

Février 2016



Allocation d'actifs

**Baisse des
taux longs**

**Marché des actions :
trou d'air ou fin de cycle ?**

Spreads des obligations

IG BBB américaines

Devises émergentes

Chine

FED

Canada

Chili

**Secteur des produits
de beauté**

Sommaire

Repères

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

Page 4 

Les peurs des marchés financiers sont-elles vraiment légitimes ?

L'objet de cet article est de présenter les ajustements effectués dans nos portefeuilles suite au coup de stress de ce début d'année. Les récents événements nous ont incités à revoir le dispositif (*macro-hedging*, liquidité des portefeuilles, risque, stress tests...), mais pas nécessairement les allocations d'actifs.

> FOCUS > Quelles stratégies de macro-hedging ?

Facteurs de risque

Page 12

Contexte macroéconomique

Page 15

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 16

Actions

1 Marché des actions : trou d'air ou fin de cycle ?

Page 17

En ce début d'année, la baisse des marchés d'actions interpelle sur la fin du cycle. Serait-elle imminente ? Ou bien le contre-choc pétrolier pourrait-il cette fois encore prolonger le cycle, ce qui s'accompagnerait d'une réaction positive des actions ? Le chemin risque d'être chaotique mais notre analyse nous conduit à privilégier la seconde option.

Taux et crédit

2 La pérennité de l'environnement de taux longs : quels sont les facteurs critiques ?

Page 20

Le niveau des taux – courts et longs – et leur maintien à un faible niveau sont des éléments déterminants – et critiques – de notre scénario et de notre allocation d'actifs. L'objet de cet article est de passer en revue les différents facteurs (croissance potentielle, inflation, politiques monétaires, bilans des banques centrales, déficits budgétaires, bulles obligataires) susceptibles de pousser les taux longs à la hausse et de sortir de la situation d'ancrage des taux à de bas niveaux dans laquelle nous vivons depuis plusieurs années.

3 Les *spreads* des obligations IG BBB américaines retrouvent des niveaux synonymes de récession

Page 23

Les valorisations des obligations d'entreprise américaines notées BBB ont fini par renouer avec des niveaux similaires à ceux atteints lors des dernières récessions ou crises systémiques. Les *spreads* se dissocient de l'indice ISM non-manufacturier, qui reste positif.

Change

4 Devises émergentes : 2016 ressemblera-t-il à 2015 ?

Page 25

Un grand nombre des facteurs qui ont pénalisé les devises émergentes en 2015 continueront à se manifester sur 2016. Notre vue générale sur la classe d'actifs reste prudente et nous pensons qu'un positionnement de valeur relative reste plus approprié.

Chine

5 Chine : un début 2016 turbulent

Page 28 

Les actions chinoises ont mal commencé 2016 en corrigeant de 25 % (indice SHCOMP) au cours du seul mois de janvier. Selon nous, l'élément déclencheur a été la dépréciation du renminbi, le mécanisme de court-circuit n'a fait qu'aggraver les choses, l'absence de communication accroît les incertitudes et fondamentalement, cette correction a été provoquée par des pressions vendeuses. Or l'effet de contagion se révèle bien plus important que prévu. Il est désormais très probable que 2016 sera une année volatile.

États-Unis

6 L'atonie du consommateur américain place la Fed devant un dilemme croissance/stabilité

Page 33

Si le QE-3 peut se prévaloir d'avoir entraîné un rebond de la croissance des salaires réels, des crédits aux ménages et de la consommation, l'impact de cette relance cyclique se dissipe depuis la mi-2014, période marquée par le début de la hausse du dollar et le ralentissement chinois. Le durcissement des conditions financières ne va probablement pas aider les ménages (ni les entreprises) à obtenir de nouveaux crédits et, ce, au détriment de la consommation et de l'investissement résidentiel (ainsi que des capacités de production). Par conséquent, la Fed va probablement réévaluer l'impact de l'environnement international sur l'économie intérieure, en commençant par l'absence paradoxale de croissance des salaires réels dans un contexte de chômage en baisse.

Canada

7 Le Canada est l'un des canaux de transmission du ralentissement de l'économie mondiale pour les États-Unis

Page 36

L'économie canadienne souffre de la forte baisse du prix des matières premières et le dollar canadien s'est fortement déprécié récemment face à son homologue américain. Nous montrons que cela aura un impact faible mais significatif sur la croissance américaine en 2016.

Chili

8 Le Chili devrait, cette année encore, tirer son épingle du jeu

Page 39

Alors que les cours des matières premières sont extrêmement bas et que le changement de régime de la croissance chinoise apparaît de plus en plus risqué, l'économie chilienne dispose-t-elle de moyens suffisants pour stabiliser sa croissance ?

Éclairage sectoriel

9 La beauté est-elle éphémère ?

Page 41

L'investissement dans des campagnes publicitaires diffusées dans les médias traditionnels a longtemps été la principale barrière à l'entrée d'un nouvel acteur dans le secteur des produits de beauté et des soins personnels. L'émergence du digital, via le contenu généré par les utilisateurs, la publicité payée à la performance et la croissance des achats automatisés, rebat complètement les cartes en offrant un accès plus direct et surtout moins cher à une base clients de plus en plus fragmentée. Sources d'efficacité, ces innovations réduisent l'« effet taille » dont les grands acteurs ont bénéficié pendant des décennies.

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

Les peurs des marchés financiers sont-elles vraiment légitimes ?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Depuis l'été dernier, la machine s'est dérégulée. Les marchés financiers broient du noir, tout étant sujet à une interprétation négative. Il est donc facile de comprendre pourquoi nous avons assisté à un « repricing » du risque et à la mise en place de protection des portefeuilles, voire à la liquidation de positions. À tel point que les marchés d'actions des grands pays ont quasiment tous perdu entre 10 % et 15 %, tandis que les taux 10 ans se sont effondrés, pour atteindre 1,74 % aux États-Unis (-55pb depuis le début d'année) et 0,23 % en Allemagne (-40pb depuis janvier). Les *spreads* de crédit (corporates et souverains se sont par ailleurs écartés) : l'ITRAXX main a progressé de 45 pb (à 120 pb actuellement), le Cross over de 150 pb (à 460pb)... Les prises de profit sur les entreprises / secteurs qui offraient encore de la performance positive se sont multipliées, tandis que l'or progressait de plus de 12 % en quelques semaines, ce qui montre bien l'ampleur de l'aversion au risque.

Pourquoi en est-on arrivé là ? Doit-on revoir en profondeur les perspectives économiques et financières, et redéfinir les allocations d'actifs ? L'objet de cet article est de répondre à ces questions, essentielles dans le contexte actuel.

1. Pourquoi la baisse du prix du pétrole fait-elle peur ?

Le prix du Brent a baissé de 12 % depuis début janvier, et il s'établit désormais à 33 \$/brl. **Habituellement, la baisse du prix du brut est bien perçue par les marchés financiers**, et ce pour de nombreuses raisons :

- La baisse des prix est favorable aux **pays consommateurs de matières premières** ;
- Elle est favorable aux **marges** et aux **profits** des entreprises ;
- Elle est en faveur d'un nouveau repli des indices de prix, et notamment dans les pays en développement, ce qui donne des **marges de manœuvre sur la politique monétaire...** ;
- Elle conforte la **croissance** et la **demande intérieure**, au moment où c'est la demande interne (hors dépenses publiques) qui est le principal moteur de croissance.

Pourtant, **depuis la mi-2015, la forte baisse du prix du brut terrorise les marchés financiers** : pourquoi une telle conséquence ?

- Elle affaiblit les **pays producteurs** de brut, les rend vulnérables (Arabie Saoudite, pays du Golfe en général, Canada, Norvège...), voire même les met en situation de difficultés extrêmes (Venezuela, Azerbaïdjan...). Le risque-pays resurgit.
- Elle fait craindre des **défauts / faillites** dans des entreprises du secteur de l'énergie (cf. le poids du secteur de l'énergie dans le High Yield aux US).
- Dans ce contexte, les **valeurs financières** (notamment les **bancaires**) sont également fortement fragilisées, leur exposition au secteur de l'énergie devenant crucial.
- La baisse du prix du brut pousse les **indicateurs d'inflation** à la baisse au moment où des banques centrales (Japon et zone euro en tête) souhaitent voir l'inflation ou les anticipations d'inflation remonter, ce qui réduit l'efficacité des mesures prises auparavant.
- Elle a un impact sur les réserves de certains **fonds souverains** (fonds pétrole et SWF en général) qui peuvent être amenés à solder des portefeuilles pour « remonter » des liquidités aux États.

On notera également que c'est l'ensemble des prix des matières premières qui ont chuté, suivant en cela la baisse de la demande liée au fléchissement de

L'essentiel

Depuis l'été dernier, la machine s'est dérégulée. Les marchés financiers broient du noir, tout est devenu sujet à une interprétation négative. Il est donc facile de comprendre pourquoi nous avons assisté à un « repricing » du risque et à la mise en place de protection des portefeuilles, voire à la liquidation de positions. Pourquoi en est-on arrivé là ?

La baisse du prix du pétrole fait peur parce qu'elle affaiblit de nombreux pays et fait craindre des défauts et faillites dans le secteur de l'énergie, avec des implications potentielles pour les banques. Tous les avantages du contre-choc pétrolier semblent dérisoires quand on les compare aux dangers qu'il représente. Les banques centrales ne parviennent pas à rassurer car leurs politiques ne montrent pas de réelle efficacité à moyen terme. La Chine inquiète, et la gestion du yuan rend perplexe bon nombre d'observateurs. De plus, les prévisions macroéconomiques étaient depuis longtemps bien trop optimistes, et les craintes de récession refont surface aux États-Unis. Au total, on comprend bien pourquoi les marchés financiers étaient fragiles. Mais il ne s'agit plus désormais de fragilité, mais de risque d'effondrement, de l'économie mondiale et des systèmes bancaires. Nous ne partageons pas ces craintes, même s'il faut bien reconnaître que l'environnement économique et financier s'est considérablement dégradé, justifiant ainsi amplement les stratégies de *macro-hedging* développées dans nos colonnes et dans nos portefeuilles depuis 6 mois (long US Treasuries et long Bunds, long volatilité, long USD et JPY, long cash USD, long or).

L'objet de cet article est de présenter les ajustements effectués dans nos portefeuilles suite à l'effondrement des marchés. Chute des actions et des valeurs financières, élargissement des spreads de crédit et contagion aux actions, hausse de la volatilité, effondrement des taux longs des pays sûrs comme les États-Unis et l'Allemagne... tout cela nous a incité à revoir le dispositif (*macro-hedging*, liquidité des portefeuilles, risque, stress tests...) mais pas nécessairement ce qui fait les fondements de notre allocation d'actifs.

la croissance mondiale. Le pétrole a cependant une spécificité propre : 2/3 de la baisse sont liés à des phénomènes d'offre. Les excès de production sont nombreux : une OPEC qui ne régule pas le marché, des États-Unis engagés activement dans le pétrole de schiste (la production américaine de brut aurait progressé de 65 % en 5 ans), la perspective d'alimentation du marché par l'Iran, la production « sauvage » de certains États... bref autant de facteurs qui déséquilibrent offre et demande, même si la solution (stabilisation des cours du brut) viendra sans doute du côté de l'offre. Or, **il est difficile de prévoir des décisions aussi politiques que la réduction de la production de pétrole**, et la prochaine réunion officielle de l'OPEC n'aura lieu qu'en juin. « Nous ne sommes pas prêts à réduire notre production », déclarait en juillet dernier le secrétaire général du cartel Abdallah El-Badri suite à la réunion de Moscou. Le Venezuela a bien demandé fin janvier une réunion extraordinaire d'urgence pour stabiliser les cours, mais les pays du Golfe, Arabie Saoudite en tête s'y sont – au moins jusqu'ici – opposés. **La crainte de voir le prix du pétrole poursuivre sa chute libre d'ici juin, avec des conséquences pour les États producteurs et les entreprises du secteur prédomine donc.**

2. Pourquoi les banques centrales ne parviennent-elles pas à rassurer les marchés financiers ?

Les banques centrales semblent avoir perdu la main. Les marchés financiers sont devenus (trop) « central bank dependent » depuis bien longtemps... et **les banques centrales n'ont plus la même crédibilité qu'avant.**

La **BoJ** a adopté un taux négatif pour les nouveaux dépôts que feraient les banques auprès de la banque centrale, une façon sans doute claire de tenter d'éviter une trop forte appréciation du yen (l'une des devises actuellement les plus sous-évaluées), mais aussi de reconnaître le manque d'efficacité du QQE (Quantitative and Qualitative Easing). Certes, la BoJ poursuit son programme d'achat d'actifs (600 Mds de dollars pour 2016), mais elle avoue également que la situation s'est assombrie, tant en ce qui concerne l'inflation et les anticipations d'inflation, que sur le plan de la croissance. Le début d'année boursière au Japon est d'ailleurs le pire depuis 1949, ce qui explique amplement les décisions des autorités monétaires.

La **BCE** a avoué qu'elle allait reconsidérer sa politique monétaire, compte tenu des faits « nouveaux » que sont les prix de l'énergie, le retour de la volatilité, l'évolution du yuan, la situation de la Chine et des pays « émergents » en général... autant de facteurs à l'origine d'une nouvelle baisse – actuelle et à prévoir – des anticipations d'inflation, d'un regain de vigueur de l'euro et de risques supplémentaires sur les exportations. Les pressions déflationnistes s'intensifient. À noter que les décisions de décembre (élargissement du QE, baisse du taux des facilités de dépôts) n'avaient pas plu aux marchés financiers, ce qui montre bien les difficultés actuelles de la BCE. Elle prendra de nouvelles mesures en mars.

