseurs étrangers (selon les données d'EPFR). En outre, les interrogations sur le ralentissement chinois se sont estompées au profit de nombreuses tractations quant à l'inclusion du Renminbi aux Droits de tirage spéciaux (DTS) du FMI. En novembre 2015, le Renminbi a donc rejoint les quatre devises de réserves historiques avec un poids de 14 % dans le panier. À la suite de l'inclusion de la devise chinoise aux DTS et dans un contexte de prix du pétrole de nouveau orienté à la baisse, les investisseurs étrangers ont commencé à revenir sur les marchés obligataires, profitant d'une fin d'année calme sur le front des nouvelles macroéconomiques chinoises.

**Inde : le pays est épargné par les sorties de capitaux, les investisseurs étrangers restant peu présents sur les marchés obligataires**

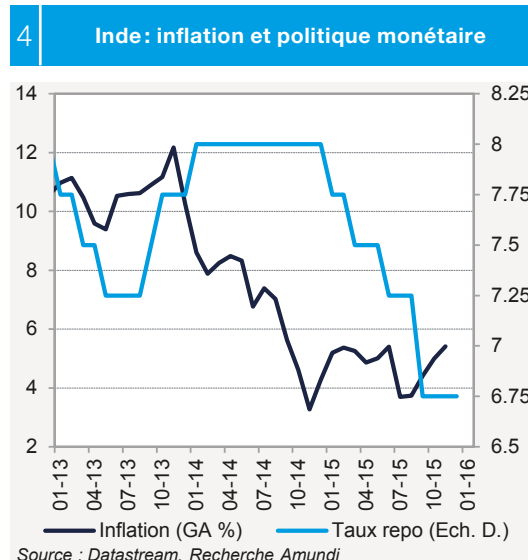
D'un point de vue macroéconomique, l'année 2015 a été marquée par l'assainissement des finances publiques, qui, couplé au recul de l'inflation, a ouvert la voie à un assouplissement monétaire. En effet, grâce à la crédibilité retrouvée de la Banque centrale indienne (RBI) et au changement d'orientation politico-économique sous l'égide de l'administration de Narendra Modi, l'Inde en vient à être comparée à la « Nouvelle Chine ». Le rééquilibrage des politiques budgétaire et monétaire est un soutien clair à la croissance : l'Inde a vu ses prévisions de croissance relevées pour 2016 (+7,4 % dans notre scénario central, tout comme le consensus) et 2017 (+7,2 % dans notre scénario central, et +7,7 % pour le consensus). De plus, la chute des prix du pétrole constitue une véritable aubaine pour l'Inde, et ce à plusieurs titres : (i) une baisse de l'inflation *de facto*, (ii) une réduction du déficit budgétaire car l'Inde est un grand importateur de pétrole induisant *in fine* (iii) une baisse du déficit commercial. En l'espace d'à peine deux ans, l'Inde est passé du groupe des « Fragile Five » à « l'investment case » de l'année 2015. Le pays a donc attiré des capitaux, principalement domestiques, sur les marchés obligataires. 2016 devrait être de même nature que 2015, à savoir que la tendance à l'entrée des flux de capitaux devrait continuer, voire même augmenter du côté des investisseurs étrangers, si tant est qu'aucun choc externe majeur ne se manifeste.

**En termes de flux de portefeuille obligataires pour les BRICS, l'année 2016 sera en demi-teinte**

En conclusion, les sorties massives de flux de portefeuille enregistrées en 2015 sur les marchés obligataires des BRICS ont une histoire commune liée à la faiblesse des prix des matières premières et aux interrogations quant au ralentissement chinois. Cependant, chacun des BRICS a connu des chocs idiosyncratiques de nature politique et/ou géopolitique, exacerbant les sorties de capitaux. Mis à part le cas de l'Inde qui reste « l'investment case » de l'année 2015 et qui a donc vu l'essor de son économie accompagné par d'importantes entrées de capitaux, Brésil, Russie, Chine et Afrique du Sud ont été affectés par des chocs spécifiques. Au vu de la situation propre à chaque pays étudié dans cet article, il apparaît plus que probable que le Brésil et l'Afrique du Sud restent englués dans leurs problèmes politiques sans parler d'éventuelles crises sociales qui pourraient éclore ; les sorties de capitaux devraient donc continuer en 2016. Dans le cas de la Russie, le dénouement de la crise ukrainienne ainsi qu'une relative stabilité du prix du pétrole pourraient être un contexte propice aux retours des flux de portefeuille, notamment de la part des investisseurs domestiques. Du côté de la Chine, les flux de portefeuille commencent déjà à revenir fin 2015 et 2016 pourrait être une année décisive pour les investisseurs domestiques. Enfin, l'Inde pourrait voir la tendance haussière déjà à l'œuvre en 2015 perdurer en 2016.



L'Inde est devenu le nouvel *investment case*



## 4 Zone euro : le risque déflationniste plie mais ne rompt pas

TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Le risque de voir s'établir, en zone euro, un processus déflationniste auto-entretenu paraît aujourd'hui nettement moins élevé qu'il y a un an, grâce à l'effet cumulé de l'intervention (et de la communication) de la BCE et d'une reprise économique un peu plus forte que ce qui était attendu fin 2014. Malgré le nouveau recul du prix du pétrole, et alors que la pondération de l'énergie dans le panier de calcul de l'indice IPCH (Indice des Prix à la Consommation Harmonisé) de la zone euro va être réduite début 2016 (il était de 10,6 % en 2015), l'inflation annuelle telle que mesurée par cet indice va graduellement regagner du terrain après avoir évolué dans le rouge durant une bonne partie de 2015. Cette inflation « générale » devrait donc réduire progressivement son écart avec l'inflation « sous-jacente » (hors énergie et alimentation), aujourd'hui légèrement inférieure à 1 % sur un an.

Pour autant, cette amélioration ne supprimera pas, loin de là, tous les facteurs déflationnistes (ou tout du moins désinflationnistes) susceptibles à la fois de freiner la reprise économique actuelle (par leur effet sur les taux réels) et de maintenir une grande vulnérabilité à un véritable risque de déflation en cas de choc négatif sur la croissance. Dans le scénario, aujourd'hui relativement consensuel, de poursuite de la reprise à un rythme modéré, le plus probable est que l'inflation restera durablement basse, sans toutefois éviter une forte hétérogénéité à la fois sectorielle (susceptible de rétroagir de façon complexe sur la croissance) et géographique (susceptible d'accroître les tensions entre États membres). Cette perspective est lourde d'implication tout d'abord en termes de politique monétaire commune, mais également de nécessaire traitement microéconomique (réformes structurelles) et de vigilance vis-à-vis de l'accentuation de certains risques politiques.

### Aujourd'hui, un environnement d'inflation durablement faible plutôt que de déflation.

L'inflation sous-jacente a touché, début 2015, un plus bas depuis la création de la monnaie unique, à 0,6 % sur un an. La transmission de la baisse du cours du pétrole a alors certainement joué (l'inflation sous-jacente n'y est pas imperméable, puisque presque tous les biens et services intègrent une composante pétrolière ou énergétique dans leur structure de coûts de production, dont la baisse est toujours susceptible d'être répercutée en partie sur le prix de vente). Cependant, les pressions désinflationnistes n'avaient pas attendu la baisse du prix du baril pour se manifester en zone euro : rappelons que, depuis la grande récession de 2009-2010, l'inflation sous-jacente ne s'est jamais durablement rétablie au-dessus de 1,5 % par an et que les indices généraux d'inflation étaient déjà en territoire légèrement négatif dans certains pays périphériques (Espagne et Portugal, pour ne pas parler du cas extrême de la Grèce) début 2014 (cf. graphique 3).

L'inflation sous-jacente s'est, depuis, légèrement redressée (+0,9 % en décembre 2015, soit une contribution à l'inflation générale de 0,7 pp, cf. graphique 1) mais continue de manquer de souffle, en quasi-stagnation depuis l'été et incapable de dépasser durablement le seuil de 1 %.

Pour autant, au moins deux signaux forts indiquent que la zone euro est en train de repousser, au moins temporairement, le spectre d'une dynamique déflationniste auto entretenue :

- **Les composantes sectorielles de l'inflation sont presque toutes positives** : rappelons que l'un des signaux d'alerte généralement reconnus concernant la menace déflationniste (critère évoqué à maintes reprises par la BCE) est celui de la diffusion de baisses de prix à de nombreux secteurs. Or, que l'on examine leurs tendances avec un recul d'un an ou de deux ans (avec un filtre en moyenne mobile 3 mois), aucune des 10 composantes de premier niveau de l'inflation sous-jacente n'est en baisse (cf. graphique 4),

## L'essentiel

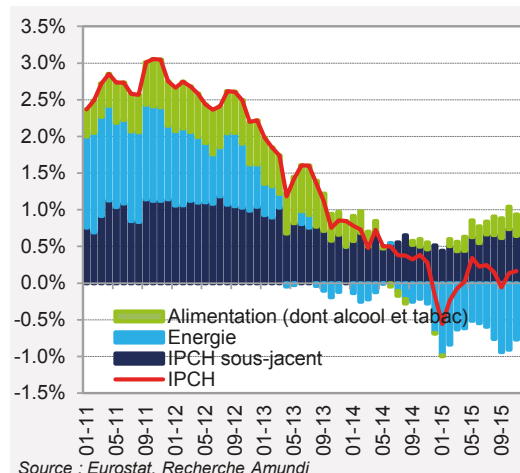
**Action de la BCE et reprise économique obligent, le risque d'installation, en zone euro, d'un processus désinflationniste auto-entretenu est aujourd'hui moins élevé qu'il y a un an. Les facteurs désinflationnistes n'ont pas disparu pour autant.**

Au-delà des effets liés au pétrole, l'inflation sous-jacente restera très basse cette année, laissant la zone euro très vulnérable en cas de nouveau choc adverse. Cette situation garantit au moins un biais accommodant en termes de politique monétaire (voire beaucoup plus si la reprise actuelle devait s'interrompre prématurément). Les conséquences de cette inflation basse sur la croissance elle-même se sont révélées, en revanche, plus complexes qu'il n'y paraît, l'hétérogénéité sectorielle et géographique de l'inflation étant source de problèmes et risques spécifiques.