Plusieurs options sont possibles :

- L'extension du QE actuel : allongement de la durée et/ou augmentation de la taille des achats d'actif. Rappelons que ces achats sont déjà de taille importante : la BCE doit acheter cette année, par exemple, 140 fois le montant des émissions nettes allemandes ou 2 fois les émissions nettes espagnoles. Comment envisager une remontée des taux dans un tel environnement ?
- L'extension du QE à de nouvelles classes d'actifs : on fait référence ici aux obligations d'entreprises.
- Une modification de la clef de répartition de ses achats, pour accentuer les achats de périphériques.
- Une nouvelle baisse du taux de dépôt auprès de la BCE. Nous ne sommes pas des grands défenseurs de cette mesure, mais si la BCE veut pousser son raisonnement jusqu'au bout (tester le niveau en deçà duquel les banques ne déposent plus leurs liquidités auprès de la BCE), elle poursuivra dans cette voie. Cette mesure a sa logique, mais elle

“ Depuis la mi-2015, la forte baisse du prix du brut terrorise les marchés financiers ”

“ La crainte de voir le prix du pétrole poursuivre sa chute libre d'ici juin, avec des conséquences pour les États producteurs et les entreprises du secteur prédomine ”

“ La BCE a avoué qu'elle allait reconsidérer sa politique monétaire, compte tenu de faits *nouveaux* ”



nous semble contre-productive à bien des égards, et notamment parce qu'elle donne un point d'ancrage aux craintes déflationnistes (notons que l'annonce de cette mesure a, en Europe comme au Japon fait vaciller les marchés financiers).

- Le recours aux TLTRO, afin de supporter les systèmes bancaires, notamment dans certains pays de la périphérie. Il est important de consolider la reprise économique, la défragmentation financière et le crédit bancaire.

Quant à la **Fed**, en l'absence d'inflation et face au repli de la croissance (le PIB n'aura progressé que de 0,7 % au dernier trimestre 2015), il paraît bien compliqué de poursuivre activement un quelconque cycle de resserrement monétaire. Nous continuons de miser sur un seul resserrement monétaire d'ici fin 2016 : la Fed est la seule grande banque centrale à relever ses taux et une hausse du dollar serait sans doute une bien mauvaise nouvelle à ce stade. La Fed n'a pas par ailleurs de marge de manœuvre, et il faudra sans doute miser sur un QE4 le jour où elle voudra supporter croissance et inflation.

3. Pourquoi la Chine continue-t-elle d'inquiéter les marchés financiers ?

La Chine représente sans conteste le risque systémique le plus élevé, et les événements de ces derniers mois (baisse du yuan, fermeture temporaire des marchés d'actions en août et en janvier) ont alimenté les craintes : la PBoC a-t-elle encore le contrôle ? La Chine peut-elle décélérer encore plus brutalement, la politique économique est-elle encore efficace... ? Telles sont les questions clefs. Les craintes actuelles nous semblent excessives :

- **Le ralentissement de la Chine est un fait connu**, qui découle de son développement (un développement économique s'accompagne toujours d'une baisse de son taux d'épargne, de sa croissance et de sa croissance potentielle). À cela s'ajoute une démographie peu porteuse (la Chine est vieille avant d'être riche) et des gains de productivité plus faibles qu'avant, ce qui pèse directement sur la croissance potentielle. Rien de bien nouveau.
- **La Chine ne procédera pas à une dévaluation du yuan** : elle a pris des engagements auprès du G20 et du FMI (le yuan entrera dans la composition du DTS en octobre prochain), elle souhaite asseoir le yuan comme monnaie régionale de référence (la stabilité du cours de change est indispensable), et la croissance est désormais davantage tirée par la demande intérieure que par les exportations nettes (autrement dit, le yuan n'a plus une importance aussi grande dans la réalisation de la croissance).
- **La Chine ne changera pas radicalement de politique économique** : celle-ci restera une combinaison de politique monétaire – politique fiscale – politique budgétaire – politique de revenu. La politique de change (dévaluation) n'accompagnera pas cette orientation. Attention toutefois : alors que jusqu'ici, le yuan « suivait » le dollar, la Chine gère désormais la stabilité de sa devise par rapport à un panier. Tâche difficile, qui n'exclura ni la volatilité, ni la dépréciation du yuan (contre USD)... Mais qu'elle accomplit jusqu'ici (depuis l'été 2015) avec une réelle efficacité.
- **La Chine a donc la capacité de soutenir la croissance** si besoin. Nous prévoyons une croissance du PIB de l'ordre de 6 % en 2016 et de 5.8 % en 2017.
- **Pas de « hard landing » / « crash landing » à horizon proche**. Il est bien difficile de définir ce concept pour la Chine, mais on peut prendre pour référence le Japon des années 70, où un niveau de croissance de 3 % représentait alors un hard landing.
- La Chine n'atteindra pas 3 % dans les deux années à venir, mais **un atterrissage de la croissance chinoise vers son potentiel de croissance** (10 % il y a 10/15 ans, autour de 5 % actuellement, et sans doute plus bas dans 5/10 ans) **est inévitable**.
- **Le chiffre de croissance importe peu en réalité** : il vaut mieux une croissance à 5 %, équilibrée et tirée par la demande, qu'un chiffre à 10 % tiré par les seules exportations. Cela est plus sain pour la Chine, les pays partenaires et... pour la stabilité financière.



TLTRO, extension du QE à de nouvelles classes d'actifs, nouvelle clef de répartition – pays pour les achats de titres, baisse du taux de dépôts ... telles sont les options crédibles qui s'offrent à la BCE



La Chine a depuis l'été 2015 décidé de gérer la stabilité du cours de change effectif du yuan



4. Doit-on craindre une récession aux États-Unis ?

Nous avons à de nombreuses reprises mentionné **que le consensus de marché était trop optimiste**. Nous sommes en phase de révision globale de ces prévisions. Il y a quelques jours à peine, une grande institution bancaire révisait sa prévision de croissance américaine pour 2016 de 3,3 % à 1,8 % ! Si la révision à la baisse n'étonne personne, on peut quand même se demander ce qui justifiait une prévision encore aussi élevée, quand on sait que les indicateurs précurseurs sont plutôt en phase – et depuis longtemps - avec une prévision de l'ordre de 2 %. Nous avons pour notre part révisé nos prévisions de croissance en 2014 : une nette révision à la baisse de la croissance mondiale de 3,8 % à 3,1 % entre janvier 2014 et décembre 2014, du fait essentiellement du ralentissement de l'activité dans les pays émergents, une révision moins prononcée de la croissance américaine (qui devrait graduellement converger vers son potentiel de croissance (autour de 1,8 %), mais une révision en hausse de la croissance en zone euro. Nous conservons nos vues. En ce qui concerne les États-Unis, il faut rappeler d'une part la bonne tenue de la consommation (qui représente plus de 70 % du PIB), et d'autre part le grand écart entre le secteur des services (solide) et le secteur manufacturier (plus fragile). Tout cela, selon nous, plaide pour une croissance de l'ordre de 2 % et non pour une croissance négative. **Il n'est pas question à ce jour de récession aux États-Unis, mais ce qui inquiète, c'est l'absence de marges de manœuvre de la part de la Fed.** La situation actuelle diffère totalement de 2004-2006, deux années durant lesquelles la Fed avait pu relever 17 fois ses taux, pour un total de 400pb, se créant ainsi les marges de manœuvre... qu'elle n'allait pas tarder à utiliser, dès la crise financière. On est bien loin de cette situation aujourd'hui : la Fed est en retard sur son cycle économique, et la stabilité financière – et à un degré moindre le dollar – ne peuvent pas s'offrir des hausses de taux.



Il n'est pas question à ce jour de récession aux États-Unis, mais ce qui inquiète, c'est l'absence de marges de manœuvre de la part de la Fed



5. Doit-on craindre un effondrement du système bancaire ?

Cette question est désormais sur toutes les lèvres. Il faut dire que la chute des valeurs boursières bancaires est spectaculaire : certaines grandes valeurs ont perdu jusqu'à 40 % (Unicredit, Credit Suisse, Deutsche Bank), soit deux fois plus que leur indice boursier national. Globalement, le secteur a perdu plus de 20 % de sa valeur. Plusieurs facteurs expliquent cette situation :

- Le ralentissement économique, général, est évidemment un facteur négatif ;
- La baisse du prix du pétrole et les craintes quant à l'exposition des valeurs bancaires sur le secteur de l'énergie préoccupe, un peu à l'image – dans des proportions toutefois bien différentes - des craintes quant à leur exposition sur les subprimes en 2007 ;
- Des facteurs spécifiques comme en Italie, où la structure de la « bad bank » n'a pas fait l'unanimité, ou dans d'autres pays périphériques où les systèmes bancaires sont encore fragiles ;
- Des craintes / rumeurs de faillite d'une grande institution ne cessent d'alimenter les chroniques ;
- Les taux très bas grèvent la rentabilité des banques. Ce n'est certes pas un problème nouveau en Europe, mais les récents gestes de la BoJ ou les révisions en baisse des anticipations de resserrement aux États-Unis ont grossi le trait ;
- La réglementation n'est pas porteuse pour les banques, mais il ne s'agit pas là d'un phénomène nouveau.
- Un autre facteur qui pèse sans le moindre doute, c'est le poids des valeurs bancaires dans des portefeuilles monétaires court terme déjà frappés par le très faible niveau des taux (souvent négatif) et qui tiraient leur performance des *spreads* notamment bancaires. Certains ont sans doute dû capituler, ce qui explique au final que la hausse des *spreads* obligataires, après avoir été contagieuse pour les actions, l'est également pour les *spreads* court terme.
- Enfin, il faut noter qu'il y a globalement un problème de liquidité sur le marché de la dette bancaire, et les mouvements deviennent assez facilement exagérés. Cette réduction de liquidité est liée au Quantitative easing et



La question d'un effondrement du système bancaire est désormais sur toutes les lèvres



à la recherche de rendement et de spreads (d'où la surperformance des AT1 / Additional Tier One), et également à la réglementation qui réduit le nombre d'acteurs souhaitant/ayant la surface financière pour jouer le rôle d'intermédiaire.

Voilà en résumé les points d'attention des marchés financiers. On comprend bien l'aversion au risque ambiante, et il faut s'en protéger, mais il faut également nuancer ces points et identifier les facteurs raisonnables de soutien :

- Contrairement à l'épisode précédent de crise (2008 -2009), les banques n'ont pas, aujourd'hui, de problème de financement ;
- La surveillance des systèmes bancaires a considérablement progressé depuis la crise financière, ainsi que la communication autour de ce sujet, la BCE a réalisé un audit important et complet, les stress tests ont été plutôt rassurants et les risques bien identifiés ;
- Leur exposition au secteur de l'énergie est assez bien identifiée. On peut avancer qu'elle est globalement 10 fois moindre que l'exposition au *subprime* en 2008, sachant en outre que les dégâts du *subprime* provenaient des actifs de titrisation dans lesquels se trouvaient du *subprime*. Nous ne sommes pas dans les mêmes ordres de grandeur, ni dans les mêmes « délires » de titrisation ;
- Les banques européennes ont levé plus de 500 Mds d'equity depuis la crise, elles sont désormais bien capitalisées. Les banques américaines avaient fait la même chose un peu avant les banques européennes ;
- L'exposition au crédit n'a aujourd'hui rien à voir avec celle qui prévalait en 2008 : nous sommes passés d'une bulle de crédit à un déficit de crédit. On ne peut pas, en même temps, trouver les banques trop frileuses sur le crédit (voir les arguments en faveur des différents programmes de QE) et craindre pour leur exposition aux prêts... sauf pour celles qui, éventuellement auraient peu de prêts, mais très concentrés sur le secteur de l'énergie. Aucune grande banque systémique ne semble dans ce cas de figure.

On ne peut jamais écarter la possibilité de krachs, et il n'est pas nécessaire d'avoir des bulles pour avoir des krachs. Ceci étant dit, sans sous-estimer les difficultés des banques et l'environnement économique (ralentissement, craintes de récession...), financier (taux bas) et réglementaire qui leur est peu favorable, nous ne misons pas sur un effondrement du système bancaire, à l'image de celui qui a sévi en 2008.

6. Doit-on revoir les prévisions sur le dollar... et plus généralement sur les devises ?

Jusqu'ici, les vues générales étaient les suivantes :

- La fragilité de l'euro, principalement du fait des actions de la BCE ;
- Un potentiel d'appréciation du dollar américain, limité mais réel compte tenu des orientations de politiques monétaires en Europe, Chine et Japon ; attention cependant : une stabilisation du prix du pétrole et de la Chine provoquerait sans conteste une appréciation des devises émergentes et de ce fait une dépréciation des cours effectifs du JPY, de l'EUR et de l'USD. Nous n'en sommes pas encore là.
- Un potentiel de dépréciation supplémentaire du yen limité compte tenu de sa très forte sous-évaluation ;
- Une dépréciation graduelle et contenue du yuan, et une banque centrale désormais engagée dans la stabilité du yuan contre un panier de devises ;

La tendance de ces dernières semaines ne confirme pas réellement ces espoirs. Certes le yuan est sous contrôle et nous avons bien une stabilité depuis l'été du yuan effectif, et donc une déconnexion entre le dollar US et le yuan. De même, le yen a stoppé sa chute et la BoJ tente d'enrayer une future appréciation. En revanche, l'euro s'apprécie et le dollar fléchit. Est-ce réellement surprenant ? Pas vraiment en réalité.

Pour l'heure, il y a deux façons complémentaires d'expliquer l'appréciation de l'euro :

- L'élément nouveau : la nouveauté, c'est la révision à la baisse des prévisions



Sans sous-estimer les difficultés des banques et l'environnement économique (ralentissement, craintes de récession...) financier (taux bas) et réglementaire qui leur est peu favorable, nous ne misons pas sur un effondrement du système bancaire, à l'image de celui qui a sévi en 2008



L'euro est la devise d'ajustement et demeure en somme la « devise de respiration » du système



de croissance américaine et la révision à la baisse des anticipations de resserrement monétaire, toutes deux désormais plus en adéquation avec nos propres révisions.

- La politique de change: il y a une vraie politique de change, explicite, au Japon en Chine et aux États-Unis, ce qui n'est pas le cas de la zone euro. Depuis l'introduction de la monnaie unique, l'euro est la devise d'ajustement et demeure en somme la « devise de respiration » du système.

Au total, le yen a un vrai potentiel d'appréciation, et le dollar US est, comme le yen, un bon instrument de *macro-hedging*. Pour sa part, l'euro, certes protégé par les excédents courants de la zone, devrait reprendre le chemin de la baisse, du fait des mesures à venir de la BCE. Nous conservons notre objectif de 1,05 contre USD.

Au total nous restons dans un monde marqué par :

1. Un ralentissement de l'économie mondiale lié aux pays émergents, un découplage net entre zones, et l'absence de blocs homogènes: bloc Europe, bloc émergents, bloc dollar ne sont ni les uns, ni les autres une réalité économique palpable... **Autrement dit, des opportunités d'investissement** liées au découplage entre pays avancés et pays émergents, entre pays (ceux à forte demande intérieure et les autres), et entre pays émergents eux-mêmes (ceux qui produisent des matières premières et ceux qui sont plutôt consommateurs)
2. Des anticipations de croissance encore trop optimistes et des craintes sans doute excessives à moyen terme (elles ne justifient pas une capitulation complète), mais bien présentes à court terme: la peur d'une récession aux États-Unis, les risques que fait peser le contre choc pétrolier (sur des pays, et sur des entreprises), des doutes sur la capacité de la Chine à maîtriser la situation, et enfin l'incapacité des banques centrales à rassurer... **Autrement dit, des craintes qui justifient amplement les stratégies de *macro-hedging*** développées chez Amundi depuis 6 mois: **long US Treasuries et long Bunds, long volatilité, long USD et JPY, long cash USD, long or** (voir encadré ci-dessous).



Ralentissement de l'économie mondiale lié aux pays émergents, un découplage net entre zones, une absence de blocs homogènes



Des craintes qui justifient amplement les stratégies de *macro-hedging*



> Quelles stratégies de *macro-hedging* ?

Nous avons identifié un certain nombre de risques majeurs (voir *Cross Asset Investment Strategy « 2016 et au-delà », novembre 2015*) et avons proposé des stratégies de *macro-hedging*. Dans le contexte actuel, nous sommes souvent sollicités sur ces questions, et nous rappelons ci-dessous les facteurs de risque et les stratégies correspondantes.

- Risque 1 - Une hausse des taux mal comprise
- Risque 2 - Un « hard landing » chinois
- Risque 3 - Un effondrement de la croissance mondiale
- Risque 4 - Une forte dévaluation du yuan
- Risque 5 - Un nouvel effondrement du prix du pétrole et des matières premières
- Risque 6 - Une nouvelle crise en Europe
- Risque 7 - Une crise de liquidité
- Risque 8 - Une récession aux États-Unis

Les obligations américaines, les Bunds, la volatilité, l'USD, le JPY, le cash (en USD notamment) et l'or sont les meilleures protections en cas de risque extrême. Certaines d'entre elles ont d'ailleurs été intégrées dans les portefeuilles, soit parce qu'elles sont en ligne avec notre scénario central, soit parce qu'elles représentent une bonne stratégie de *hedging global*, soit les deux.

- Accroître l'exposition longue en obligations américaines et Bunds devrait permettre de protéger les portefeuilles des risques 2, 3, 4, 5, 6, 7 et 8. Valeur refuge par excellence, on devrait retrouver des corrélations fortement négatives avec les marchés boursiers en cas de crise.



- **Être long volatilité prend tout son sens dans les cas de figure 1, 2, 3, 4, 7 et 8.** On peut se mettre long vol en constituant un portefeuille diversifié long volatilité (plusieurs devises, incluant des devises EMG et ou devises + actions), sélectionnant évidemment les volatilités les plus basses (et les supports les plus liquides). Swaps de volatilité et variance swaps, qui traitent la volatilité réalisée, et Forward Vol. Agreement, qui traitent la volatilité implicite, ou fonds structurellement longs volatilité sont les produits généralement utilisés pour acheter de la volatilité. Acheter la volatilité actions ou la volatilité devises sera plus protecteur que d'acheter la volatilité sur les taux, notamment en Europe ou au Japon où les marchés obligataires sont administrés et le seraient encore davantage en cas de crise financière.
- **Accroître la liquidité des portefeuilles est en ligne avec les risques 1, 2, 3, 4, 6, 7 et 8.** C'est un réflexe naturel et légitime... sauf que la rémunération n'est plus du tout au rendez-vous. Préférer le cash USD au cash EUR ou au cash JPY. L'actif sans risque est devenu, au fil de ces dernières années, un actif sans rendement... dans le meilleur des cas (cash euro et cash JPY).
- **Être long USD est utile dans le cas des scénarios 2, 3, 4, 5, 6 et 7.** En période de crise, le dollar bénéficie de son caractère valeur refuge qui fait de lui une devise contracyclique (qui évolue à l'opposé des marchés d'actions).
- **Être long JPY dans les scénarios 2, 4 et 5.** Même caractéristique que le dollar, à un degré moindre toutefois. Son caractère actuellement fort sous-évalué pourrait s'avérer un atout essentiel.
- **Acheter de l'or dans les scénarios 1, 2, 3, 4, 6, 7 et 8.** L'or est la seule classe d'actifs risquée à avoir progressé lors de la guerre du Golfe, de la faillite de LTCM, du 11 septembre 2001, la récession de 2002, la grande récession et la crise de la dette souveraine. Cela en fait un actif à part. Il ne représente une dette envers personne (contrairement à une obligation ou à une action), ce qui, dans un contexte de crise économique et financière avec fort endettement, a incontestablement beaucoup de valeur.

Pour les impacts sur les portefeuilles Amundi, laissons la parole aux responsables de gestion

Portefeuilles de taux et crédit

ÉRIC BRARD, *Responsable Mondial des Gestions Taux*

Les marchés de taux traversent une phase de volatilité intense. Les différentiels de rendement se sont violemment écartés, que ce soit sur le crédit ou sur les dettes d'État non *core*. La combinaison de doutes grandissants concernant la croissance mondiale et de ce qui ressemble à une crise de confiance dans l'efficacité des banques centrales, ainsi qu'une liquidité très réduite des marchés, devrait maintenir la volatilité à un niveau élevé à court terme.

Nous ne remettons pas en question le scénario de rétablissement progressif de la croissance dans les économies développées, où par ailleurs les fondamentaux crédit restent sains. Mais l'aversion au risque va rester forte pour un temps. En conséquence, les marchés vont rester en mode gestion du risque dans l'immédiat, et nous faisons de même. Nous ne prévoyons pas de remonter notre exposition après l'avoir réduite assez nettement en janvier. Nous ne réduisons pas non plus la sensibilité des portefeuilles en dépit du faible niveau des taux dans les marchés *core*, dans la mesure où cette sensibilité protège au moins partiellement contre les écartements de *spreads*. En d'autres termes, pas de modification significative supplémentaire des budgets de risque dans ce contexte après les ajustements de janvier. Nous faisons en sorte de maintenir le meilleur niveau de liquidité possible dans nos portefeuilles, mais n'avons cependant pas constaté de flux de sorties significatifs.

Portefeuilles d'actions

ROMAIN BOSCHER, *Responsable Mondial de la Gestion Actions*

Point d'étape ou de retournement ?

Les marchés actions ont atteint aujourd'hui un point critique, établissant des



Pas de modification significative supplémentaire des budgets de risque dans ce contexte après les ajustements de janvier



plus bas annuels, nous renvoyant même pour certains d'entre eux sur des niveaux que nous n'avons plus observés depuis 2014.

La mauvaise nouvelle est que la contagion du crédit vers les actions est avérée. Depuis que le risque de défaut est perçu comme pouvant brutalement resurgir non seulement dans le secteur énergétique mais aussi dans la sphère financière, le spectre d'une nouvelle crise se profile à nouveau. La bonne nouvelle, si l'on peut dire, est d'observer que la longue liste de mauvaises nouvelles en provenance tant du marché obligataire sous tension que du front (géo) politique est désormais prise en considération aux niveaux actuels. La place est donc faite pour des surprises plus positives d'autant que sur le front économique, la résistance semble avérée, notamment en Europe. Par ailleurs, nous observons depuis peu un retournement de configuration, avec, en termes relatifs, un retour à meilleure fortune des valeurs cycliques au détriment des titres défensifs les moins volatils. Ce renversement pourrait mettre un terme à plus de cinq ans de contre-performance des valeurs cycliques.

Ce moment de vérité, pourrait coïncider avec un rebond. Même si contrairement aux valeurs énergétiques et financières, le reste de la cote n'a pas capitulé, nous privilégions le scénario du rebond à celui de l'effondrement. Nous mettons donc à profit les niveaux actuels, tout en conservant un petit volant de liquidité pour constituer ou renforcer des positions sur des valeurs cycliques bon marché.

Portefeuilles Multi-actifs

LOÏC BÉCUE, *Gérant du fonds Amundi Patrimoine, Directeur des Gestions Diversifiées de la clientèle des particuliers*

RAPHAËL SOBOTKA, *Responsable Mondial des Gestions Diversifiées Clients Institutionnels*

Depuis les dernières semaines, nous vivons une correction sévère de l'ensemble des actifs risqués causée par la montée de l'aversion au risque.

Les marchés des actions, d'obligations privées et de dettes périphériques ont été fortement affectés. Les obligations gouvernementales Core Euro et US ont été les rares valeurs refuges. De nombreux facteurs de risque se sont accumulés (par exemple le prix du baril, la croissance chinoise, et le risque de récession aux États-Unis) sans qu'il n'y ait de lien évident de causalité, ni d'impact clair sur les fondamentaux que cela soit la croissance mondiale ou la croissance des profits.

Comme mentionné précédemment, il est probable que ces facteurs de risque aient joué un rôle de catalyseur d'un mouvement significatif de vente de certaines institutions. Nous pensons pourtant que la dynamique de croissance mondiale n'est pas cassée.

Par conséquent, nous maintenons l'essentiel de nos vues et de nos positions : par exemple, nous pensons toujours que les *spreads* périphériques resteront contenus par l'action de la BCE et que les actions de la zone euro ont un potentiel d'appréciation important car le cycle de profit est nettement moins avancé qu'aux États-Unis. À la fin de l'année dernière et en ce début d'année, nous avons déjà réduit nos positions en obligations privées, mais aujourd'hui, étant donné les *spreads* significatifs et les fondamentaux solides, nous ne souhaitons pas aller plus loin.

En même temps, nous avons intégré dans nos portefeuilles le risque d'avoir tort. Le risque principal de notre positionnement est que le cycle de croissance mondial et en particulier américain soit cassé. En effet, si la croissance aux États-Unis et les profits entrent en récession, il est très peu probable que les actifs risqués de la zone euro résistent. Nous passerions à une fin de cycle synchronisée et la correction irait sans doute plus loin. Ceci explique pourquoi nous continuons de détenir et avons même augmenté nos positions en obligations gouvernementales US pour protéger nos portefeuilles. Nous avons également ajouté des positions d'options de vente et des stratégies de volatilité dans ce même but.

ALLOCATION D'ACTIFS PERSPECTIVES COURT TERME (3-6 MOIS)



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

“ Le risque principal de notre positionnement est que le cycle de croissance mondial et en particulier américain soit cassé ”



Facteurs de risque

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur Recherche, Stratégie et Analyse

Le tableau ci-dessous reprend les onze 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 plutôt « hawkish ». 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 enfin largement répandu. La Fed doit toute éviter erreur de communication. 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 en cas de hausse des taux prématurée, ou mal argumentée.

IMPACT DE MARCHÉ Miser sur une forte baisse des actions, et sur une contagion notamment sur des marchés émergents déjà fragilisés (Chine, ralentissement économique, baisse du prix des matières premières, inflation parfois mal maîtrisée, dégradations de leur solvabilité). La BCE poursuivrait son QE, favorisant l'écartement des *spreads* et taux entre Europe et États-Unis, ainsi qu'une nouvelle faiblesse de l'euro, deux arguments en faveur des actifs risqués européens.

[RISQUE # 2] Un « hard landing » chinois

[PROBABILITÉ] 20 %

ANALYSE Les difficultés actuelles de la Chine sont plus sérieuses que lors des précédents épisodes de stress sur les pays émergents, et ce pour au moins deux raisons : la Chine représente désormais 13 % du PIB mondial, et sa dette totale est de l'ordre de 250 % du PIB (150 % avant la crise financière de 2008). 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, une politique monétaire américaine excessivement restrictive 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. Jusqu'ici, le ralentissement du monde émergent est une réalité tangible, tandis que le monde « avancé » progresse depuis quelques années. Un nouveau ralentissement de ce dernier pourrait provenir de l'effet de second rang des pays EMG (chute des exportations), d'un nouveau fléchissement de l'investissement, de l'emploi... bref, de la demande intérieure.

IMPACT DE MARCHÉ Mis à part le recours à des politiques économiques expansionnistes, on peut craindre le retour d'une guerre des changes, entre pays émergents d'une part, et entre monde avancé et émergent d'autre part. S'attendre à une sous-performance marquée des actifs risqués, actions et crédit.

[RISQUE # 4] Une récession aux États-Unis

[PROBABILITÉ] 20 %

ANALYSE Nous avons à de nombreuses reprises mentionné que le consensus de marché était trop optimiste, et nous assistons en ce moment à une vague de révisions des anticipations de croissance pour de nombreux pays ou zones, y compris les États-Unis. Nous avons pour notre part révisé nos prévisions de croissance en 2014, et nous misons sur une croissance de l'ordre de 2 % en 2016 et 1,8 % en 2017 (le niveau de la croissance potentielle actuelle). En ce qui concerne les États-Unis, il faut rappeler d'une part la bonne tenue de la consommation (qui représente plus de 70 % du PIB), et d'autre part le grand écart (souvent peu soutenable dans l'histoire) entre le secteur des services (solide) et le secteur manufacturier (plus fragile). La question de fond est de savoir si tout cela va se maintenir. Les indicateurs

Facteurs de risque

précurseurs continuent de plaider pour une croissance de l'ordre de 2 % et non pour une croissance négative. Il n'est pas question à ce jour de récession aux États-Unis, mais ce qui inquiète, c'est l'absence de marges de manœuvre de la part de la Fed, incapable jusqu'ici de relever ses taux. La situation actuelle diffère totalement de 2004-2006, deux années durant lesquelles la Fed avait pu relever 17 fois ses taux, pour un total de 400pb, se créant ainsi les marges de manœuvre ... qu'elle n'allait pas tarder à utiliser, dès la crise financière. On est bien loin de cette situation aujourd'hui : la Fed est en retard sur son cycle économique, et la stabilité financière – et à un degré moindre le dollar – ne peuvent pas s'offrir des hausses de taux. Comment accompagner le ralentissement actuel ? La Fed est-elle encore crédible ?