Les prix restent en légère hausse dans la majorité des grands secteurs

1 Zone euro: inflation générale et inflation sous-jacente



Le déflateur du PIB fait état d'une inflation un peu plus élevée que l'IPCH sous-jacent

si ce n'est la catégorie Communications, un poste à fort contenu technologique éminemment sujet à une vertueuse déflation de productivité (et de concurrence) et structurellement en territoire négatif depuis bien avant la crise de 2009-2010.

- **Le déflateur du PIB progresse et montre une marge de sécurité supplémentaire par rapport à ce qu'indique l'IPCH sous-jacent.** Ce déflateur intègre les prix des biens d'investissement (équipement et immobilier), ajoute ceux des exportations et élimine les prix importés. Bien qu'imprécis et souvent révisé, il indique aujourd'hui un environnement économique domestique un peu plus inflationniste que celui reflété par les seuls prix à la consommation (+1,3 % sur un an au T3 2015, après un point bas à 0,8 % au T2 2014, cf. graphique 5). Notons à cet égard que le retour des prix de l'immobilier à l'achat sur une trajectoire légèrement positive après les violents éclatements de « bulles » des dernières années a probablement supprimé l'un des facteurs de déflation économiquement (comme psychologiquement) les plus déterminants, bien que non mesuré directement dans l'IPCH. Plus précisément, notons que le déflateur de la composante investissement du PIB de la zone euro, après un point bas à +0,2 % au T2 2013, se redresse graduellement (+0,6 % au T3 2015).

**Peu d'accélération de l'inflation en vue, notamment sur les services**

**Cependant, malgré cette amélioration, l'environnement économique de la zone euro reste peu à même de générer une accélération de l'inflation.**

- Tout d'abord, à l'inverse de son effet, très rapide, sur la composante énergie des prix (tout au plus deux mois de décalage, comme visible sur le graphique 2), la **baisse du pétrole** va peser sur les diverses composantes de l'inflation sous-jacente de façon beaucoup plus différée, voire durable imprimant sa marque durant l'année 2016.

- De plus, les principales variables économiques habituellement considérées comme déterminantes en matière de pressions inflationnistes domestiques ne seront pas, avant longtemps, en état d'entraîner une accélération (en se limitant ici à leur effet sur l'inflation des services, celle des biens intégrant également une forte composante liée au taux de change) :

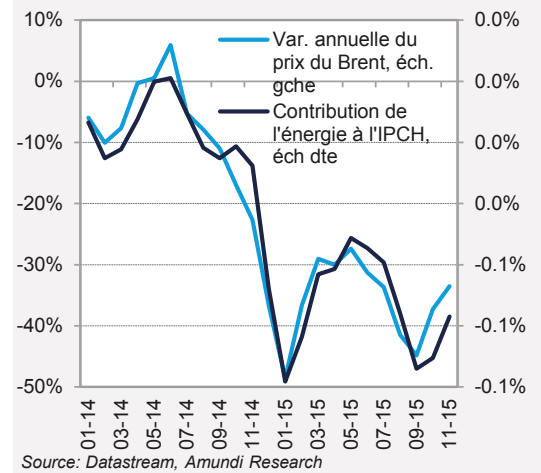
- **Les anticipations d'inflation à long terme** (telles que celles mesurées par les instruments de marchés) sont bien en deçà de 2 % par an. Cependant, bien que très suivies, leur pouvoir prédictif est sujet à caution puisque leurs mouvements de court terme ont été, récemment, très liées à l'évolution de l'IPCH (et donc du pétrole).
- **L'output gap** (cf. graphique 6), quelques soient les différences de mesures entre les grandes institutions internationales, reste largement négatif (-2 % en 2015 d'après l'OCDE) et devrait, malgré un léger redressement, le rester en 2016 et 2017.
- **L'état toujours dégradé du marché du travail** ne laisse pas entrevoir, à l'horizon 2016 du moins, la baisse du taux de chômage en deçà du seuil susceptible de déclencher une pression haussière sur l'inflation (Nairu, estimé à 9,4 % par l'OCDE, contre un taux de chômage à 10,5 % en octobre 2015 et qui n'a reflué que de 1 pp en un an). De plus, le cas des États-Unis, en avance sur la zone euro dans le cycle économique actuel, attire l'attention sur le fait que le niveau du Nairu pourrait être revu en nette baisse.
- Aucun signal d'accélération n'est décelable sur le **coût unitaire du travail** (cf. graphique 6) tant en raison de gains salariaux très modestes que d'une productivité qui continue de s'améliorer (bien que lentement).
- Enfin, une partie des **réformes** recommandées par les institutions européennes (et mises en œuvre notamment par les pays ayant bénéficié de plans d'aide internationaux) visent justement à faire baisser les prix (ou contenir leur hausse) dans certains secteurs où les marges sont jugées excessives et/ou la concurrence est perçue comme insuffisante. En ce sens, **une partie des pressions déflationnistes en zone euro est bien recherchée et perçue comme vertueuse**, comme l'a été celle du pétrole



Les niveaux de l'output gap et du chômage ne plaident pas pour une accélération



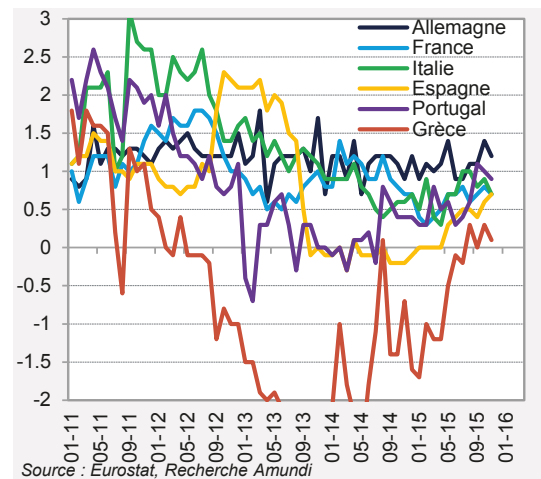
**2 Propagation de la baisse du cours du pétrole à l'IPCH**



L'inflation négative n'a pas empêché une forte reprise en Espagne



**3 Indices IPCH sous-jacents par pays**



(et susceptible, comme cette dernière, de produire un effet de reflation sur d'autres secteurs). Notons cependant que ces réformes se combinent avec des politiques d'austérité intégrant parfois, à l'inverse, des hausses de prix réglementés destinés à soulager les finances publiques, portant sur des biens et services également peu concurrentiels (rappelons par exemple qu'en Espagne, entre décembre 2011 et décembre 2012, en pleine récession, la composante santé de l'indice d'inflation a augmenté de... plus de 13 %!).

**La dépréciation de l'euro permettra un léger redressement de l'inflation des biens hors énergie**

Peu susceptible d'être tirée par les services, l'inflation sous-jacente devrait, en revanche, bénéficier d'une **dynamique un peu plus forte de l'inflation des biens hors énergie et alimentation** (qui relève progressivement la tête après avoir été très faible ou négative en 2014 et durant l'essentiel de 2015). Ceci est dû essentiellement à l'effet du taux **de change via les prix importés** (alors que la persistance de capacités excédentaires va continuer de limiter les pressions inflationnistes domestiques, cf. graphique 8).

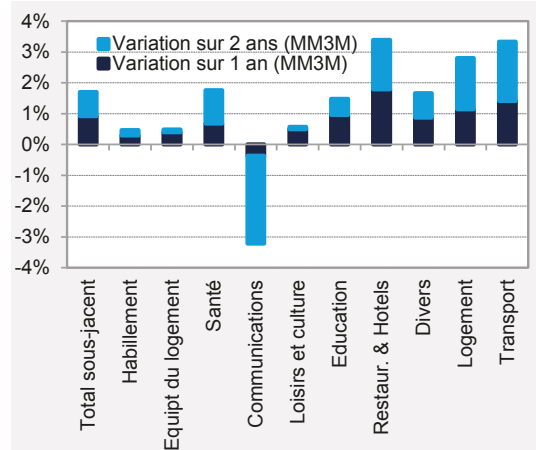
La baisse de l'euro s'est en effet transmise assez rapidement aux prix importés. Son effet sur l'ensemble des prix industriels hors énergie, bien que considérablement différé et amorti, a néanmoins été clairement perceptible lors des fluctuations passées (cf. graphique 9). Par conséquent, en supposant une stabilité du change en 2016 (ce qui correspond à notre scénario central), une partie de l'effet de la baisse de 2014-2015 du taux de change effectif de l'euro devrait encore apporter une contribution positive de l'ordre de 0,2 à 0,3 pp cette année (une perspective cohérente avec les ordres de grandeurs d'un modèle tel que celui (*Global Model*) de l'OCDE, suivant lequel une dépréciation de 10 % du taux de change effectif de l'euro – correspondant à peu près au mouvement observé entre le niveau moyen de 2014 et celui de 2015 - se traduit par une accélération de l'inflation de l'ordre de 0,3 pp environ, chaque année pendant trois ans).

Au total, dans le scénario de croissance que nous privilégions (progression du PIB d'environ 1,5 % en 2016, sans accélération supplémentaire en 2017) l'inflation progressera donc, mais de façon très limitée. Nos prévisions, +0,9 % en 2016 et +1,5 % en 2017 sont à présent comparables, bien qu'encore légèrement inférieures, à celles récemment révisées en baisse de la BCE (+1 % en 2016, +1,6 % en 2017).