IMPACT DE MARCHÉ Une récession aux États-Unis serait catastrophique pour l'économie mondiale, et l'Europe, bien qu'elle soit en meilleure santé, ne serait pas épargnée. Les taux courts resteraient bas pour très longtemps, et la Fed, n'ayant pas de marges de manœuvre sur la politique conventionnelle, n'aurait pas d'autre choix que de procéder à un QE4. Ne pas miser sur un effet positif sur les classes d'actifs risqués. Le premier impact sera négatif, et le manque de crédibilité des banques centrales ajoutera certainement de la volatilité et du stress. Miser sur des nouveaux – et importants – déséquilibres budgétaires.

[RISQUE # 5] **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 (en 1994, elle avait dévalué le yuan de 30 %). Ces mêmes craintes ont resurgi début janvier. 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 Dans un tel scénario, 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 # 6] **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 américaine 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. 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 pour bon nombre de pays émergents. Même si la baisse du prix du pétrole est un atout pour les pays avancés consommateurs de matières premières, il sera difficile de croire en une insularité totale de ces pays. Avec la baisse des prix des matières premières, il faudra miser sur la poursuite de la baisse des devises EMG, ainsi que des sorties de capitaux des EMG. Favoriser les classes d'actifs des pays avancés, et les valeurs refuge.

[RISQUE # 7] **Une nouvelle crise européenne**

[PROBABILITÉ] **5 %**

ANALYSE Lors de la crise grecque de l'été dernier, 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 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. 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



Facteurs de risque

de sortie ne tente le(s) plus solide(s) d'entre eux, ce qui est hautement crédible, car ils finiront par se lasser – sur le plan politique – de supporter économiquement et financièrement les pays en difficulté.

[RISQUE # 8] Une crise de liquidité

[PROBABILITÉ] **20 %**

ANALYSE Outre les scénarios de risque présentés ci-dessus et qui pourraient inciter à des liquidations de positions et/ou de portefeuilles, il convient de rappeler encore une fois que les contraintes actuelles de liquidité incitent à une prudence supplémentaire : depuis la crise financière de 2008, la baisse des inventaires des banques d'investissement, les contraintes réglementaires qui ont poussé des grands acteurs à acheter beaucoup d'obligations et à les conserver, la réduction des activités de *prop-trading* et *market-making*, la domination des banques centrales via les QE... tout cela a « asséché » les marchés de taux, et fermer une position ou un portefeuille prend désormais davantage de temps (7 fois plus de temps qu'avant la crise financière de 2008 si l'on en croit la Banque d'Angleterre).

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 # 9] Les marchés financiers se trompent dans leurs prévisions de taux longs

[PROBABILITÉ] **70 %**

ANALYSE Les 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 ou d'inflation sont les facteurs généralement 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 proche de procéder à des resserrements monétaires... 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 encore bien 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 attendus 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 # 10] Les risques politiques et géopolitiques

[PROBABILITÉ] **70 %**

ANALYSE Les marchés financiers évoluent désormais 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. Le regain de tensions entre l'Arabie Saoudite et l'Iran est venu conforter ce sentiment d'insécurité début janvier.

IMPACT DE MARCHÉ Il ne fait aucun doute qu'il y aura régulièrement des gains 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 # 11] Le Brexit

[PROBABILITÉ] **50 %**

ANALYSE Si le Royaume-Uni (Angleterre, Écosse, Pays de Galles et Irlande du Nord) vote en faveur d'une sortie de l'UE, deux scénarios principaux sont possibles. Selon le scénario 1, 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. 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 En cas de Brexit, 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.

Contexte macroéconomique

FÉVRIER		
AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
ÉTATS-UNIS	<p>La reprise va décélérer, le resserrement monétaire sera très prudent.</p> <ul style="list-style-type: none"> > La reprise a, jusqu'à présent, été portée par la bonne tenue du marché de l'emploi, de la consommation et des services, tandis que l'industrie ralentissait sous l'effet de la hausse du dollar et des difficultés du secteur de l'énergie. Les données les plus récentes montrent toutefois une baisse de <i>momentum</i> également dans les services. En revanche, le marché de l'emploi reste solide et une légère accélération des salaires se confirme. > À l'horizon 2016-2017, la reprise va décélérer, principalement en raison d'un ralentissement des créations d'emplois (économie proche du plein-emploi, pic des profits atteint) et de la dissipation des gains de pouvoir d'achats liés à la baisse du cours du pétrole > En raison de la décélération de l'économie et des risques externes, et malgré les hausses de salaires, la Fed sera très prudente : nous ne prévoyons qu'une hausse de taux directeurs en 2016. 	<ul style="list-style-type: none"> > Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire ») > Hausse excessive du dollar > Contagion des difficultés économiques des pays émergents
BRÉSIL	<ul style="list-style-type: none"> > La récession pour 2015 devrait être aussi marquée qu'en Russie. Malgré un policy mix qui devrait être plus accommodant, il est difficile de prévoir une sortie de crise d'ici 2017. > Alors que l'inflation ne cesse de croître et que les pressions sur le réal sont toujours importantes, la Banque Centrale a adopté un ton plus <i>dovish</i>. L'ampleur de la récession semble conduire à un arbitrage des autorités politiques en faveur de la croissance. Par ailleurs, les révisions de perspectives de croissance faites par le FMI ont sans aucun doute pesé. > Le nouveau Ministre des Finances s'est prononcé pour une consolidation budgétaire de moindre ampleur que ce que prévoyait le dernier budget. 	<ul style="list-style-type: none"> > Le changement de policy mix > Perte d'indépendance de la BCB > De nouvelles sanctions de la part des marchés > Une monétisation de la dette
EUROPE		
ZONE EURO	<p>Poursuite de la reprise, soutenue par la demande interne mais freinée par l'environnement extérieur.</p> <ul style="list-style-type: none"> > La reprise s'est poursuivie au T4, mais des signes de contagion des difficultés du monde émergent sont apparus. > La réparation financière, la fin des politiques d'austérité et les gains tirés des réformes structurelles permettront à la reprise de continuer en 2016. Son accélération sera cependant limitée par la montée des risques externes. > Dans un contexte d'inflation toujours très basse et d'environnement international incertain, la BCE va annoncer de nouvelles mesures d'assouplissement en mars 2016. 	<ul style="list-style-type: none"> > Contagion des difficultés économiques et/ou financières du monde émergent > Intensification des pressions déflationnistes > Risque politique (montée des partis anti-institutions)
ROYAUME-UNI	<p>Légère décélération en 2016 en raison de l'austérité et de l'incertitude au sujet du Brexit.</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'activité s'est maintenue à un niveau soutenu fin 2015. Le marché de l'emploi poursuit son amélioration même si la hausse des salaires reste irrégulière. > 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. > En raison de la montée des risques externes et du référendum sur le Brexit, la BoE sera très prudente (hausse de taux directeurs pas avant le S2). 	<ul style="list-style-type: none"> > Hausse de la livre > Déficits (public et externe) encore très élevés > Référendum prévu en 2016 (ou 2017) sur la sortie de l'UE
ASIE		
CHINE	<p>La Chine : un rôle stabilisateur pour les marchés de capitaux mondiaux et un moteur de croissance pour l'économie mondiale en 2016</p> <ul style="list-style-type: none"> > Nous continuons à penser que l'économie chinoise atteindra un plus bas très prochainement en 2016 > 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 > La politique de change du pays sera l'une des principales sources de volatilité des marchés financiers en 2016 	<ul style="list-style-type: none"> > Stabilisateur des marchés de capitaux mondiaux > Moteur de croissance de l'économie mondiale
INDE	<p>Inde : moteur de croissance asiatique pour l'économie mondiale en 2016</p> <ul style="list-style-type: none"> > 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. 	<ul style="list-style-type: none"> > La croissance indienne est en passe de rebondir
JAPON	<p>Amélioration attendue de la demande interne, soutenue par un <i>policy mix</i> favorable.</p> <ul style="list-style-type: none"> > La croissance japonaise a été irrégulière en 2015, affectée par l'incertitude liée à la Chine et par la difficulté des ménages à s'adapter à la hausse des prix des produits de consommation courante. > Les hausses de salaires et la reprise de l'investissement vont permettre une amélioration en 2016. Les entreprises vont bénéficier de la réduction d'impôts sur les sociétés. > La BoJ a créé la surprise en janvier en portant l'un de ses taux directeurs en territoire négatif. Des mesures supplémentaires sont probables en 2016 si la croissance décroît. 	<ul style="list-style-type: none"> > Exposition au ralentissement chinois > Incertitude politique (élections à la Chambre Haute mi-2016)



Prévisions macroéconomiques et financières

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- **États-Unis**: fin de cycle. Les profits ont atteint leur pic mais le marché de l'emploi poursuit son amélioration et des tensions salariales commencent à apparaître. Les services, qui ont jusqu'à présent soutenu la reprise grâce au dynamisme de la consommation des ménages, commencent à ralentir.
- **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 facteurs cycliques internes sont favorables 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. Le policy mix brésilien semble changer de cap. La BCB a adopté un discours plus accommodant et le Ministre des Finances a annoncé que l'objectif budgétaire sera révisé. Nous maintenons un scénario relativement sombre pour les deux prochaines années et nos prévisions sont donc respectivement pour 2015, 2016 et 2017 de -3,5 %, -2,5 % et -0,5 % avec des risques baissiers.
- **Russie**: la croissance est ressortie à -3,7 % en 2015 avec un T4 toujours très faible (-4 %). Par ailleurs, les indicateurs conjoncturels du mois de décembre ne rassurent pas. Bien qu'en moyenne annuelle, la récession est moindre que ce que nous avions anticipé, la tendance observée ne présage pas d'une reprise rapide et ce d'autant que les cours du pétrole sont toujours au plus bas. Nous maintenons donc notre prévision d'une récession marquée en 2016 à -1,8 %.

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
États-Unis	2,4	2	1,8	0,1	1,2	2,2
Japon	0,6	1,3	0,8	0,8	0,7	1,7
Zone euro	1,4	1,5	1,4	0	0,4	1,2
Allemagne	1,6	1,6	1,51	0,1	0,5	1,4
France	1,1	1,2	1,1	0,1	0,5	1,1
Italie	0,8	1,2	1,4	0,1	0,2	1,4
Espagne	3,2	2,3	1,5	-0,4	0,1	1,1
Royaume-Uni	2,2	2,2	2,2	0	0,8	1,6
Russie	-3,8	-1,8	1,0	15,6	10,0	8,5
Turquie	2,9	2,6	3	7,4	7,5	7
Chine	6,5	6	5,8	1,5	1,2	1
Inde	7,2	7,4	7,2	5,2	5,4	5
Indonésie	4,8	5	4,8	7	6,8	6,8
Brésil	-3,5	-2,5	-0,5	9	8	6,5
Pays développés	1,8	1,8	1,6	0,3	0,9	1,8
Pays émergents	4,0	4,0	4,3	4,4	4,3	3,8
Monde	3,0	3,1	3,1	2,6	2,8	2,9

Source: Recherche Amundi

PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

(prévisions faites le 20/01/2016)

- **Fed**: en raison des mauvaises surprises économiques récentes, la Fed se montrera extrêmement prudente. Une hausse de taux en mars semble impossible.
- **BCE**: en raison de l'appréciation de l'euro, de la baisse des anticipations d'inflation et de la détérioration des perspectives de croissance mondiale, la BCE annoncera de nouvelles mesures le 10 mars: probablement une nouvelle baisse du taux de dépôt et une augmentation du rythme d'achats d'actifs ainsi que de leurs modalités.
- **BoJ**: la BoJ pourrait baisser davantage ses taux en cas d'appréciation trop importante du yen.
- **BoE**: la probabilité d'un relèvement de taux directeurs en 2016 a fortement baissé.

	10/02/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016
États-Unis	0,50	0,75	0,80	0,75	1,15
Zone euro	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,55	0,50	0,75

PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

Taux 2 ans (prévisions faites le 20/01/2016)

- **États-Unis**: les mouvements de fuite vers la qualité permettent d'expliquer une partie de la baisse récente des taux longs. Cela dit, la perspective d'un resserrement monétaire très réduit de la part de la Fed ne plaide pas pour une remontée significative des taux longs. La pente va continuer à s'aplatir.
- **Zone euro**: les pressions baissières sur les taux, liées au QE de la BCE, continueront à peser pendant une période prolongée. Cela dit, rester agressivement long sur les obligations allemandes sur les niveaux atteints début février devient risqué.
- **Royaume-Uni**: les craintes liées au Brexit ont en partie causé un ralentissement de l'économie britannique, ce qui a induit une réévaluation des anticipations de politique monétaire et une baisse des taux longs.
- **Japon**: l'introduction de taux négatifs a induit une forte baisse des taux japonais. Avec la poursuite de la politique du QQE, les taux resteront très bas pendant une période prolongée.

	10/02/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016
États-Unis	0,73	1,00/1,20	1,15	1,20/1,40	1,56
Allemagne	-0,52	-0,40/-0,20	-0,41	-0,40/-0,20	-0,28
Japon	-0,22	0,00/0,20	-0,12	0,00/0,20	-0,14
Royaume-Uni	0,35	0,40/0,60	0,75	0,60/0,80	1,20

Taux 10 ans (prévisions faites le 20/01/2016)

	10/02/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016
États-Unis	1,74	2,00/2,20	2,29	1,80/2,00	2,60
Allemagne	0,25	0,40/0,60	0,61	0,40/0,60	0,88
Japon	0,02	0,20/0,40	0,14	0,20/0,40	0,21
Royaume-Uni	1,43	1,60/1,80	2,04	1,80/2,00	2,32

PRÉVISIONS DE CHANGE

(prévisions faites le 20/01/2016)

- **EUR**: les nouvelles mesures de la BCE feront baisser l'euro mais il ne faut pas s'attendre à aller plus loin que les plus bas de 2015.
- **USD**: l'appréciation du dollar depuis la mi-2014 a été de plus de 20 % en termes effectifs. Les facteurs d'appréciation du dollar (baisse du prix des matières premières et divergence de politique monétaire) s'essoufflent et il ne faut pas attendre d'appréciation majeure du dollar.
- **JPY**: la volonté de la Chine de limiter la force du renminbi et la volatilité des marchés plaide en faveur d'une position longue sur le yen. La BoJ interviendra en cas d'appréciation trop marquée.
- **GBP**: les craintes liées au Brexit ont en partie causé un ralentissement de l'économie britannique, ce qui a induit une réévaluation des anticipations de politique monétaire et une baisse de la livre. Nous avons une vue neutre à court terme sur la livre mais celle-ci souffrirait en cas de vote « oui » du Brexit.

	10/02/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus Q4 2016
EUR/USD	1,12	1,05	1,06	1,05	1,06
USD/JPY	114	115,00	123,00	115,00	123,00
EUR/GBP	0,77	0,75	0,74	0,75	0,72
EUR/CHF	1,10	1,10	1,10	1,10	1,11
EUR/NOK	9,59	9,50	9,43	9,30	9,30
EUR/SEK	9,48	9,15	9,26	9,10	9,37
USD/CAD	1,39	1,50	1,40	1,55	1,37
AUD/USD	0,71	0,65	0,68	0,65	0,69
NZD/USD	0,67	0,60	0,62	0,60	0,62

1 Marché des actions : trou d'air ou fin de cycle ?

ERIC MIJOT, *Stratégie et Recherche Économique*

Après 7 ans de hausse des marchés d'actions, le fort recul depuis le début d'année renvoie à la question du *timing* de la prochaine récession. En effet, une baisse de plus de 10 % du MSCI Monde sur un an a souvent correspondu aux entrées en récession du pays leader, à savoir les États-Unis. C'est ce qu'on observe en remontant aux années 1970 (voir graphique n° 1) et si on exclut le krach de 1987 (qui ne fut pas suivi d'une récession). D'ailleurs, les profits du MSCI Monde sont déjà en léger recul, dans la même proportion que lors de la retombée en récession de la zone euro en 2012 (moins de 10 %). Enfin, la hausse des taux de la Fed vient s'ajouter au durcissement des conditions monétaires via la hausse du dollar, ce qui pourrait être considéré comme une erreur de politique monétaire¹.

La situation est certes critique, mais ne nous apparaît pas désespérée au regard de trois constatations historiques que nous vous proposons de passer en revue dans cet article.

Que nous enseigne la baisse des prix du pétrole ?

Le prix du pétrole est reparti de plus belle à la baisse en ce début d'année, portant sa baisse à -75 % depuis son plus haut de juin 2014 et plus de -50 % en glissement annuel (voir graphique n° 2). Or on constate qu'une baisse des prix de cette ampleur, qui constitue un contre-choc pétrolier, a toujours été suivie par une réaction boursière positive et a même conduit à la formation de bulles.

Le contre-choc de 1986 (de novembre 1985 à juillet 1986) a conduit à une exagération de marché qui s'est conclue par le krach d'octobre 1987. De même, la baisse des prix du pétrole de 1997-1998 (d'octobre 1996 à décembre 1998) a précipité la formation de la bulle internet de 1999-2000. Alors que la baisse des prix du pétrole est avant tout due à un excès d'offre, on peut valablement penser que ce contre-choc, qui bénéficie au consommateur, conduise cette fois-ci encore à une forme ou une autre d'exagération sur les marchés.

Enfin, remarquons que les fins de cycles interviennent souvent, non pas après une baisse annuelle de 50 % des prix du pétrole, mais plutôt après une hausse de +50 %, voire +100 %.

Les marges sont au plus haut aux États-Unis. Qu'en conclure ?

Cette constatation n'est pas nouvelle. En fait, les marges des entreprises plafonnent aux États-Unis depuis 2012, mais on peut estimer qu'elles ont vraiment établi leur point haut au troisième trimestre 2014 (voir graphique n° 3). En effet, cela correspond aussi au point bas des *spreads* High Yield qui y sont évidemment très sensibles.

On constate historiquement que les récessions aux États-Unis interviennent 6 trimestres après le top des marges en médiane au niveau de l'ensemble de l'économie². Ce qui suggérerait une entrée en récession... au premier trimestre 2016. Toutefois, dans les années 1960 et à la fin des années 1990, les récessions ont été davantage distantes des tops de marges ; de 15 trimestres pour être plus précis. Cette hypothèse renverrait la prochaine récession au premier semestre 2018, ce qui laisserait le temps au marché de se reprendre, voire de construire les quelques exagérations auxquelles nous faisons référence ci-dessus.

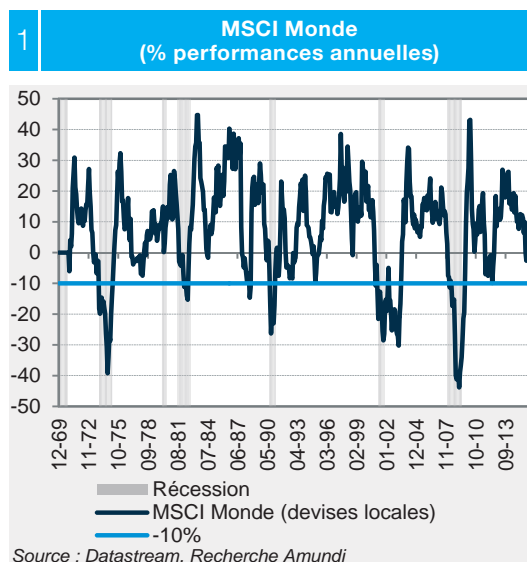
¹ Voir le Discussion Paper DP12: « Les banques centrales: premier pilier du cycle d'investissement » – Novembre 2015

² Voir le Discussion Paper DP07: « Le cycle court de l'investissement: feuille de route » – octobre 2014

L'essentiel

En ce début d'année, la baisse des marchés d'actions interpelle sur la fin du cycle. Serait-elle imminente? Ou bien le contre-choc pétrolier pourrait-il cette fois encore prolonger le cycle, ce qui s'accompagnerait d'une réaction positive des actions? Le chemin risque d'être chaotique, mais notre analyse nous conduit à privilégier la seconde option.

Les marchés d'actions seraient capables de se reprendre dans le courant de l'année 2016, peut-être même pour finir l'année en territoire positif, mais sans pour autant repasser au-dessus de leurs points hauts cycliques de l'année dernière. Certes, les marges des entreprises sont au plus haut aux États-Unis et les profits mondiaux en léger recul. Toutefois, il faut distinguer le comportement des valeurs de croissance, dont les profits, encore orientés à la hausse, profitent du contre-choc pétrolier, et les valeurs décotées, dont les profits reculent et souffrent de ce contre-choc. L'histoire nous enseigne que les cycles en faveur des valeurs de croissance se terminent toujours par une forme d'exagération en trois temps en leur faveur. Nous en serions seulement à la première étape.



Typiquement, le profil des cycles boursiers qui s'insèrent dans ces phases de prolongation du cycle économique dure au moins une année à la hausse, ce qui serait très cohérent avec les observations précédentes. En 2006, la phase de hausse a par exemple duré 14 mois, de juillet 2006 à octobre 2007. En 1998, la phase haussière avait duré 18 mois, d'octobre 1998 à mars 2000.

Enfin, même si les marges baissent pendant ces phases de prolongation du cycle économique, les profits des sociétés accompagnent en général les marchés d'actions à la hausse. En 1987, comme en 1998, les profits des sociétés avaient faibli dans un premier temps mais étaient repartis à la hausse ; comme à son habitude le marché avait anticipé à chaque fois d'environ un à deux trimestres. En 2006, les profits des sociétés n'avaient pas interrompu leur hausse.

Pour l'instant, les profits mondiaux baissent légèrement et nous n'anticipons pas de rebond puissant. Mais il faut remarquer une forte divergence entre les profits des valeurs de croissance, qui continuent de progresser, et celles des valeurs décotées, qui reculent (voir graphique n° 4). À ce stade, les valeurs leaders de ce cycle résistent donc, ce qui est une condition nécessaire pour que le marché finisse par jouer les prolongations.

Comment interpréter la forte divergence entre les valeurs de croissance et les valeurs décotées ?

Les valeurs de croissance profitent en relatif de l'argument du contre-choc pétrolier et de taux d'intérêt très bas ; l'indice MSCI Growth est riche en valeurs de consommation (technologie, consommation cyclique, non cyclique et santé représentent 66 % de l'indice). À l'inverse, les valeurs décotées en souffrent ; elles sont très liées aux matières premières et incluent aussi les financières (énergie, matériaux, services publics et financières représentent 54 % de l'indice MSCI Value).

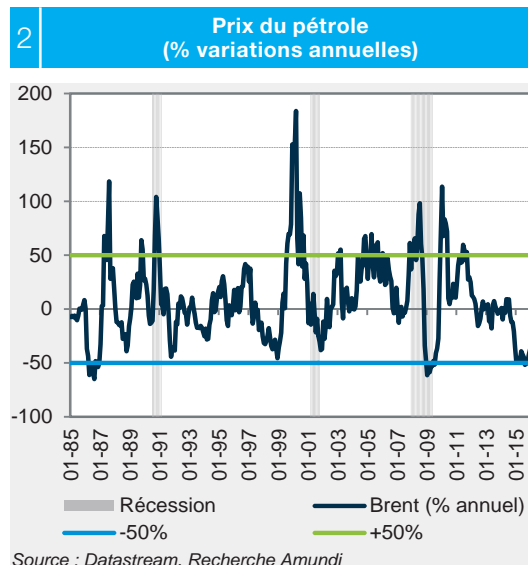
Le ratio des valeurs de croissance par rapport aux valeurs décotées est sur une tendance haussière depuis 2007 (voir graphique n° 5) et en forte hausse depuis la mi-2014 (+17 %). La panique du mois d'août 2015 et la piqûre de rappel de ce début d'année n'ont fait qu'accentuer cette logique, ce qui nous conduit à plusieurs réflexions :

1. il s'agit de la quatrième fois depuis les années 1980 (1984-1987, 1988-1992, 1994-2000) que le cycle est en faveur des valeurs de croissance,
2. à chaque fois, cette surperformance se termine par une exagération de la divergence,
3. si on va plus dans le détail, on s'aperçoit que cette phase finale se décompose à chaque fois en 3 étapes : une première forte divergence en faveur des valeurs de croissance (nous en serions à cette étape), un retracement en faveur du thème value, puis une dernière forte réaction en faveur des valeurs de croissance.

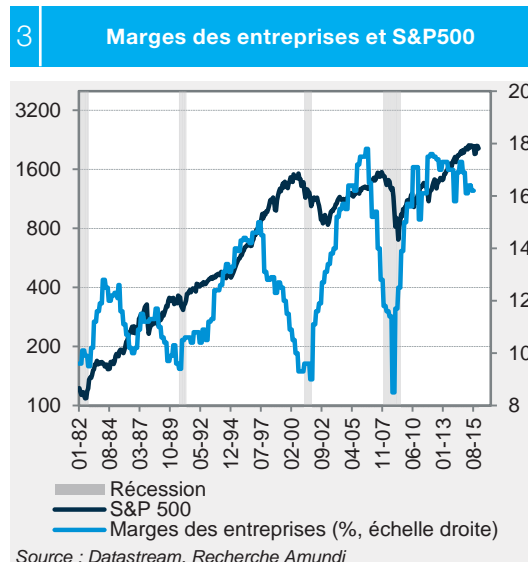
Alors, fin de cycle rapide ou non ?

Notre interprétation des 3 facteurs ci-dessus nous conduit au schéma suivant : les marchés d'actions seraient capables de se reprendre dans le courant de l'année 2016, peut-être même pour finir l'année en territoire positif, mais sans pour autant repasser leurs plus hauts cycliques de l'année dernière. Cela suppose une réaction des autorités monétaires, voire budgétaires et au moins une stabilisation des prix du pétrole. La thématique de la récession serait dans ce cas renvoyée à 2017 ou 2018.

Il se pourrait alors qu'il y ait un rebond marqué des valeurs décotées et souvent survendues, notamment celles liées aux prix du pétrole et des matières premières industrielles. Mais il leur sera difficile de tenir la distance face aux valeurs de croissance, dont les profits montent. Les valeurs de croissance pourraient alors finir par « exagérer » à la hausse, au moins en termes relatifs. Dans un contexte où les prix du pétrole sont particulièrement difficiles à prévoir, il est intéressant de relever que la saisonnalité est en général favorable au pétrole de février/mars à l'été.



“ Le contre-choc pétrolier pourrait prolonger le cycle ”

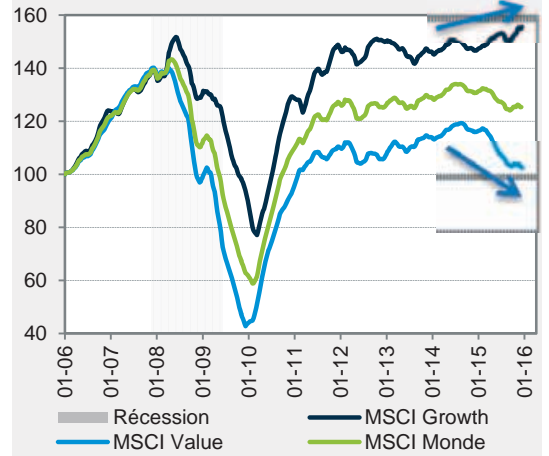


Ce scénario, cohérent avec nos observations historiques, nous semble le plus raisonnable. Mais évidemment les choses peuvent se passer autrement... Tant que le pétrole est orienté à la baisse, que les *spreads* de crédit se tendent et que les valeurs bancaires sont attaquées, le risque reste élevé. La Fed s'est certes montrée prudente en janvier, mais toutefois moins inquiète qu'en septembre, ce qui ne constitue pas un catalyseur aussi puissant que la baisse des taux qu'elle avait entreprise en 1998 lors de la crise LTCM. On ne peut donc pas exclure une phase de stress un peu plus forte avant que les choses se mettent en place.

Conclusion

Si le scénario de fin de cycle que nous avons décrit apparaît en surface comme plutôt favorable aux marchés d'actions à l'horizon de 12 à 18 mois, il est loin d'être le plus facile à gérer. Il suggère, faute d'avoir un *timing* parfait, de limiter la taille des paris. Au niveau régional, nous conservons notre préférence pour la zone euro; ce qui nécessite quand même que le marché américain tienne (ce qui est notre scénario, en l'absence de récession en 2016). Au niveau des thématiques, au-delà du thème lié au rendement qui concerne toutes les zones, nous restons favorables aux valeurs de qualité aux États-Unis (marché le plus avancé dans le cycle), au *stock picking* au Japon (marché plus mûr que la zone euro) et enfin au style *momentum* en zone euro. Autrement, nous restons encore prudents sur les marchés émergents.