**Un tel scénario a plusieurs implications en termes de croissance et de policy mix :**

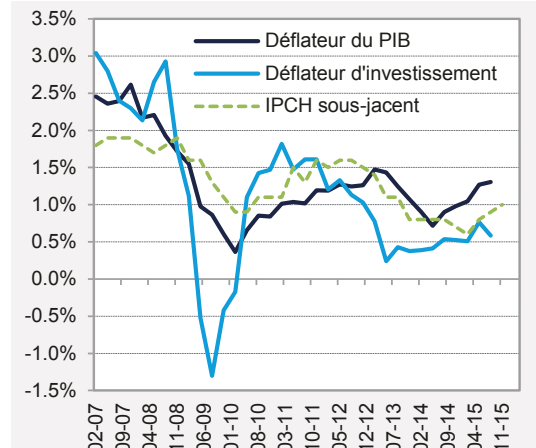
- Une première implication concerne la politique monétaire. L'inflation en zone euro ne retrouvera pas, avant longtemps, la marge de sécurité nécessaire pour prévenir l'installation d'une dynamique déflationniste auto-entretenue en cas de choc inattendu sur la croissance. Alors qu'une quelconque normalisation de l'attitude de la BCE reste un horizon lointain (rien ne dit qu'elle pourra mettre fin à son programme d'achats d'actifs en février 2017), l'hypothèse qu'une inflation encore inférieure aux dernières prévisions de la BCE (*a fortiori* si s'y ajoute un accident de croissance interne ou externe) rend nécessaire l'utilisation d'outils non conventionnels plus ambitieux ne peut être exclue. Une première étape passerait probablement par une extension, dans le temps ou en volume, des mesures déjà mises en œuvre, voire par l'extension des achats d'actifs à de nouveaux marchés mais, au-delà, la nécessité d'ouvrir des passerelles entre politiques monétaires et budgétaires (financement monétaire d'un programme de relance) se posera probablement au cours des prochaines années.
- Une seconde implication concerne la façon dont cette inflation très faible rétroagit déjà sur la croissance économique elle-même. L'un des raisonnements les plus courants passe par les taux réels, accrus par la faiblesse de l'inflation, décourageant l'investissement, et que la politique monétaire ne corrige qu'imparfaitement et avec retard. Encore faut-il noter que la question de l'indicateur d'inflation à retenir (indice général, sous-jacent, indicateurs d'inflation anticipée, seuls prix de valeur ajoutée ?) ne peut être résolue simplement. Surtout, l'observation des

**4 Composantes sectorielles de l'IPCH zone euro, variation en % sur un an**



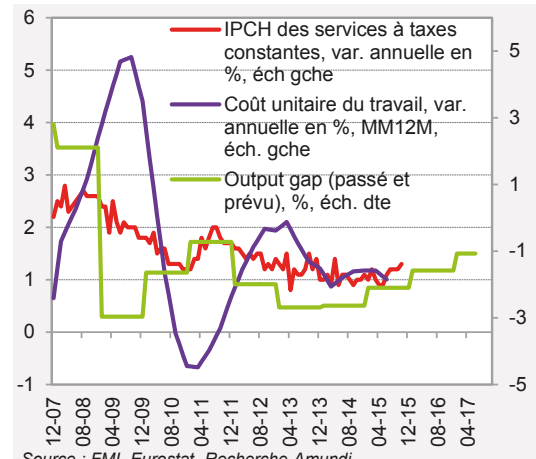
Source : Eurostat, Recherche Amundi

**5 Déflateur du PIB et déflateur de sa composante Investissement (variation annuelle)**



Source : Eurostat, Recherche Amundi

**6 Inflation des services, variation du coût unitaire du travail et Output Gap**



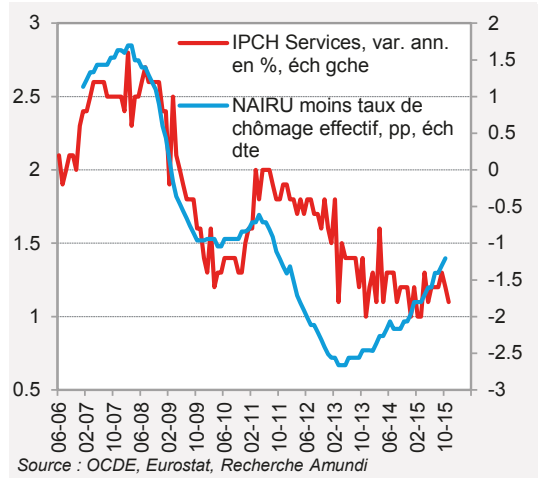
Source : FMI, Eurostat, Recherche Amundi

récents développements dans la périphérie de la zone euro montre que ce processus n'a rien de mécanique. Variable retardée par rapport à la croissance du PIB, l'inflation sous-jacente, comme celle des services, n'a, en général, touché son point bas qu'après le creux de la récession. Le cas de l'Espagne est particulièrement flagrant : **le passage de la majorité des indices d'inflation en territoire négatif fin 2013 ou début 2014 n'a en rien empêché l'amorce, à cette période, d'une reprise économique beaucoup plus forte qu'attendu.** L'effet taux réel a pu être présent et jouer négativement mais l'inflation très faible a probablement également facilité le rebond de la consommation des ménages (avant même que la baisse du cours du pétrole n'amplifie cette tendance).

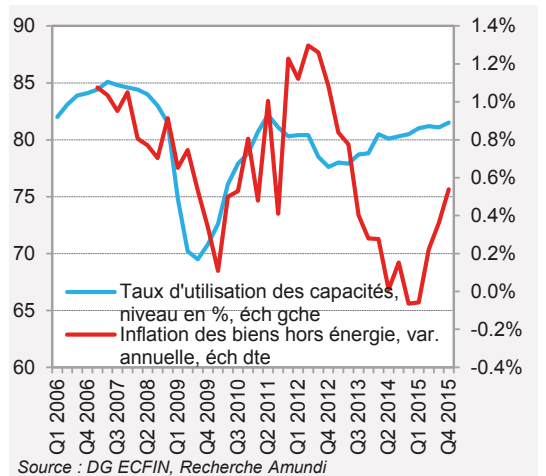
• **Au-delà du niveau général de l'inflation, son hétérogénéité sectorielle soulève également d'importants problèmes,** En effet, la faiblesse de l'inflation générale n'évacue pas le caractère particulièrement indésirable de certaines poches de forte inflation sectorielle lorsqu'elles concernent des secteurs à faible concurrence, à acheteurs captifs et/ou à demande inélastique. De telles hausses sont, par nature, susceptibles de générer sur d'autres secteurs des **effets d'éviction finalement déflationnistes** (à titre d'exemple, notons que, parmi les contributions positives à l'inflation sous-jacente figurant sur le graphique 4, l'apport du secteur « Hôtellerie et Restauration » relativement concurrentiel, est probablement une meilleure nouvelle que celui de la composante « logements », intégrant des marchés de services où prévalent de multiples barrières administratives ou géographiques à la sortie des acheteurs et à l'entrée des fournisseurs). Cette problématique dite des « marges excessives » tend à vider de sens durable la politique monétaire si elle n'est pas accompagnée de vigoureux efforts de réformes microéconomiques (portant sur le marché du travail mais aussi, et peut-être surtout, sur celui des biens et services, y compris les chantiers de refonte des institutions publiques, centrales ou locales, qui interviennent dans les mécanismes de fixation des prix dans de nombreux secteurs).

• **Enfin, en plus de l'hétérogénéité sectorielle, l'agrégat zone euro intègre évidemment des divergences très importantes entre États membres.** Certains des facteurs désinflationnistes listés plus hauts (*output gap* négatif, chômage élevé, coût unitaire du travail contenu, réformes déflationnistes) sont bien moins marqués en Allemagne (et dans d'autres pays du Nord) que dans la majeure partie du reste de la zone euro. Malgré d'autres facteurs désinflationnistes propres à l'Allemagne qui joueront en 2016 et 2017 (surcroît d'offre sur le marché du travail au fur et à mesure qu'une partie des réfugiés arrivés en 2015 intégreront la population active, absence de formule de réévaluation du salaire minimum qui a tiré le coût du travail à la hausse en 2015), un scénario opposant hausse sensible de l'inflation en Allemagne et stagnation ailleurs ne peut être exclu. Susceptible d'accentuer les tiraillements politiques au sein du conseil des gouverneurs de la BCE, voire de renforcer l'euro-scepticisme des catégories de population les plus hostiles à l'inflation, il remettrait sur le devant de la scène ce qui n'est que l'une des difficultés traditionnellement inhérentes à la politique monétaire commune, s'ajoutant aux autres défis qui ne manqueront pas de se présenter, au cours des années à venir, pour la cohésion de la zone euro.

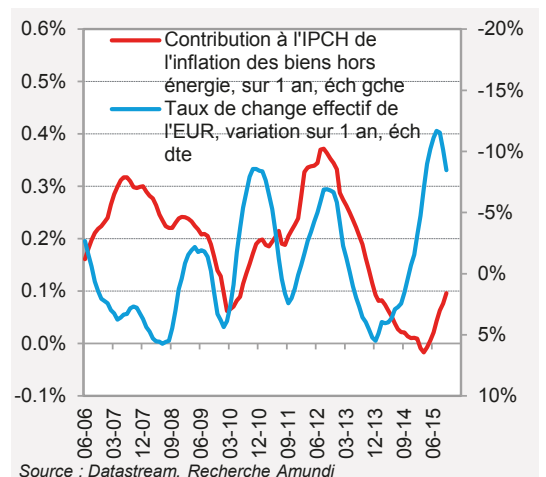
**7 Ecart par rapport au NAIRU et inflation des services**



**8 Taux d'utilisation des capacités et inflation des biens hors énergie, zone euro**



**9 Taux de change effectif de l'euro et contribution des biens hors énergie à l'IPCH**





## 5 Même si la BCE a déçu les marchés, son programme d'achats est spectaculaire

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Selon la quasi-totalité des commentateurs, la BCE « a déçu » les marchés lors du conseil des gouverneurs du 3 décembre. Le travail de communication de certains membres du conseil (Draghi, Praet) avait amené à penser que la BCE baisserait le taux de dépôt encore plus bas (les marchés attendaient une baisse à -0,40 % alors qu'il n'est finalement passé qu'à -0,30 %) et qu'elle augmenterait le rythme de ses achats d'actifs (elle a maintenu un rythme de 60 milliards d'euros d'achats mensuels). Pourtant, l'ampleur du programme d'achats d'actifs de la BCE reste très spectaculaire.

Le 3 décembre, la BCE a décidé d'étendre son programme d'achats de titres (APP) jusqu'à mars 2017. Celui se poursuivra même tant que les perspectives d'inflation ne seront pas rassurantes : un programme sans fin prédéterminée et une augmentation des montants étaient peut-être trop difficiles à faire accepter à la Bundesbank. Ainsi, pour 2016 et le T1 2017, l'Eurosystème devra donc acheter 900 Mds € de titres, dont 630 Mds € de titres souverains. Rappelons que sur les 12 derniers mois, l'offre nette de titres souverains en zone euro a été légèrement inférieure à 200 Mds €. Le rythme d'achats de titres souverains est supérieur à 250 % le rythme d'émissions nettes de titres, alors qu'à titre de comparaison, le QE3 de la Fed ne couvrait que 50 à 60 % des émissions nettes de titres du Trésor. **Ainsi, on peut raisonnablement dire que le QE de la BCE est bien plus puissant que celui de la Fed, en ce qui concerne son impact sur le marché obligataire.** Dans ce contexte, la pression sur les taux longs va donc rester forte quelque temps.