4 MSCI Monde Growth et Value Indices des profits sur 12 mois glissants



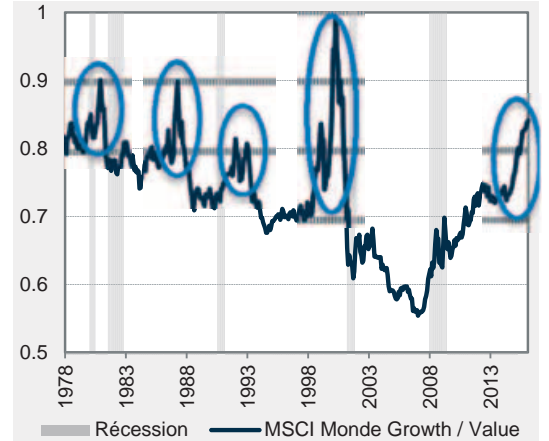
Source : Datastream, Recherche Amundi



Les profits des valeurs *Growth* résistent



5 MSCI Monde Growth / Value



Source : Datastream, Recherche Amundi



2 La pérennité de l'environnement de taux longs : quels sont les facteurs critiques ?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

L'année a démarré avec une nouvelle baisse des taux longs, désormais (le 11 février) à 0,19 % en Allemagne et à 1,67 % aux États-Unis. Rien ne semble arrêter la baisse des taux longs, ou, à tout le moins, le maintien à de bas niveaux. Cet environnement est-il pérenne... et est-il favorable? Telle est la question qu'il convient de se poser, car la baisse des taux longs peut provenir d'une montée des risques ou de conditions monétaires et financières favorables... deux situations aux antipodes pour les allocations d'actifs. Ajoutons également que cela fait plus de 4 ans que les prévisions de marché se trompent sur les taux longs, tout le monde – ou presque – ayant sous-estimé les forces laissant les taux longs à des niveaux historiquement ultra-faibles. L'objet de cet article est d'analyser les facteurs susceptibles de pousser les taux à la hausse (ou de les maintenir à un bas niveau).

Six facteurs essentiels sont susceptibles de modifier – ou de conforter – l'environnement actuel. Pour une remontée des taux longs, il faudrait :

1 Une remontée de la croissance potentielle

Le monde fait face à une croissance potentielle affaiblie et à un excès d'épargne mondiale. Autrement dit, le taux d'intérêt d'équilibre mondial a fortement décliné au cours de ces dernières années. Difficile de conclure que les niveaux actuels de taux sont excessifs, comme il est difficile de croire en un éclatement de bulle obligataire. Que ce soit en Chine (où elle a sans doute été réduite de 50 % en l'espace de 10 à 15 ans), au Japon, en Europe ou encore aux États-Unis, la croissance potentielle a fortement baissé. Nous sommes donc entrés dans un nouveau régime de croissance, avec des rythmes d'expansion beaucoup plus faibles que par le passé. Pour que la croissance potentielle remonte, il faudrait un renversement des tendances démographiques (à long terme par le taux de natalité, à court terme par l'immigration) et une progression plus conséquente des gains de productivité. Rien qui ne puisse se produire à très court terme.

La stabilité macrofinancière de ce nouveau régime requiert désormais des taux d'intérêt plus bas, et sans doute pour longtemps car il s'agit de modifications structurelles et non pas seulement conjoncturelles. À tout cela viennent s'ajouter les niveaux de dette accumulés qui « interdisent » une forte remontée des taux.

2 Un regain d'inflation

Du fait de la chute des prix du pétrole et de l'absence d'inflation salariale dans la plupart des économies avancées, un retour rapide de l'inflation vers les cibles des banques centrales est hors de portée en 2016. Les politiques monétaires peuvent donc rester très accommodantes. Au total, personne ou presque ne mise sur un retour de l'inflation, d'une part parce que les indicateurs économiques ne plaident pas en faveur de cela, mais aussi parce que les banques centrales qui le souhaitent (Banque du Japon en particulier) n'y parviennent pas. Les tendances déflationnistes (salaires, Chine, prix des matières premières, prix des biens industriels, commerce mondial...) restent puissantes et les anticipations d'inflation restent sous contrôle, parfois à l'excès.

3 Un changement radical dans l'attitude des grandes banques centrales

Pour qu'il y ait une remontée des taux courts et longs, il faudrait assister à une remontée des taux directeurs des banques centrales. Certes, la Fed vient tout juste d'entamer son cycle de resserrement monétaire, mais il ne s'agira ni d'une « normalisation monétaire », ni d'un véritable cycle de

L'essentiel

Le niveau des taux – courts et longs – et leur maintien à un faible niveau sont des éléments déterminants – et critiques – de notre scénario et de notre allocation d'actifs. L'impact sur les obligations d'entreprises et sur les actions notamment, est particulièrement important. Attention toutefois: la baisse des taux longs peut provenir d'une montée des risques ou de conditions monétaires et financières favorables... deux situations aux antipodes pour les allocations d'actifs.

L'objet de cet article est de passer en revue les différents facteurs susceptibles de pousser les taux longs à la hausse et de sortir de la situation d'ancrage des taux à de bas niveaux dans laquelle nous vivons depuis plusieurs années. Nous en développons six : la hausse de la croissance potentielle, la progression du niveau d'inflation et des anticipations d'inflation, le resserrement des politiques monétaires, la réduction de la taille des bilans des banques centrales (Fed en tête), le recours plus large à des déficits budgétaires, l'éclatement de bulles obligataires. Notre conclusion est sans équivoque : il est bien difficile de trouver actuellement des facteurs déterminants poussant durablement les taux longs à la hausse. Tant que cela sera le cas, et hormis une situation de crise et d'aversion au risque, il y a peu de chances que nous changions radicalement nos allocations d'actifs.

“ La baisse des taux longs peut provenir d'une montée des risques ou de conditions monétaires et financières favorables ”

“ Rien ne semble arrêter la baisse des taux longs, ou, à tout le moins, leur maintien à de bas niveaux ”

resserrement. Nous préférons parler de « mini-cycle » de resserrement. En fait, il faut noter que la Réserve Fédérale procède à sa première hausse des taux alors que le cycle économique est déjà bien entamé. La Fed a pris du retard du fait des risques sur les grands équilibres financiers, et du fait de la – trop – forte appréciation du dollar. Il n'y a pas actuellement un bloc de banques centrales en phase de resserrement contre éventuellement un bloc de banques centrales désirant garder des taux bas ou désirant resserrer plus tard, mais plutôt une banque centrale qui relève ses taux (la Fed) face au reste du monde – ou presque – qui désire et va poursuivre les assouplissements monétaires. Autant dire que cela limite les marges de manœuvre de la Fed... et le potentiel de hausse des taux.

4 Une réduction drastique des bilans des grandes banques centrales

Les grandes banques centrales ont toutes procédé à la mise en place d'un programme de *Quantitative Easing* (QE), certaines l'ont interrompu (Fed et Banque d'Angleterre), d'autres l'ont entamé il y a moins d'un an (BCE), et d'autres enfin n'ont pas d'autre choix que de le poursuivre (Banque du Japon et sans doute Banque centrale chinoise). Dans tous les cas, cela s'est traduit par d'importants achats de titres obligataires (souverains et autres) et par un fort accroissement du bilan de la Banque centrale. Il apparaît également de façon claire qu'une fois les QE terminés, les banques centrales n'ont pas procédé à un dégonflement de leur bilan, et ont réinvesti les actifs venant à maturité. Les risques sur la stabilité financière ne permettent pas qu'il en soit autrement. Cela ne devrait pas changer dans l'immédiat.

5 Un nouveau – et important – recours aux déficits budgétaires

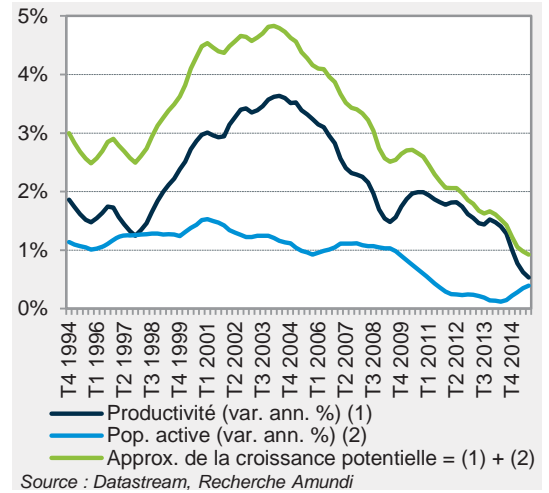
Le recours à des déficits budgétaires accrus serait un autre facteur pouvant pousser à la hausse les taux longs. Attention toutefois: la relation entre ces déficits et taux longs ne fait pas l'unanimité parmi les économistes, tant s'en faut. Selon les adeptes de l'effet d'éviction, une hausse des dépenses publiques se traduirait par une baisse de l'investissement et de la consommation privée. Pour financer les déficits, l'État se finance sur les marchés financiers, ce qui va mobiliser une partie de l'épargne au détriment de l'investissement productif (effet volume), et donc de la croissance (c'est pour cela que les politiques budgétaires keynésiennes de relance de la demande globale sont contestées, et que les libéraux sont plutôt favorables à une baisse des dépenses publiques). En conséquence, l'action de l'État raréfie une épargne dont le prix s'accroît (effet prix). Au total, les taux d'intérêt s'inscrivent à la hausse, toutes choses égales par ailleurs. Il a cependant été abondamment démontré que la réalisation de l'effet d'éviction ne se produit que sous des hypothèses très restrictives (plein-emploi, politique monétaire neutre). Par ailleurs, lorsque l'investissement public intervient alors que l'investissement privé est défaillant, l'impact sur les taux est peu probable. Au total, il est difficile de se prononcer: d'autres facteurs bien plus puissants déterminent les taux d'intérêt et le taux d'intérêt n'est pas non plus le seul élément déterminant de l'investissement.

Il est probable que la politique budgétaire américaine soit assouplie (maturité du cycle de croissance, année électorale...) alors que l'austérité budgétaire en zone euro cède du terrain... mais on ne pourra pas parler de relance budgétaire pour autant. Au total, l'impact sur les taux, s'il existe, sera limité.

6 Des bulles obligataires qui éclatent

Pour que des bulles éclatent, encore faut-il qu'elles existent. Le niveau des taux peut paraître excessif au regard des données passées, mais il n'est pas cependant pas irrationnel au regard des conditions actuelles évoquées ci-dessus. Un krach peut intervenir sans pour autant que des bulles aient été identifiées, mais les remontées de taux auxquelles nous allons assister, si elles sont inévitables compte tenu de la volatilité ambiante et des niveaux de taux, ne nous semblent pas soutenables.

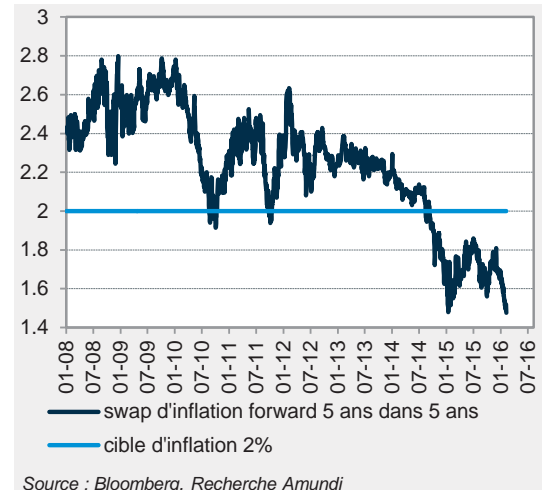
1 États-Unis : approximation de la croissance potentielle (tendance à 5 ans)



Les marges de manœuvre de la Fed à la hausse des taux sont limitées



2 Zone euro : swap d'inflation forward 5 ans dans 5 ans



Les déficits publics ne sont pas, tant s'en faut, le facteur de détermination des taux d'intérêt le plus puissant



En conclusion, les taux longs sont bas, et ils devraient le rester. Mais il faut bien distinguer des baisses de taux provenant d'une montée de l'aversion au risque et des baisses de taux provenant de conditions monétaires et financières amples. **Le mouvement de l'été dernier et de ce début d'année, accompagné d'une hausse de la volatilité et de chocs sur les devises, relève clairement du premier cas de figure, et il incite donc à la prudence.** Nous avons évoqué à de nombreuses reprises les stratégies de *macro-hedging* qu'il est nécessaire de mettre en place dans les portefeuilles et les allocations d'actifs : long obligations américaines, long USD, long JPY, long cash en USD, long volatilité, et long or.



Nos stratégies de macro-hedging prennent tout leur sens dans le contexte actuel



3 Les spreads des obligations IG BBB américaines retrouvent des niveaux synonymes de récession

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique*

Les valorisations des obligations d'entreprise américaines ont fini par renouer avec des niveaux similaires à ceux atteints lors des dernières récessions ou crises systémiques. Ce constat s'applique aux titres *investment grade* (IG) et spéculatifs (HY), mais dans des proportions différentes en fonction de la catégorie de notation et/ou des secteurs. Les graphiques que nous présentons montrent que les obligations BBB ont atteint les pics observés lors de la récession du début des années 1990 et les niveaux moyens de la récession suivante, au début des années 2000. Bien que la comparaison avec la récession qui avait suivi la crise financière mondiale soit plus difficile, on constate également de manière assez claire que les *spreads* actuels sont ligne avec la phase initiale de cet épisode mais aussi, ce qui est intéressant, avec les pics atteints pendant la crise de la dette souveraine européenne. Les résultats d'une comparaison historique pour les obligations d'entreprise notées A sont moins marqués. De fait, l'augmentation récente de la prime de risque ne semble pas avoir encore atteint des niveaux synonymes de récession.

Comme bien souvent, le principal responsable est le secteur des matières premières et du pétrole

L'effondrement des prix des matières premières et du pétrole est le principal facteur expliquant l'augmentation des *spreads* des titres IG américains : les secteurs du pétrole et des métaux/des mines paient actuellement un *spread* moyen d'environ 1 700 points de base et de près de 600 pb, respectivement, sur les marchés du crédit américain HY et IG, contre un *spread* moyen pour les autres secteurs de 660 pb et 164 pb respectivement, pour les catégories *investment grade* et spéculative. En exigeant une prime de risque plus élevée, les investisseurs anticipent une augmentation des événements de crédit, même si cette tendance est déjà manifeste sur le segment HY. Les groupes énergétiques affichent désormais un taux de défaillance de 10 %, lequel devrait continuer à augmenter et atteindre 15 % dans les prochains mois. Actuellement, les entreprises en défaut appartiennent presque exclusivement à la catégorie des titres les moins bien notés (CCC) et à des sous-secteurs liés aux activités d'extraction et de production de pétrole. À noter également que ce sont les plus petites capitalisations qui souffrent le plus des événements de crédit : dans les mois et trimestres à venir, compte tenu des prix des matières premières et du pétrole, il faut s'attendre à une augmentation des taux de défaut des entreprises de notation intermédiaire (B) de plus forte capitalisation.

Les défauts de titres HY augmentent mais le nombre d'anges déchus également

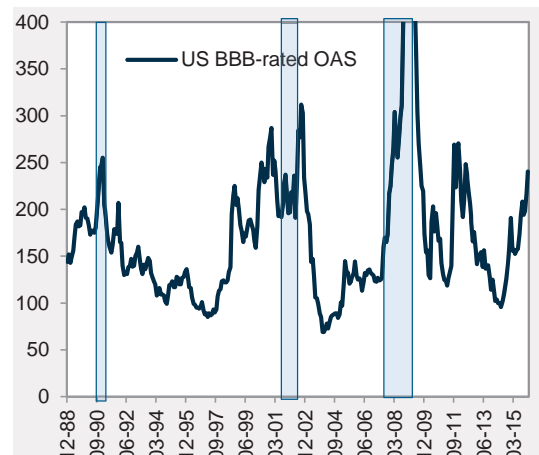
Si, sur le marché HY, une forte hausse du taux de défaut reflète une augmentation des faillites, sur le marché IG une telle tendance témoigne essentiellement d'un risque accru de rétrogradation dans la catégorie HY, en particulier pour les entreprises exposées au pétrole. Le nombre d'anges déchus est déjà en hausse : en 2015, la valeur de la dette libellée en dollar qui « tombée » dans la catégorie HY a atteint 151 milliards de dollars, contre 60 milliards en 2014 et près de 65 milliards en 2013. Le rapport entre les rétrogradations de notes et les augmentations s'est aussi inscrit en hausse en raison de l'évolution des perspectives des secteurs les plus exposés à la baisse des prix du baril de pétrole. Le secteur de l'énergie fait partie des plus représentés sur le segment BBB (14 % du total des titres), contre seulement 12 % dans l'univers IG. Selon les dernières indications des agences de notation, les notes et les perspectives des notes de nombreuses entreprises du secteur sont toujours soumises à des pressions baissières importantes.

L'essentiel

Les valorisations des obligations d'entreprise américaines notées BBB ont fini par renouer avec des niveaux similaires à ceux atteints lors des dernières récessions ou crises systémiques. Comme bien souvent, le principal responsable est le secteur des matières premières et du pétrole, ce qui témoigne du risque accru de rétrogradation dans la catégorie HY, en particulier pour les entreprises exposées au risque de baisse du prix du pétrole.

La comparaison des *spreads* et des indicateurs avancés macroéconomiques témoigne d'une corrélation marquée avec l'indice ISM manufacturier, qui est actuellement légèrement en deçà du seuil de 50, mais également d'un écart croissant avec l'indice ISM non-manufacturier, toujours en ligne avec la croissance future du PIB proche de 2 %. Ainsi, les *spreads* actuels des entreprises IG américaines sont assez proches d'un scénario de récession historique, mais se dissocient également des signaux toujours positifs du secteur des services.

1 Les spreads US IG BBB retrouvent des niveaux synonymes de récession

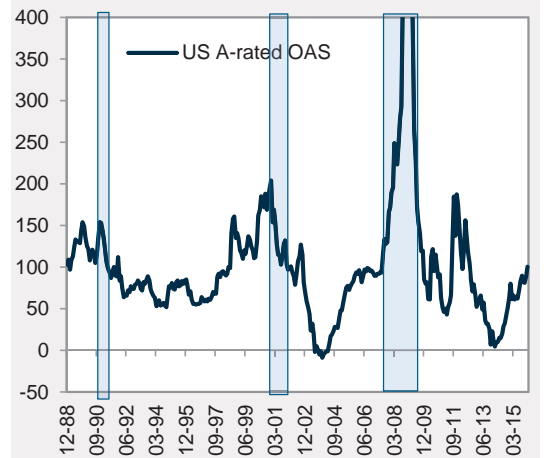


Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Comparaison des spreads avec les indicateurs avancés macroéconomiques

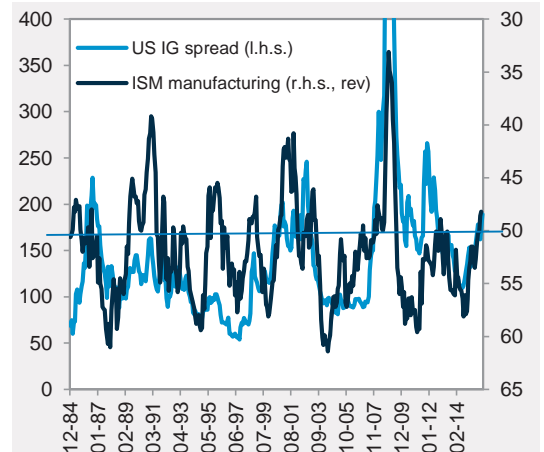
Les graphiques dénotent d'une forte corrélation historique entre les spreads IG américains et l'indice ISM du secteur manufacturier : ce dernier est inférieur au seuil de 50 depuis quelques mois, tout en en restant proche. En revanche, l'écart s'est sensiblement élargi par rapport à l'indice ISM non-manufacturier, qui demeure nettement au-dessus de 50 et laisse donc augurer une croissance du PIB proche de 2 %. Le secteur des services est dominant au sein de l'économie américaine, contribuant à hauteur de 80 % du PIB du pays : l'appréciation du dollar et l'impact négatif du pétrole ont indéniablement pesé sur le secteur manufacturier, mais la demande intérieure devrait largement bénéficier des entreprises IG appartenant aux autres secteurs, en particulier celles exposées à la consommation de pétrole. Ainsi, les *spreads* actuels des entreprises IG américaines sont assez proches d'un scénario de récession, mais se dissocient également des signaux toujours positifs du secteur des services, qui soutiennent la croissance de l'économie intérieure.

2 Les spreads US IG A ne sont pas à des niveaux de récession



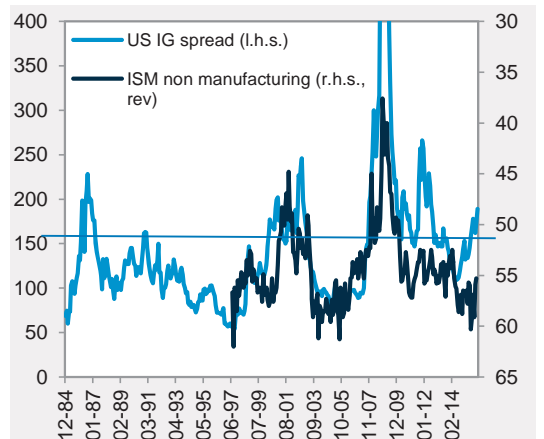
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

3 Les spreads IG OAS sont en ligne avec un indice ISM manufacturier en dessus de 50



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

4 Les spreads IG OAS ne sont plus corrélés avec l'indice ISM non-manufacturier



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

4 Devises émergentes : 2016 ressemblera-t-il à 2015 ?

ABBAS AMELI-RENANI, *Stratégie et Recherche Économique*
BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

Un grand nombre des facteurs qui ont pénalisé les devises émergentes en 2015 continueront à se manifester encore en 2016. Les marchés émergents sont pris entre la politique de resserrement monétaire de la Fed, la chute du prix des matières premières (due en partie au ralentissement chinois) et une augmentation des risques idiosyncratiques. Néanmoins, une bonne partie de ces éléments ont déjà été *pricés* et puisque notre vue générale sur la classe d'actifs reste prudente, nous pensons qu'un positionnement de valeur relative est plus approprié. Selon nous, la dépréciation du renminbi sera clairement, un déterminant clé de la performance relative des devises.

Les pressions déflationnistes vont peser sur les devises asiatiques

Alors que nous avons déjà assisté à une correction substantielle des devises sud-américaines et des devises « matières premières » en 2015, les devises asiatiques ont, elles, bien résisté, à l'exception du ringgit malais (MYR) qui a lourdement chuté. Cela a induit une perte de compétitivité relative sur les marchés internationaux pour les pays asiatiques. Notons que la forte dépréciation du yen depuis l'arrivée au pouvoir du gouvernement Abe en 2012 a aggravé cette tendance ces dernières années. C'est d'autant plus vrai pour les devises à faible rendement comme le won coréen (KRW), le dollar singapourien (SGD) et le bath thaïlandais (THB), mais aussi pour le peso philippin (PHP). Ces devises (KRW, SGD, THB, PHP) resteront sous pression contre le dollar, notamment car nous nous attendons à davantage de dépréciation du renminbi (nous avons une cible de 7 pour la parité USD/CNY pour la fin d'année). Les voisins de la Chine chercheront eux aussi à obtenir davantage de dépréciation de leur devise afin de préserver leur compétitivité mais aussi de combattre les forces déflationnistes. D'un point de vue macroéconomique, la flexibilité accrue de la devise peut être positive pour la Chine à moyen terme. La Chine essaie par tous les moyens de tendre vers l'impossible trinité de taux de changes fixes, d'un compte de capital ouvert et d'une politique monétaire indépendante. Permettre une flexibilité accrue de la devise pourrait accroître l'efficacité de la politique monétaire et améliorer les outils à la disposition de la PBoC pour s'assurer d'un atterrissage en douceur de l'économie.

Ailleurs en Asie, l'Inde reste le favori des marchés. L'Inde a été nettement identifiée comme étant l'un des plus grands bénéficiaires de la baisse des prix des matières premières et est l'un des seuls pays asiatiques où les perspectives de croissance ne se sont pas détériorées et restent même très robustes. D'ailleurs, il existe un certain nombre de spéculations au sujet de la possibilité que l'Inde devienne la « nouvelle Chine » : par exemple, Stanley Fischer, le vice-président du *Board of Governors*, a récemment soulevé la question « L'Inde peut-elle recharger la croissance en Asie émergente ? » (« L'Asie émergente en transition », 19 novembre 2015). Mais même si l'Inde a un immense potentiel (le PIB par habitant reste largement sous la moyenne asiatique), des obstacles substantiels restent sur son chemin (comme des goulets d'étranglement au niveau des infrastructures). La stabilité des prix du pétrole à un niveau bas est un facteur de stabilité pour la roupie indienne (le taux de change réel effectif a grimpé en ligne avec les termes de l'échange). Cela dit, nous avons des inquiétudes au sujet du fait que le marché soit trop positionné à l'achat sur la devise et nous préférons adopter une approche plus neutre sur la roupie indienne (INR) et anticipons la stabilité contre le dollar.

Pour la première fois depuis des années, nous préférons la roupie indonésienne (IDR) à la roupie indienne (INR). Le positionnement de marché est plus favorable pour la première et nous pensons que le marché a sous-évalué l'amélioration significative des équilibres externe et budgétaire, ainsi que l'amélioration

L'essentiel

Un grand nombre des facteurs qui ont pénalisé les devises émergentes en 2015 continueront à se manifester en 2016. Les marchés émergents sont pris en étau entre la politique de resserrement monétaire de la Fed, la chute du prix des matières premières et une augmentation des risques idiosyncratiques.

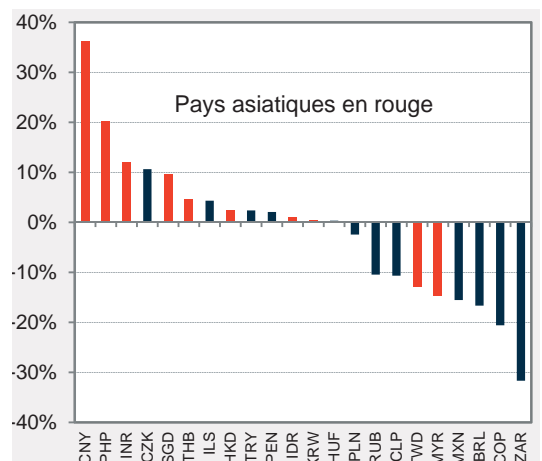
Notre vue générale sur la classe d'actifs reste prudente, nous pensons qu'un positionnement de valeur relative est plus approprié. La dépréciation du renminbi sera incontestablement un déterminant clé de la performance relative.



Un grand nombre des facteurs qui ont pénalisé les devises émergentes en 2015 continueront à se manifester en 2016



1 Déviation du taux de change réel effectif par rapport à la moyenne de long terme (depuis 1994)



Source : Datastream, Recherche Amundi

du climat politique sous le président Jokowi. Par ailleurs, le pays est moins exposé à la Chine que d'autres pays dans la région, même s'il peut être amené à souffrir d'un nouvel accès de faiblesse des prix des matières premières. Une surpondération de l'Indonésie couplée à une sous-pondération de devises asiatiques à bas rendement permet de bénéficier d'un différentiel de taux d'intérêt confortable.

La situation du ringgit malais (MYR) est très particulière parmi les devises asiatiques. Après une décennie de quasi-stabilité, le taux de change réel effectif de la Malaisie a chuté lourdement en 2014-2015 (-12 % rien qu'en 2015) et est tombé dans des zones de forte sous-évaluation. Le ringgit a souffert en partie de la chute des prix du pétrole mais aussi d'une incertitude politique accrue. Le ringgit offre de la valeur (les perspectives de croissance restent parmi les plus robustes de la région) mais les catalyseurs de performances positives manquent encore. Alors que le compte courant et la « *basic balance* » sont clairement en territoire positif, les flux de portefeuille ont été significatifs ces derniers mois et cela pourrait bien durer quelque temps.