De plus, la BCE a annoncé qu'elle allait réinvestir « aussi longtemps que nécessaire » les obligations achetées dans le cadre du PSPP (*Public Sector Purchase Programme*) arrivant à maturité. D'après les déclarations de Mario Draghi, cette décision couplée à l'extension du PSPP jusqu'à mars 2017 représente une injection de liquidités additionnelle de 680 Mds € d'ici 2019, soit environ 6,5 % de PIB.

L'un des points les plus importants parmi les nouvelles mesures concerne l'extension du PSPP aux titres émis par les régions et les collectivités locales. Cela ressemble fort à une concession significative faite à l'Allemagne puisque cette décision est neutre pour la quasi-totalité des pays de la zone euro à l'exception de l'Allemagne où les titres de dette des régions représentent 30 % des titres de dette de l'État central. **Si de nombreux membres du conseil des gouverneurs se félicitent que les taux longs soient aussi bas, la Bundesbank ne souhaite manifestement pas que les taux soient trop bas.**

Dans sa dernière Revue de Stabilité Financière, la BCE rappelle notamment qu'« un environnement de taux bas constitue l'un des principaux risques pour le secteur européen des assurances ». En creux, on peut émettre l'hypothèse que les gouverneurs ne souhaitent pas voir les taux longs allemands baisser sous un certain seuil. La décision d'étendre le PSPP aux titres émis par les régions desserre temporairement la pression baissière sur les taux longs allemands mais il faudra vraisemblablement trouver une autre solution pour s'assurer que la baisse des rendements obligataires allemands ne soit trop importante. Mario Draghi a d'ailleurs annoncé que la BCE allait revoir certains détails techniques de son programme au printemps 2016. Une possibilité (difficile à obtenir politiquement) serait de diminuer la part des obligations allemandes dans les achats de titres pour augmenter celles des obligations périphériques).

Selon nous, les différentes décisions renforcent l'intérêt des positions de portage sur les pays périphériques, la pression relative sur les taux allemands devenant légèrement plus faible. Au passage, notons que la corrélation entre les taux allemands d'une part et les taux espagnols et italiens d'autre part a retrouvé ses niveaux d'avant la crise de la zone euro.

### L'essentiel

**Les marchés ont accueilli froidement le conseil des gouverneurs de la BCE de décembre. Ils attendaient davantage.**

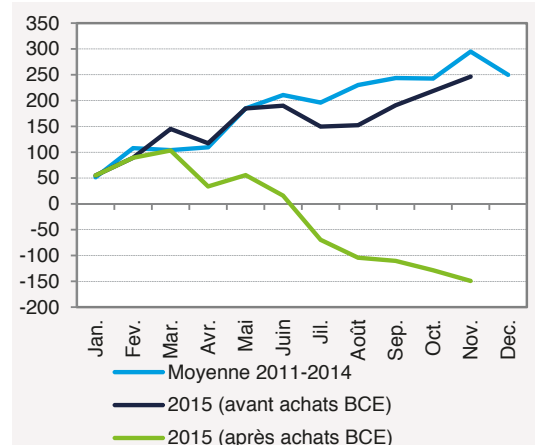
Pourtant, l'ampleur du programme d'achat d'actifs reste spectaculaire. Celui-ci devrait peser sur les taux longs et sur l'euro pendant encore un bon moment.



Le rythme d'achats de titres souverains est supérieur à 250 % le rythme d'émissions nettes de titres, alors qu'à titre de comparaison, le QE3 de la Fed ne couvrait que 50 à 60 % des émissions nettes de titres du Trésor



1 Zone euro : émissions nettes cumulées de titres souverains (en Mds €)

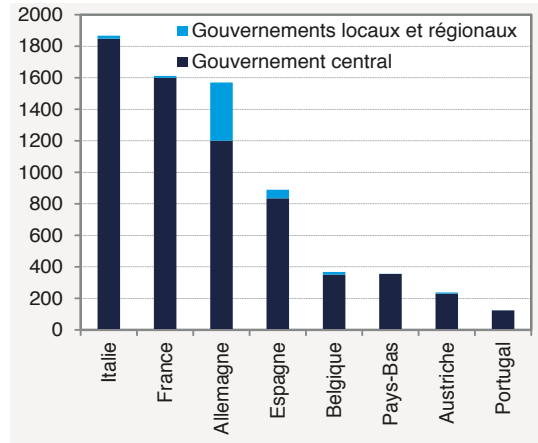


Source : BCE, Recherche Amundi

**La politique de QE continue de peser lourdement sur l'euro.** Alors que la zone euro dispose de l'excédent courant le plus élevé du monde (plus de 300 Mds € sur les quatre derniers trimestres), plus élevé même que celui de la Chine, les flux nets d'investissement de portefeuille sont si négatifs qu'il n'existe pas pour le moment de pressions haussières sur l'euro. De nombreux investisseurs hors zone euro ont quitté et quittent encore le marché obligataire européen, en raison de rendements trop bas ou négatifs. Le taux de détention des obligations souveraines zone euro par les investisseurs hors zone euro a continué de chuter ces derniers mois. Cela n'a pas vraiment de raison de s'arrêter à court terme.

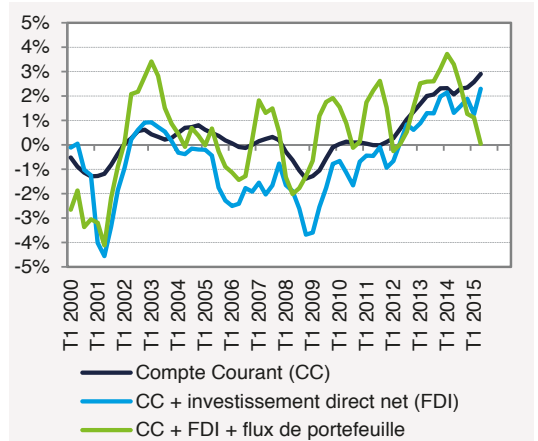
Qu'attendre de la BCE sur 2016 ? Si elle se poursuit, la poursuite des prix du pétrole, même si elle est théoriquement positive pour la croissance européenne, va mécaniquement peser sur les projections d'inflation et pourrait potentiellement amener la BCE à baisser davantage son taux de dépôt dans un premier temps. Ensuite, la tenue des économies émergentes sera vraisemblablement clé dans la décision ou non d'accroître le plan d'achats d'actifs.

**2 Montant de titres de dette souveraine (en Mds €, T2 2015)**



Source : Eurostat, Recherche Amundi

**3 Zone euro : balance basique élargie (en % du PIB)**



Source : Datastream, Recherche Amundi



## 6 Quelques précisions sur le FOMC 2016

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Les membres votants du FOMC ne sont pas les mêmes d'une année sur l'autre. Dans le format actuel, il y a dix membres votants : les cinq membres du conseil des gouverneurs (*Board of Governors*), le président de la Fed de New York (William Dudley) et quatre présidents de Fed régionales (parmi les présidents des 11 autres Fed régionales). Si les membres du conseil des gouverneurs et le président de la Fed de New York votent chaque année, ce n'est pas le cas pour les présidents de Fed régionales pour lesquels une rotation s'effectue chaque année. En 2015, les présidents de Fed régionales votants étaient Charles Evans (Chicago), Jeffrey Lacker (Richmond), Dennis Lockhart (Atlanta) et John Williams (San Francisco). Lacker est clairement un faucon, Lockhart l'est un peu moins alors que Williams et Evans font plutôt partie des colombes. En 2016, les présidents de Fed régionales votants seront : James Bullard (St Louis), Esther George (Kansas City), Loretta Mester (Cleveland) et Eric Rosengren (Boston). Nous apportons dans la suite quelques éléments sur ces personnes, et notamment sur leurs votes lors des années précédentes.

**James Bullard** (président de la Fed de St Louis depuis avril 2008, a voté en 2010 et 2013) ;

- A voté « contre » la décision finale du FOMC en juin 2013 (il voulait que le FOMC établisse plus clairement sa volonté de lutter contre l'inflation basse).
- C'est l'un des membres du FOMC qui communique le plus et il fait régulièrement partie des classements des économistes les plus influents (*The Economist* par exemple).
- Malgré son vote « contre » de 2013, il est difficile de classer Bullard parmi les colombes ou les faucons. Par exemple, il a déclaré en décembre que ne pas relever les *fed funds* en septembre avait été une erreur.
- C'est l'un des membres du FOMC qui donne le plus d'importance à la « data-dependence » et il a indiqué récemment que des « pauses » pourraient intervenir dans le processus de normalisation.

**Esther George** (présidente de la Fed de Kansas city depuis octobre 2011, a voté en 2013) ;

- A voté « contre » lors de tous les FOMC de 2013 (exprimant ses craintes sur le fait que les politiques accommodantes induisent un dérapage des anticipations d'inflation), à l'exception du FOMC de décembre 2013 (annonce du début du *tapering* du QE3).
- A indiqué son souhait d'une remontée de *fed funds* dès le début 2015. Elle fait clairement partie des faucons du FOMC et ses projections de *fed funds* (« dots ») sont sans doute parmi les plus élevées, voire les plus élevées.

**Loretta Mester** (présidente de la Fed de Cleveland depuis juin 2014, n'a jamais voté) ;

- N'a jamais voté au FOMC.
- Fait vraisemblablement partie des membres les plus durs du FOMC. Loretta Mester s'est déclarée en faveur d'une première hausse de *fed funds* assez tôt dans l'année 2015. Toutefois, elle a déclaré que sa projection de *fed funds* de long terme (de septembre) était de 3,5 %, ce qui correspond à la médiane des projections.

**Eric Rosengren** (président de la Fed de Boston depuis juillet 2007, a voté en 2007, 2010 et 2013) ;

- A voté « contre » en décembre 2007 (voulait une baisse de *fed funds* plus conséquente) et en décembre 2013 (ne voulait pas du *tapering* du QE3).
- Fait partie des membres les plus colombes du FOMC.
- A indiqué en novembre qu'il souhaiterait voir les *fed funds* remonter au rythme anticipé par les contrats futures (signaux peu encourageants en ce qui concerne l'inflation et les salaires et croissance économique modeste). Il a récemment souligné les risques d'une possible bulle sur l'immobilier commercial.

### L'essentiel

**Comme chaque année, quatre présidents de Fed régionales perdent leur droit de vote au FOMC, remplacés par quatre de leurs confrères. Les quatre nouveaux votants semblent dans l'ensemble plus « faucons » que leurs prédécesseurs.**

Toutefois, il ne faut pas s'attendre à ce que cela change réellement la politique de *fed funds* en 2016. Comme nous le montrons, il est très courant que les présidents de Fed régionales soient plus faucons que les membres du conseil des gouverneurs. Ces derniers sont vraiment au centre du jeu et ce sont eux en priorité qu'il faut suivre.



Le fait que les nouveaux votants du FOMC soient davantage des faucons ne changera probablement pas grand-chose



**Le fait que les nouveaux votants soient davantage des faucons ne changera probablement pas grand-chose**

Globalement, l'équilibre des membres votants du FOMC penchera un peu moins du côté des colombes en 2016 qu'en 2015 mais il est peu probable que cela influe sur la politique de *fed funds*. En réalité, il est très courant que les présidents de Fed régionales soient plus « faucons » que les membres du conseil des gouverneurs. Pour étayer cela, examinons le détail des votes du FOMC sur la période relativement récente allant de 1990 à 2015, en utilisant la base de données de la Fed de St Louis (Thornton D. et D. Wheelock, 2014, "Making Sense of Dissents: a History of FOMC dissents").

Il y a eu 213 FOMC entre 1990 et 2015. Sur ces 213 comités, les décisions ont été prises à l'unanimité 126 fois. Pour les 87 autres FOMC, au moins l'un des votants s'est déclaré contre la proposition de politique. Au total, il y a eu 117 votes « contre » sur la période allant de 1990 à 2015. Sur ces 117 votes « contre », 21 seulement ont été des votes des membres du conseil des gouverneurs (Board) et 96 ont été des votes des présidents de Fed régionales.

- Sur les 21 votes « contre » des membres du conseil des gouverneurs, seuls 10 votes étaient en faveur d'une politique monétaire plus dure alors 6 votes étaient en faveur d'une politique plus accommodante (les autres votes « contre » portant sur des sujets autres que la politique monétaire). Il faut remonter à décembre 1994 pour voir un membre du conseil des gouverneurs voter « contre » car il souhaitait une politique plus dure (John LaWare) et à septembre 2005 pour voir un membre du Board voter « contre » car il souhaitait une politique plus accommodante (Mark Olson). À très peu d'exceptions près, les membres du conseil des gouverneurs votent ensemble.
- Sur les 96 votes « contre » des présidents de Fed régionales, 65 étaient en faveur d'une politique monétaire plus dure alors que seulement 13 étaient en faveur d'une politique plus accommodante (les autres votes « contre » portant sur des sujets autres que la politique monétaire). En moyenne, les présidents de Fed régionales sont bien plus « faucons » que les membres du conseil des gouverneurs et ils le mettent clairement en avant (cf. Lacker, George, Mester).
- On peut quasiment considérer que le président de la Fed de New York a un statut de gouverneur. En tout cas, jamais depuis les années 1980, un président de la Fed de New York n'a voté « contre » une proposition de politique monétaire.

Même si les présidents de Fed régionales (George, Mester, voire Bullard) réclament un rythme rapide de remontée des *fed funds* en 2016, le rapport de force est nettement en faveur des membres du conseil des gouverneurs, qui sont, eux, en moyenne bien plus « colombes ». Il faut donc bien s'attendre à ce qu'il y ait des votes « contre » réclamant davantage de remontée de *fed funds* en 2016 (George, Mester) mais il ne faut pas perdre de vue que c'est le conseil des gouverneurs qui est vraiment au centre du jeu.

**Comment interpréter les « dots » ?**

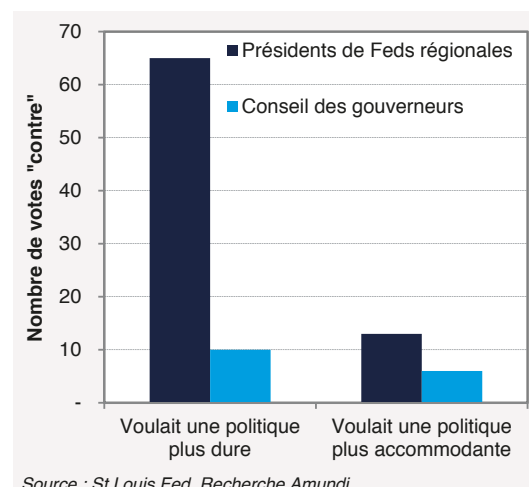
Actuellement, 17 personnes participent à l'élaboration des projections macroéconomiques du FOMC, et en particulier à l'élaboration des projections de *fed funds* (les « dots ») : les cinq membres du conseil des gouverneurs, le président de la Fed de New York et les présidents des 11 autres Fed régionales. **La grande difficulté pour interpréter ces projections est évidemment que celles-ci sont anonymes**, même si certains membres du FOMC dévoilent parfois leurs préférences lors de discours (typiquement Loretta Mester). **De plus, ces projections contiennent presque autant de bruit que de signal.** Considérons dans la suite un exemple très suivi par les marchés : les projections de *fed funds* à horizon fin d'année 2016. Sur les 17 « dots » fin d'année 2016, 7 concernent des présidents de Fed régionales qui ne votent pas. De plus, étant donné que les décisions portant sur les *fed funds* sont adoptées avec une majorité d'au moins 6 votes sur 10, on pourrait presque considérer que moins de la moitié des « dots » ont réellement de la



Il est très vraisemblable que la majorité des membres du conseil des gouverneurs projettent deux à trois hausses de *fed funds* en 2016, et pas quatre (comme le suggérerait la médiane des 17 projections)



1 Nombre de votes « contre » au FOMC, 1990-2015



La grande difficulté pour interpréter ces projections est évidemment que celles-ci sont anonymes

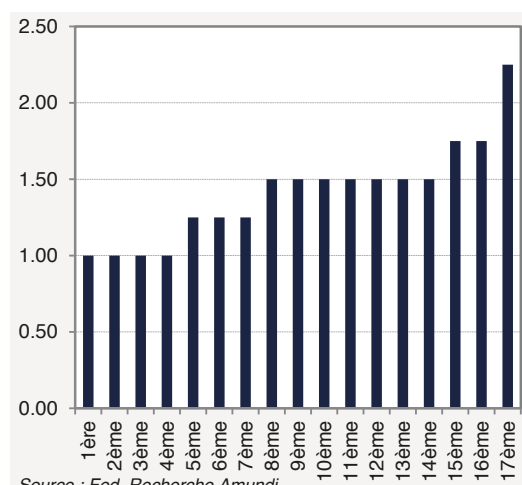


valeur. En réalité, toute la difficulté consiste à inférer où se trouvent les « dots » correspondant aux gouverneurs.

Parmi les 17 membres du FOMC, 4 envisagent deux hausses de *fed funds* en 2016, 3 en envisagent trois, 7 en envisagent quatre, les trois autres en envisagent davantage. Les trois projections de *fed funds* sont probablement imputables à Esther George, Jeffrey Lacker et à un autre président de Fed régionale (Mester ?), mais pas à des membres du conseil des gouverneurs (aucun ne s'étant montré partisan d'une politique de remontée rapide des taux). D'après les déclarations qu'il a faites récemment, Evans (non votant en 2016) a une projection de *fed funds* de 1 % pour la fin 2016. Cela doit également être le cas de Rosengren (votant en 2016), d'après la tonalité de ses discours. Les gouverneurs Brainard et Tarullo ayant fait des déclarations très prudentes sur la normalisation de la politique monétaire, on peut aisément imaginer qu'ils n'envisagent que deux hausses de *fed funds* en 2016. Janet Yellen et William Dudley ont, pour leur part, beaucoup insisté sur la « gradualité » du resserrement de *fed funds* et pourraient avoir une projection de *fed funds* de 1,25 % pour la fin 2016. Le fait que, comme nous venons de le voir, les présidents de Fed régionales sont généralement plus « faucons » que les membres du conseil des gouverneurs (il y a évidemment les exceptions Evans et Rosengren, et il y avait encore récemment Kocherlakota, qui a démissionné récemment), accréditent un peu plus cette hypothèse.

**En conclusion, il est très vraisemblable que la majorité des membres du conseil des gouverneurs projettent deux à trois hausses de *fed funds* en 2016, et pas quatre (comme le suggérerait la médiane des 17 projections).** Toutefois, il est important de garder à l'esprit que les « dots » n'ont pour le moment pas eu une grande valeur prédictive. En décembre 2014, 15 des 17 projections établissaient plus d'une hausse de *fed funds* en 2015 (la médiane en voyait 4).

2 Distribution des projections de *fed funds* pour la fin d'année 2016 (projections faites en décembre 2015)



## 7 Les opportunités du marché du crédit en euro

VALENTINE AINOZ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Le second semestre 2015 a été caractérisé par une résurgence de la volatilité. Les *spreads* se sont sensiblement écartés en août, en septembre et plus récemment en décembre en raison notamment des craintes croissantes concernant les conséquences du ralentissement économique de la Chine et de la baisse des prix du pétrole. Début 2015, les *spreads* des obligations IG et HY en EUR étaient respectivement de 97 pb et 409 pb. À l'heure où nous écrivons, ils ont augmenté de 42 pb et 164 pb, à 139 pb et 573 pb respectivement. Les indices ont atteint des plus hauts annuels et sont même revenus sur les niveaux observés en 2013. Nous continuons à tabler sur une reprise progressive des économies développées alimentée par la demande intérieure, malgré les craintes récentes entourant la faiblesse de la croissance mondiale. Comment se positionner dans ce contexte sur les marchés du crédit euro et dollar ?

### La configuration technique devrait rester favorable aux titres HY et, dans une moindre mesure, aux émetteurs BBB

En 2016, le **marché du crédit en euro sera soutenu par l'engagement de la BCE à conserver une politique monétaire accommodante**. La BCE a annoncé plusieurs mesures pour lutter contre une inflation trop faible, notamment une baisse du taux des dépôts des banques et une extension de son programme d'achat d'obligations jusqu'en mars 2017. Compte tenu des attentes des marchés, ces mesures sont plutôt décevantes. Quoi qu'il en soit, gardons à l'esprit que la politique de la BCE est très accommodante et qu'elle le restera pendant plusieurs années. Ces dernières années, les mesures de la BCE ont largement contribué à la baisse des rendements des obligations souveraines et d'entreprises. L'impact sur les marchés du crédit en euro a été mitigé.

**D'un côté, l'appétence pour le crédit devrait persister dans un contexte de faiblesse des taux souverains.** Les facteurs techniques devraient continuer à soutenir la quête de rendement. 20 % du marché obligataire de la zone euro offre déjà un rendement négatif, alors que 30 % de la dette présente un rendement proche de zéro. La dynamique de rendement devrait être plus favorable pour le haut rendement et, dans une moindre mesure, pour les émetteurs BBB.

**En revanche, la faiblesse des rendements absolus pourrait devenir problématique pour le crédit *investment grade* :**

- Sur ce segment, le rendement total est très tributaire de la volatilité des *bunds* et, s'il devenait négatif, pourrait déclencher des flux sortants. Depuis juin, des mouvements de décollecte ont été constatés presque toutes les semaines.
- La faiblesse des rendements absolus limite la compression des *spreads*. En particulier pour les émetteurs bien notés.
- L'offre pourrait peser sur les *spreads*. De plus en plus d'entreprises non-européennes, notamment américaines, émettent des titres sur le marché IG en euro, afin de profiter des conditions de crédit avantageuses. 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 quasiment 25 % de toutes les émissions d'obligations privées en euro. Cette tendance, qui ne devrait pas se démentir, aura un impact négatif sur les *spreads*.

**À ce stade, nous craignons surtout une contagion des sorties enregistrées sur le marché du crédit américain au marché en euro, en particulier sur le segment HY.** Les obligations HY, et dans une moindre mesure les titres IG, ont subi des décollectes importantes pendant les dernières semaines de l'année, en raison surtout de la contagion des titres HY américains. Cependant, n'oublions pas que la situation des fondamentaux est totalement différente.

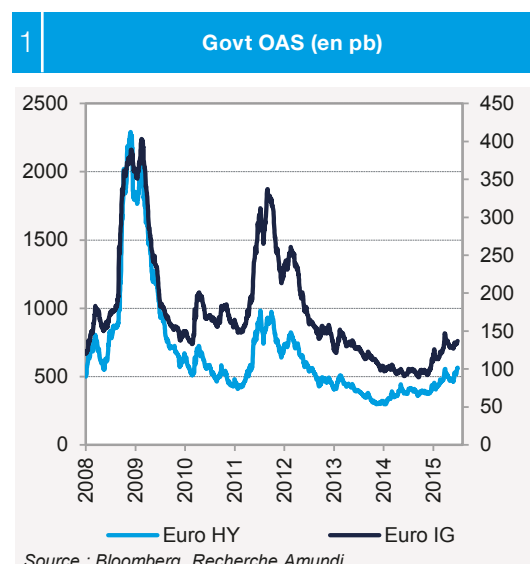
### L'essentiel

**Le second semestre 2015 a été caractérisé par une résurgence de la volatilité. Les *spreads* se sont sensiblement écartés en août, en septembre et plus récemment en décembre en raison notamment des craintes croissantes concernant les conséquences du ralentissement économique de la Chine et de la baisse des prix du pétrole.**

La tendance prononcée à l'élargissement de ces dernières semaines a créé des opportunités. En 2016, le marché du crédit en euro devrait être soutenu par des fondamentaux positifs, et notamment par l'engagement de la BCE à conserver une politique monétaire accommodante, qui sera favorable à la quête ininterrompue de rendement. Nous privilégions des émetteurs qui offrent du *spread* dans l'univers IG et les émetteurs notés BB dans l'univers HY.



Les *spreads* ont renoué avec leurs niveaux de 2013



Les obligations HY américaines sont très exposées au secteur de l'énergie, et le levier des entreprises américaines n'a pas été aussi élevé depuis une décennie.

**En zone euro, les fondamentaux des entreprises restent en ligne avec les intérêts des porteurs d'obligations**

**Les divergences de dynamique économique sont visibles dans les bilans des entreprises.** Les sociétés américaines recommencent à s'endetter, tandis que les entreprises européennes préfèrent continuer à protéger leurs flux de trésorerie. Confrontés à des pressions sur leurs bénéfices, les entreprises européennes se montrent prudentes et la croissance de leur dette est restée limitée. Les émetteurs IG et HY en euro sont actuellement au début d'un cycle d'endettement.

**Grâce aux facteurs *bottom-up*, les obligations HY en euro sont plus résistantes que l'univers HY américain aux fluctuations violentes des prix énergétiques.** Deux facteurs jouent notamment un rôle majeur : l'exposition aux secteurs de l'énergie/des matières premières et le poids des émetteurs de faible qualité. Selon nous, le taux de défaut des obligations HY européennes restera inférieur à 2 % en 2016. La situation est différente de celles des États-Unis. Le lien prononcé entre les prix du pétrole et les émetteurs américains HY du secteur de l'énergie va inexorablement faire monter les taux de défaut au cours des 12 à 24 prochains mois. Ces derniers mois, nous avons déjà observé une augmentation du volume d'événements de crédit concentrés dans les secteurs de l'énergie et des matières premières. Cette tendance devrait se poursuivre au cours des trimestres à venir.

**Les spreads sont-ils attractifs ?**

Les indices ont atteint des plus hauts annuels et sont même revenus sur les niveaux observés en 2013. Compte tenu de l'environnement macro actuel :

**Les spreads semblent assez attractifs par rapport à l'amélioration des indices PMI.** Nous continuons à tabler sur une reprise progressive des économies développées alimentée par la demande intérieure, malgré les craintes récentes entourant la faiblesse de la croissance mondiale. La baisse des prix du pétrole et des matières premières a un impact favorable pour la plupart des secteurs non liés à l'énergie.

**Les spreads semblent également intéressants par rapport aux obligations souveraines de la périphérie.** Les emprunts d'État bénéficient directement du soutien du programme d'achats d'obligations de la BCE. Le QE de la BCE a davantage profité aux titres souverains qu'aux obligations d'entreprises, en particulier sur les segments à court et moyen terme. Comparons des obligations de notation équivalente: le rendement moyen d'une obligation d'entreprise notée BBB et d'échéance 5 à 7 ans est de 2,0 %. Le rendement d'un BTP à 5 ans de même notation est lui proche de 50 pb. Ce qui revient à un ratio de quasiment 4, contre seulement 1,6 au début 2015.

**De plus en plus, les émetteurs notés BBB-BB sont les principaux pourvoyeurs de rendement.** Avant l'annonce la plus récente de la BCE, 28 % du marché obligataire en euro offrait un rendement négatif. Cette proportion n'était plus que de 9 % début 2015. Les obligations d'entreprise BBB et BB représentent 55 % du rendement encore disponible, mais seulement 11 % de la dette en circulation.

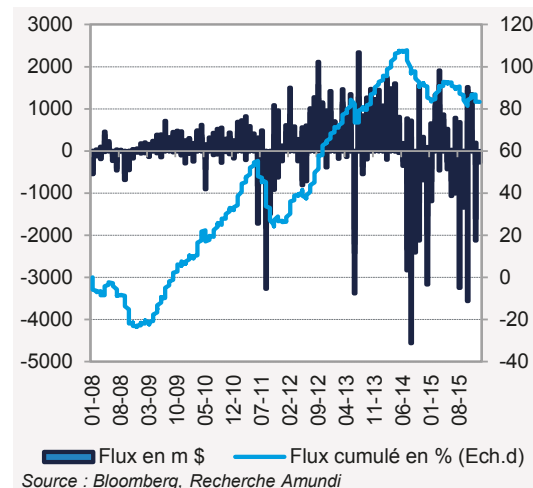
Pour conclure, la tendance prononcée à l'élargissement de ces dernières semaines a créé des opportunités. En 2016, le marché du crédit en euro devrait être soutenu par des fondamentaux positifs, et notamment par l'engagement de la BCE à conserver une politique monétaire accommodante, qui sera favorable à la quête ininterrompue de rendement. Nous privilégions des émetteurs qui offrent du *spread* dans l'univers IG et les émetteurs notés BB dans l'univers HY. À ce stade, le principal risque entourant nos scénarios reste la corrélation avec les marchés américains.



Le taux de défaut des obligations HY européennes restera inférieur à 2 % en 2016



2 L'Euro HY a subi des décollectes importantes pendant les dernières semaines de 2015



**8** **Marchés européen et américain des obligations spéculatives : une comparaison sous différents angles**

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique – Milan*

Dans des publications récentes, nous avons abordé les différences de nature macroéconomique dans la composition des univers des obligations d'entreprise HY libellées en dollar et en euro. Nous avons notamment indiqué que la surperformance des titres HY européens par rapport à leurs homologues américains au cours des derniers trimestres s'expliquait en partie par la plus faible exposition de l'univers européen au secteur énergétique et à une qualité moyenne plus élevée. Autrement dit, l'effondrement des prix du pétrole et l'augmentation de l'aversion au risque ont davantage pénalisé les titres HY en USD que les titres en EUR. Dans cet encadré, nous poursuivons notre étude des différences dans la composition des univers et des tendances sous-jacentes entre les deux classes d'actifs, en nous intéressant notamment aux risques *bottom up* auxquels elles sont exposées.

**Une analyse approfondie est proposée dans le tableau comparatif ci-dessous.**

**1) Tendances récentes et à venir des taux de défaut :**

- Les dernières données publiées par Moody's montrent clairement une progression haussière aux États-Unis après une longue période de stabilité aux alentours de 2 % : le taux de défaut des titres HY américains a atteint 2,3 % en août, 2,7 % en septembre et, enfin, 2,8 % en octobre. Selon Moody's, ce taux s'est établi à 3,3 % fin décembre 2015. En revanche, ce taux est plus stable en Europe (proche de 2 %), niveau également anticipé par Moody's pour décembre 2015. Si l'on s'intéresse maintenant aux indices investissables, la divergence entre les deux côtés de l'Atlantique est plus importante : le taux de défaut réel qui a pénalisé l'univers obligataire et qui est intégré dans les indices obligataires les plus utilisés, est actuellement de 2,7 % aux États-Unis, et donc en ligne avec les données des agences de notation ; le chiffre est bien plus faible pour les entreprises européennes (moins de 1 %). Nos prévisions confirment une augmentation de ce différentiel en 2016 : nos régressions top-down semblent indiquer une stabilisation probable du taux de défaut des titres HY européens à son niveau actuel (2 %) d'ici la fin 2016, tandis que le taux américain devrait augmenter et s'établir entre 4,5 % et 5 % (contre actuellement 2,8 %).

- D'un point de vue sectoriel et *bottom-up*, les responsables de l'augmentation des événements de crédit ces derniers mois ont été les entreprises vulnérables à la baisse des prix du pétrole et des matières premières, et en particulier les entreprises énergétiques les moins bien notées. L'augmentation récente du taux de défaut (qui s'est établi à 2,8 %) est presque exclusivement due aux titres notés CCC dont le taux de défaut, qui était de 5 % il y a un an, a quasiment doublé en 12 mois. Parallèlement, sur cette même période de 12 mois, le taux de défaut des entreprises notées BB est resté proche de zéro et celui des sociétés notées B inférieur à 1 %. Le 3e facteur qui différencie les tendances des défauts des entreprises est leur taille relative : aux États-Unis notamment, les petites capitalisations notées CCC ont vu leur taux de défaut passer de 5 % à 13 % en 2015, tandis que celui des entreprises de même notation mais de taille plus importante est passé de 4 %/5 % à environ 8 %.

**2) Ratios de titres en difficulté (distress ratios) : l'un des moteurs des défaillances futures des entreprises**

- Comme nous l'avons déjà mentionné dans nos précédentes publications, le pourcentage d'émissions dont le *spread* est au minimum de 1 000 pb est un indicateur fiable de la tendance future des taux de défaut : la relation historique témoigne d'un décalage d'un an entre l'augmentation du ratio des titres en difficulté et le celle du taux de défaut. Cette relation augure

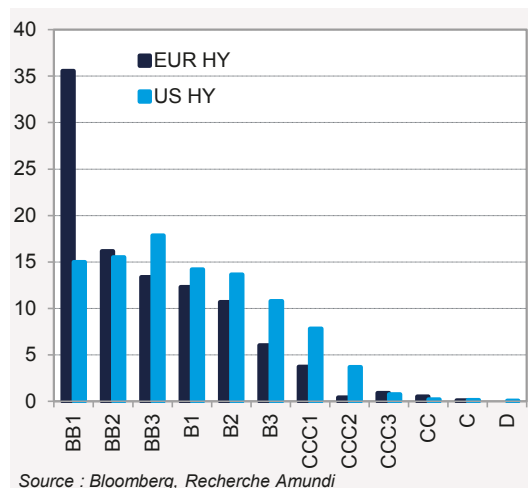
**L'essentiel**

**Au cours des derniers trimestres, grâce à une exposition modeste au secteur de l'énergie et à une qualité moyenne plus élevée, les obligations HY européennes ont surperformé leurs homologues américaines.**

Dans cet article, nous poursuivons notre étude des différences dans la composition des univers et des tendances sous-jacentes entre ces deux classes d'actifs, en nous intéressant notamment aux risques *bottom up* auxquels elles sont exposées.

“ Le différentiel de qualité s'accroît si l'on considère le nombre d'entreprises et non la valeur de la dette ”

**1** EUR et US HY dette, par rating, en %

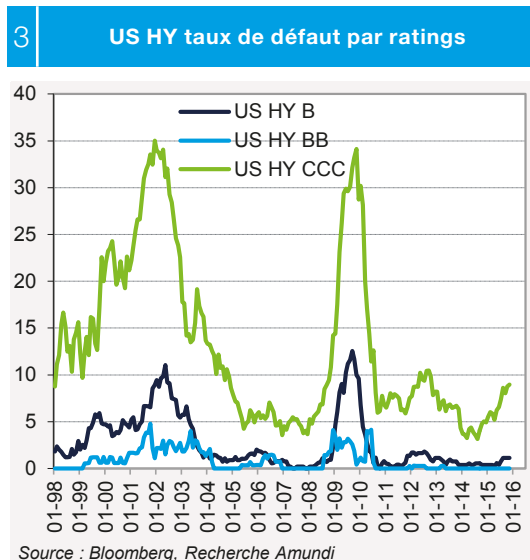
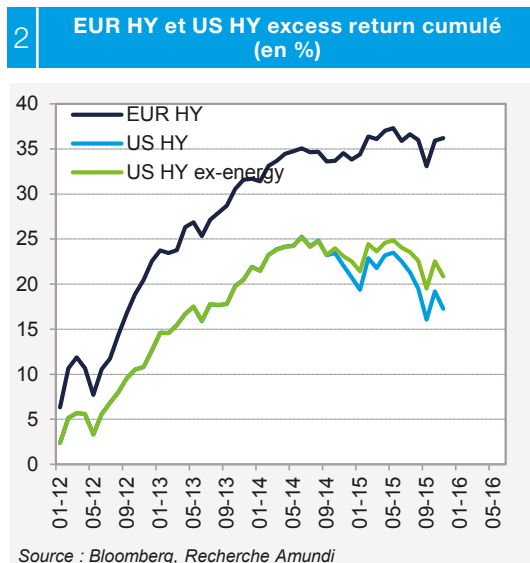




également une nouvelle augmentation des défaillances dans les mois à venir dans les secteurs de l'énergie, des matériaux et de la distribution. Ces trois secteurs sont semble-t-il malmenés dans la mesure où leur distress ratio s'établit entre 30 % et 50 %, tandis que le reste du secteur HY américain présente un distress ratio plus faible, entre 10 % et 25 %. Cependant, la tendance récente montre qu'en plus de la distribution, d'autres secteurs comme les médias et l'automobile enregistrent une augmentation rapide de ce pourcentage. En Europe, le taux reste faible (moins de la moitié du taux américain) et en ligne avec le taux de défaut censé demeurer proche de 2 %.

### 3) HY EUR vs US : deux « espèces » bien différentes

- Le tableau ci-dessous présente les principales différences de notation des deux univers des obligations spéculatives : y sont indiqués les données des encours de titres en circulation et le nombre d'entreprises. On constate notamment un accroissement de l'écart en termes de qualité, si l'on s'attache au nombre d'entreprises (indicateur à partir duquel sont effectués les calculs ultérieurs des taux de défaut) et non à la valeur de la dette sous-jacente. La dette BB représente environ 2/3 du marché européen et 48 % aux États-Unis. Toutefois, si l'on calcule les pourcentages à partir du nombre d'émissions, ces chiffres tombent respectivement à 43 % et 23 %, et la proportion entre l'Europe et les États-Unis passe par conséquent de 1,3 à 2 fois. Autre caractéristique témoignant du risque implicite plus élevé de l'univers américain, le poids des entreprises américaines notées CCC (30 % du nombre total et 13 % de la dette, le double des proportions en Europe).
- Autre aspect important, le pourcentage de la dette BB1 (le cran le plus élevé de la catégorie spéculative) est deux fois plus élevé en Europe : 35 % de la dette HY européenne n'est qu'à un cran de la catégorie IG, contre seulement 15 % aux États-Unis. Ainsi, l'écart en matière de qualité est encore plus important. La plus forte concentration de l'indice européen sur un nombre limité d'entreprises accroît l'impact du critère de qualité : selon nos calculs, les 25 émetteurs principaux de l'indice libellés en EUR (par encours de dette) représentent près de 40 % de la dette HY totale en Europe. Parmi les 25 entreprises de l'indice européen, 15 sont notées BB1 et 7 BB2/BB3 : seules trois d'entre elles sont notées B. Le « facteur taille » (grandes/petites capitalisations) et le facteur notation renforcent la nature défensive de l'univers HY européen et réduisent sa volatilité. Ces émetteurs avec des proportions plus élevées sont en majorité des grandes capitalisations, présentes dans le monde entier ou des « champions nationaux » financiers appartenant à des pays de la périphérie, qui sont passées de la catégorie investment grade à la catégorie spéculative bien souvent en raison de l'impact de la crise souveraine sur les notations de leurs entités souveraines respectives.
- Dernier aspect méritant notre attention, le risque idiosyncrasique, qui a beaucoup augmenté aux États-Unis ces dernières années par rapport aux titres spéculatifs européens. En 2015, la distribution des *spreads* et leurs performances témoignent d'un écart important entre les marchés des deux côtés de l'Atlantique : la dispersion des performances s'est fortement accrue aux États-Unis et est restée bien plus faible en Europe. Près de 250 émetteurs américains ont subi une augmentation de leur *spread* corrigé des options (OAS) de plus de 500 pb en 2015, ce qui constitue la « queue épaisse » de la distribution des performances des *spreads*, la plupart des autres émetteurs ayant enregistré soit un resserrement soit un élargissement maximum de 50 pb.



**9 La robotique : un avenir plus que prometteur dans l'industrie**

JEAN KARBOUYAN, *Analyse Actions – Paris*

Introduite dès les années 1960, la robotisation industrielle connaît une nouvelle phase d'expansion liée à la recherche de gains de productivité, l'amélioration de la qualité des produits finis, la compensation de l'inflation salariale...

Cette étude fait le point sur les fondamentaux de ce marché tant en termes de moteurs de croissance que d'éventuelles menaces concurrentielles pour les acteurs traditionnels. Selon la Fédération Internationale de Robotique (IFR), il s'est vendu 230 000 robots industriels en 2014 (+29 % vs 2013) pour une valeur de 11 Md\$ (+13 % vs 2013) et une croissance de 15 % par an est attendue sur la période 2014-2018 pour atteindre 400 000 robots vendus en 2018 (cf. graphe 1).

Aujourd'hui, on estime que 10 % des tâches manufacturières sont robotisées mais cette part pourrait atteindre 25 % d'ici 2025.

Deux facteurs principaux ont permis cet essor et amènent à penser que la pénétration des robots dans l'industrie va indéniablement se poursuivre dans les années à venir.

D'une part, les progrès technologiques réalisés permettent davantage de gains de productivité. Selon le BCG (Boston Consulting Group), la performance des robots s'est améliorée de 5 % par an lors des dernières décennies et devrait continuer sur le même rythme dans le futur. D'autre part, la baisse des prix des composants (capteurs, écrans, processeurs...) répercutée sur les prix des robots industriels (-27 % en 10 ans pour un robot soudeur et encore -22 % attendu dans les 10 ans à venir d'après le BCG) a pour conséquence une réduction importante du délai d'amortissement pour le client. Ainsi, investir dans un robot se compare de plus en plus à embaucher de la main-d'œuvre, pour répondre aux problématiques aussi bien des pays développés qu'émergents. D'après le BCG, le point d'inflexion est atteint lorsqu'un robot coûte 15 % de moins qu'un employé.

**Quelles sont les tendances géographique, sectorielle et technologique de ce marché ?**

Sur le plan géographique, 75 % des ventes de robots industriels estimées en 2018 seront réalisées dans 5 pays (USA, Japon, Corée du Sud, Allemagne et Chine). À l'exception de la Chine, ces pays se sont historiquement fortement développés dans l'automobile et l'électronique et devraient rester parmi les plus grands utilisateurs mondiaux de robots industriels. Le Japon a notamment l'objectif de robotiser 25 % de ses grands groupes et 10 % de ses PME d'ici 5 ans.

La Chine, quant à elle, est devenue le premier acheteur de robots industriels en 2014 (25 % des ventes mondiales). Cela répond à deux objectifs pour le pays : compenser la hausse structurelle des salaires et le déficit démographique de main-d'œuvre. De surcroît, le gouvernement fait de la robotisation un axe stratégique pour la transformation de l'industrie chinoise vers plus de qualité (objectif de 80 % d'usines automatisées d'ici 2020 dans la province de Guangdong par exemple). En 2014, 40 % de la croissance des ventes mondiales provenaient de la demande chinoise et d'ici 2018, le pays aura la plus grande base installée dans le monde. Toutefois, cette croissance devrait se poursuivre bien au-delà de 2018 au regard de la faible pénétration des robots dans l'industrie chinoise (seulement 35 robots pour 10 000 employés en 2014 contre 66 en moyenne dans le monde et jusqu'à 478 pour la Corée du Sud).

Sur le plan sectoriel, les applications robotiques sont de plus en plus variées. Si aujourd'hui 40 % des robots industriels sont utilisés dans l'industrie automobile (production déjà automatisée à 95 %), cette part devrait se réduire au profit de l'industrie générale, celle-ci ayant un taux de robotisation encore faible (cf. graphe 2). En particulier, l'électronique, la logistique, l'aéronautique et l'alimentaire devraient croître fortement.

Sur le plan technologique, le développement des robots collaboratifs (plus petits, plus légers et équipés de capteurs) permet d'intégrer ces robots dans une chaîne

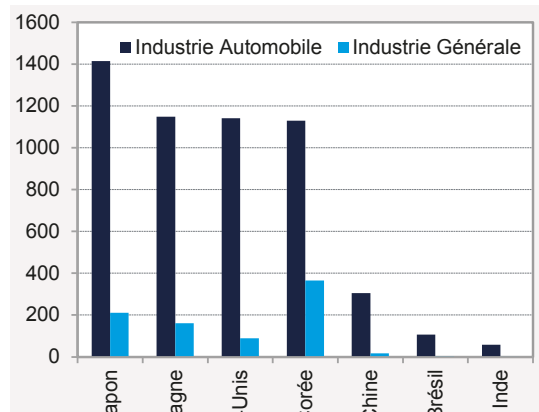
**L'essentiel**

**La robotisation industrielle connaît depuis plusieurs années une nouvelle phase d'expansion liée à la recherche de gains de productivité, l'amélioration de la qualité des produits finis et la compensation de l'inflation salariale, aussi bien dans les pays développés qu'émergents.**

Les tendances sous-jacentes sont principalement géographique, sectorielle et technologique : forte demande chinoise, pénétration des robots dans l'industrie générale et développement des robots collaboratifs. La concurrence des fabricants chinois souhaitant conquérir une plus grande part du marché domestique et des sociétés technologiques s'intéressant de plus en plus à l'industrie reste limitée pour les leaders actuels et donnera certainement lieu à des partenariats.

“ Les progrès technologiques réalisés et la baisse des prix des robots industriels ont eu pour conséquence de réduire significativement le délai d'amortissement des investissements dans la robotique ”

**1 Taux de robotisation (pour 10 000 employés)**



Source : IFR, Recherche Amundi

de production aux côtés d'humains. Ces « robots » permettent d'étendre les champs d'application possibles mais aussi d'accroître la base de clientèle puisque les PME peuvent également accéder à cette technologie à coût raisonnable (Universal Robots annonce par exemple un amortissement de l'investissement dès 195 jours d'utilisation).

Si ce segment a d'abord été développé par des sociétés innovantes (Universal Robots, ReThink), les acteurs traditionnels (ABB, Kuka, Fanuc et Yaskawa) ont tous lancé leurs modèles ces deux dernières années et devraient rapidement dominer le marché en s'appuyant sur leurs réseaux de distribution à l'échelle internationale.

**Quelles sont les menaces pour les leaders actuels de la robotique industrielle ?**

Au vu de la priorité stratégique donnée aux robots industriels par le gouvernement chinois (avec pour but d'avoir 3 à 5 champions nationaux compétitifs sur le plan international dans les 5 prochaines années), il est intéressant de s'interroger sur la menace que représentent les acteurs chinois pour les groupes internationaux.

On compte aujourd'hui plusieurs centaines de producteurs de robots chinois. Même si la grande majorité se concentre sur le bas de gamme, leur part de marché ne cesse de grimper dans le pays. D'après l'IFR, 28 % des robots livrés en Chine en 2014 ont été vendus par des acteurs locaux et l'objectif du gouvernement chinois est d'atteindre 45 % d'ici 2020. Cependant, nous estimons qu'à court terme la concurrence chinoise représente une menace limitée pour les groupes internationaux. En effet, nous voyons deux principaux écueils à l'expansion des acteurs chinois sur le haut de gamme, dans leur marché domestique comme à l'international. Pour gagner en précision et fiabilité, les producteurs chinois devront se fournir auprès d'acteurs ayant une position dominante pour les composants critiques comme les articulations (Nabtesco/Harmonic Drive Systems) qui comptent pour un tiers du coût de production d'un robot. Cela affaiblit considérablement l'avantage-prix des fabricants chinois. De plus, une grande partie de la valeur ajoutée dans la robotique se situe dans le logiciel (facilité de programmation, contrôleurs intuitifs...) où les fabricants chinois manquent encore d'expertise. Par ailleurs, le service après-vente nécessite une présence locale, ce qui impliquerait d'importants investissements pour construire un réseau international d'ingénieurs qualifiés (rémunérés aux conditions locales). Par conséquent, face au retard technologique des acteurs chinois, le gouvernement semble encourager davantage de partenariats avec les acteurs occidentaux.

À court terme, l'autre menace concurrentielle pourrait provenir des sociétés technologiques, qui s'intéressent de plus en plus au marché de la robotique.

Google a par exemple investi dans près d'une dizaine de sociétés de robotique ces dernières années, sans stratégie clairement définie mais avec le sentiment que la robotique est une technologie clé pour l'avenir. Les acquisitions du géant américain incluent notamment Industriel Perception qui produit un robot utilisé dans la logistique et l'industrie.

Amazon, pour sa part, a acquis Kiva Systems en 2012, un système robotisé mobile permettant d'optimiser la logistique dans les entrepôts. Si la solution était précédemment commercialisée, elle est désormais uniquement utilisée en interne.

Enfin, les acteurs du logiciel (SAP, Microsoft) pourraient également s'intéresser au système d'exploitation des robots, la majorité des producteurs de robots proposant aujourd'hui leur propre système fermé.

En conclusion, nous pensons que les leaders actuels de la robotique sont bien positionnés et disposent d'une longueur d'avance sur leurs concurrents pour bénéficier de la forte croissance du marché des robots industriels, qui reste tiré par des tendances structurelles vouées à perdurer.

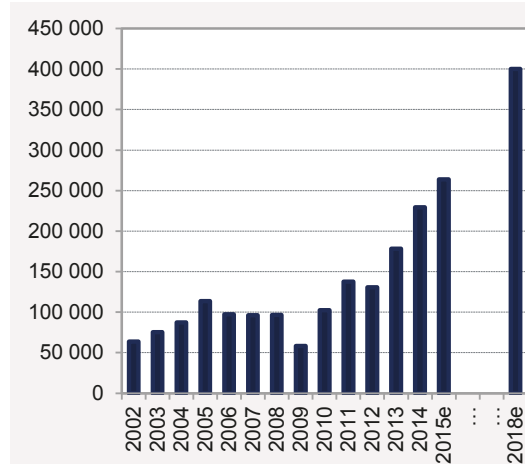
Siemens a récemment annoncé un partenariat avec le leader chinois de la robotique Siasun et nous pensons qu'à l'avenir la volonté des acteurs chinois ou des sociétés technologiques de se développer vers les robots industriels devrait donner lieu à plus de rapprochements avec les acteurs industriels.



La forte croissance des ventes est soutenue par la demande chinoise, la pénétration des robots dans l'industrie générale et le développement des robots collaboratifs



2 Ventes annuelles estimées (en milliers)



Source : IFR, Recherche Amundi



Les principales menaces concurrentielles pour les leaders internationaux sont le développement des acteurs chinois et les sociétés technologiques qui s'intéressent de plus en plus au marché de la robotique





## Amundi Research Center

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



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

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

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

## Publications récentes

### Working Papers

- **Towards Greater Diversification in Central Bank Reserves**  
MARIE BRIÈRE, *Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*, VALÉRIE MIGNON, *EconomiX-CNRS, University of Paris Ouest and CEPII*, KIM OOSTERLINCK, *Université Libre de Bruxelles (ULB), SBS-EM, CEB*, ARIANE SZAFARZ, *Université Libre de Bruxelles*
- **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*

### 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

- **Hybrid Pensions Schemes with Risk-Sharing: Are They the Future of Occupational Pensions?**  
MARIE BRIÈRE, LING-NI BOON, *Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*
- **Brésil: la fête doit continuer. Mais est-ce possible?**  
KARINE HERVÉ – *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Brésil: à la croisée des chemins**  
NICOLAS DOISY, KARINE HERVÉ – *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **ECB: An impressive QE**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*,  
TRISTAN PERRIER – *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

### Correspondants

#### Rédacteur en chef

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

#### Rédacteurs en chef adjoints

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

#### Support

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

### AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

Crédit photo: iStock by Getty Images - weerapatkiatdumrong