Les devises sud-américaines souffrent encore à cause des matières premières

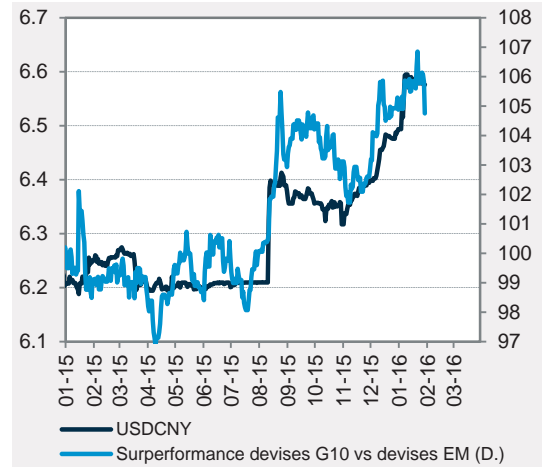
Dans le monde émergent, ce sont les pays d'Amérique Latine qui font face aux plus grands défis, étant donné leur exposition aux matières premières. Mais c'est aussi dans cette zone géographique que les valorisations sont devenues les plus attractives. Cela dit, même pour l'Amérique Latine, il est préférable selon nous de privilégier une approche de valeur relative. Même si le real brésilien (BRL) s'est sans doute déprécié plus que ne l'aurait justifié le choc négatif sur les termes de l'échange, nous pensons que cela peut aisément se comprendre étant donné la détérioration au niveau de la situation politique, le dérapage de la situation budgétaire et le vaste scandale de corruption. Le principal facteur de soutien pour le BRL proviendra de la forte amélioration des équilibres externes et d'une « *basic balance* » positive. Néanmoins, une nouvelle année de sévère récession combinée à une politique monétaire toujours restrictive implique qu'il faut plutôt s'attendre à davantage de faiblesse pour le BRL. La situation du Mexique est relativement saine mais l'exposition au pétrole reste un obstacle. Dans un environnement qui deviendrait plus positif pour les marchés émergents, le peso mexicain pourrait tirer parti de la reprise. Ailleurs dans cette zone, le Chili est le pays le plus exposé au ralentissement de la Chine en raison de ses activités liées au cuivre, ce qui nous fait adopter un biais négatif sur la devise. Bien que le peso colombien (COP) soit très corrélé aux prix du pétrole, le fait que la banque centrale soit de plus en plus vigilante est un facteur de stabilité pour la devise.

Nous préférons le rouble au rand

Globalement, les pays d'Europe de l'Est (Pologne, Hongrie, République Tchèque) bénéficient de la chute des prix du pétrole mais cela n'a pas entraîné d'appréciation de leurs devises en termes réels, celles-ci étant fortement ancrées à l'euro, qui s'est fortement déprécié face aux autres devises majeures non-européennes (USD, CNY, JPY) en 2014-2015. Contrairement à ce que certains avaient prédit, le QE et les taux négatifs de la BCE n'ont pas impliqué de flux entrants massifs dans ces pays.

Nous restons négatifs sur le rand sud-africain (ZAR), l'Afrique du Sud conservant des déficits externes substantiels (la « *basic balance* » est l'une des plus négatives du monde) malgré une dépréciation substantielle de la devise en 2015 (-14 % en termes effectifs réels). Les perspectives de croissance restent vraiment médiocres : le FMI vient d'ailleurs de revoir ses prévisions de croissance à la baisse pour ce pays, à seulement 0,7 % pour 2016 et 1,8 % pour 2017. L'Afrique du Sud souffre de la baisse des prix des matières premières mais aussi d'énormes contraintes d'offre. Le ZAR a atteint son plus bas niveau historique contre le dollar il y a peu, tout comme le rouble (RUB) mais nous préférons clairement le RUB au ZAR. Comparativement à l'Afrique du Sud, la Russie bénéficie d'un environnement externe plus favorable et nous pensons que les fondamentaux sont plus solides pour les actifs russes.

2 Parité USDCNY et performance relative des devises G10 face aux devises EM (100 jan. 15)



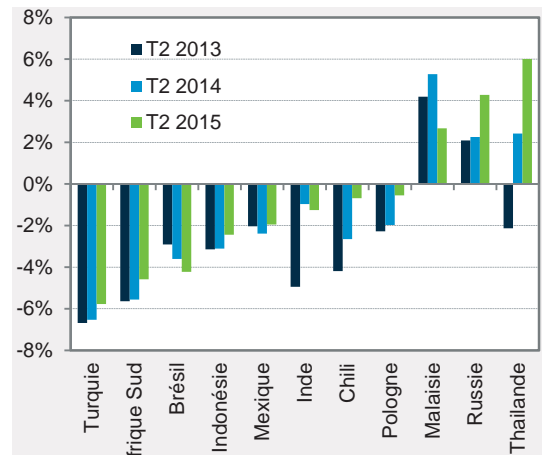
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



La devise continuera d'être le principal canal d'ajustement pour les émergents



3 Compte courant en % du PIB



Source : Datastream, Recherche Amundi

La Turquie est de loin l'un des plus grands gagnants de la baisse des prix du pétrole. Mais nous pensons que cela a été largement pris en compte dans le *pricing* de la devise, étant donné la surperformance relative de la livre (TRY) par rapport aux autres devises émergentes. Par ailleurs, la Turquie sera confrontée à des risques géopolitiques considérables en 2016, que cela soit vis-à-vis de la relation du gouvernement à la population kurde ou vis-à-vis de l'État Islamique (ISIS). La perspective d'un référendum sur l'octroi de pouvoirs supplémentaires pour le président pourrait introduire de la volatilité sur la devise. Toutefois, le risque le plus identifiable à court terme concernera le changement de gouverneur de la banque centrale en avril.

Une année pleine de défis pour les devises émergentes

Globalement, nous pensons que les économies émergentes feront face à de nombreux défis en 2016, en particulier à cause de la situation de l'économie chinoise. La devise continuera d'être le principal canal d'ajustement pour les émergents et d'éviter une dégradation plus marquée des fondamentaux. En moyenne, la forte dépréciation des devises émergentes ces trois dernières années a permis une amélioration sensible des balances courantes. Pour les pays exportateurs, la dépréciation de la devise a également permis une moindre détérioration du solde budgétaire que ce qui aurait été le cas en situation de change fixe.

5 Chine : un début 2016 turbulent

MO JI, *Stratégie et Recherche Économique*

Les actions chinoises ont très mal commencé l'année 2016 en corrigeant de 25 % (indice SHCOMP) au cours du seul mois de janvier (au total, depuis son pic de juin dernier, le marché aura chuté de 63 %). Selon nous, l'**élément déclencheur** a certainement été la dépréciation du **RMB**, le mécanisme de **court-circuit** (mis en place uniquement pendant quatre jours la première semaine de janvier) n'a fait qu'**accentuer** les craintes, l'absence de **communication** quant à l'orientation des politiques accroît les **incertitudes** et d'importantes **pressions vendeuses** ont été les **moteurs fondamentaux** de cette correction prononcée.

Il se trouve que l'effet de contagion sur les marchés locaux et internationaux est bien plus important que ne le prévoyaient les autorités chinoises et étrangères. De fait, c'est bel et bien la situation de la Chine qui a poussé la Fed à modifier le cours de sa politique de taux en septembre dernier. La leçon a été retenue, mais il y en aura d'autres. C'est pourquoi 2016 sera très probablement une année volatile, non seulement en Chine mais aussi dans le reste du monde.

Quel est l'impact de la dépréciation du CNY sur les marchés internationaux ?

Le cours pivot du CNY a connu deux principaux accès de baisse : d'abord pendant quelques jours à partir du 11 août 2015 (-2,8 %) puis pendant huit séances consécutives à partir du 28 décembre 2015 (-4,6 %). Quelle que soit l'erreur commise par la PBoC lorsqu'elle a estimé l'impact de la baisse du CNY, les marchés actions internationaux ont encaissé à chaque fois la nouvelle de plein fouet : au premier rang, les actions A chinoises, en repli de 26 % en août dernier puis de 23 % ce mois de janvier, soit une correction de 61 % au total depuis leur pic de l'année dernière.

On estime que cette correction aura représenté environ 15 000 milliards de RMB. Quant à l'indice HSCEI (Hang Seng China), sa valeur a diminué de moitié depuis son pic de 2015. Dans le reste du monde, le Nikkei 225 a cédé 23 % depuis son pic du mois d'août après la dévaluation inattendue du CNY, le CAC 19 %, le DAX 17 %, le FTSE 100 15 %, le NIFTY 14 % et le S&P500 11 %.

L'élément déclencheur de la correction des marchés mondiaux a sans conteste été la dépréciation du CNY. Les actions ont corrigé dans des proportions similaires en août dernier et en janvier ; la seule différence étant que le prix du pétrole a nettement plus reculé en janvier, ce qui a accentué les craintes des marchés.

Quel a été le facteur déclencheur de la correction des marchés ? le RMB !

Parmi tous les éléments déclencheurs possibles, il est certain que le RMB figure en bonne place. La PBoC révisé à la baisse le point médian du CNY depuis le 28 décembre, et le CNY et le CNH suivent le mouvement. C'est donc la banque centrale qui est aux commandes tandis que le CNH, le CNY et le taux de référence du CNY se sont dépréciés respectivement de 1,97 %, 1,62 % et 1,38 %.

Après la hausse des taux de la Fed, les devises mondiales se sont dépréciées de 2 % en moyenne. Dans ces conditions, la baisse du CNY (moins de 2 %) paraît appropriée si l'on compare avec les mouvements des autres devises. De plus, la PBoC s'est servie de la fin d'année 2015 et du début d'année 2016 pour dévaluer la monnaie à un niveau souhaitable tout en économisant ses réserves de change.

Il faut alors se poser plusieurs questions importantes : L'heure est-elle bien choisie pour dévaluer le RMB ? Y a-t-il eu erreur de calcul quant à l'impact sur les marchés ? Quelles leçons ont été tirées de la dévaluation d'août dernier, et qu'apprenons-nous de ce qui vient de passer en janvier ?

L'essentiel

Les actions chinoises ont très mal commencé l'année 2016 en corrigeant de 25 % (indice SHCOMP) au seul mois de janvier (au total, depuis son pic de juin dernier, le marché aura chuté de 63 %). Selon nous, l'élément déclencheur a certainement été la dépréciation du RMB, le mécanisme de court-circuit (mis en place uniquement pendant quatre jours la première semaine de janvier) n'a fait qu'accentuer les craintes, l'absence de communication quant à l'orientation des politiques accroît les incertitudes et d'importantes pressions vendeuses ont été les moteurs fondamentaux de cette correction prononcée.

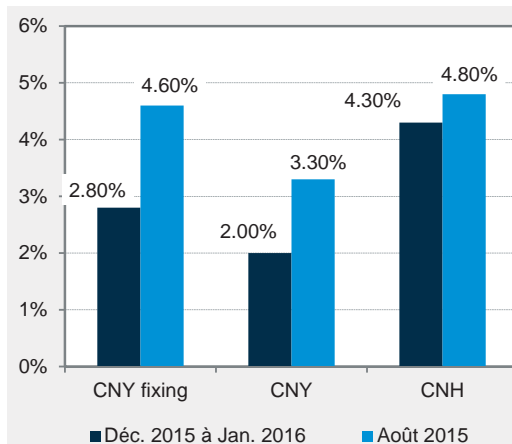
Il se trouve que l'effet de contagion sur les marchés locaux et internationaux est bien plus important que ne le prévoyaient les autorités chinoises et étrangères. De fait, c'est bel et bien la situation de la Chine qui a poussé la Fed à modifier le cours de sa politique de taux en septembre dernier. La leçon a été retenue, mais il y en aura d'autres. C'est pourquoi 2016 sera très probablement une année volatile, non seulement en Chine mais aussi dans le reste du monde.



Le SHCOMP en baisse de 25 % en janvier



1 Variation du renminbi face au dollar



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

	Taux de référence du			% Taux de référence du		
	CNY	CNY	CNH	CNY	% CNY	CNH %
28/12/15	6,4750	6,4873	6,5603	0,06%	0,18%	0,28%
29/12/15	6,4864	6,4857	6,5773	0,18%	-0,02%	0,26%
30/12/15	6,4895	6,4900	6,5678	0,05%	0,07%	-0,14%
31/12/15	6,4936	6,4937	6,5686	0,06%	0,06%	0,01%
04/01/16	6,5032	6,5335	6,6301	0,15%	0,61%	0,92%
05/01/16	6,5169	6,5159	6,6449	0,21%	-0,27%	0,22%
06/01/16	6,5314	6,5559	6,6964	0,22%	0,61%	0,78%
07/01/16	6,5646	6,5924	6,6895	0,51%	0,56%	-0,10%
Variation sur 7 séances				1,38%	1,62%	1,97%

Quelles sont les pressions fondamentales qui pèsent sur le CNY ?

Nous parlons ici de toutes les tendances qui entraînent la dépréciation du CNY : ralentissement de la croissance potentielle de la Chine, différentiels de taux d'intérêt défavorables dans le contexte du resserrement monétaire américain, etc. Nous devons nous demander quelles sont les pressions fondamentales qui ont pesé et pèseront sur le CNY en 2015 et 2016. Il y a selon nous deux raisons principales :

1. La **dette externe** des entreprises chinoises, qui représentait près de 1 100 milliards de dollars américains en 2015, et qui a donné lieu à des dénouements importants car les émetteurs ont vendu du CNY pour acheter de l'USD et rembourser leurs créances en devise. Cette dette externe représente maintenant 800 milliards de dollars, c'est dire l'ampleur des sorties de capitaux qui se sont opérées l'an dernier. À notre avis, la situation pourrait se stabiliser quand la dette externe des entreprises atteindra 400 ou 500 milliards USD ; en attendant, les pressions qui pèseront sur le CNY en 2016 sont évidentes.
2. **Les couvertures.** Les entreprises et les établissements financiers qui ne pensaient pas que le CNY pourrait être amené à se déprécier doivent couvrir le risque lié à la devise et procèdent donc à des ventes de CNY vs. achats d'USD pour constituer ces couvertures. Auparavant situé à 20-30 %, le ratio de couverture pourrait être porté à 50-60 % environ avant que la situation se stabilise. D'où, à nouveau, d'importantes pressions sur le CNY en 2016.

Quel avenir pour le HKD dans le contexte de la dépréciation du RMB ?

Outre la dépréciation du RMB, les inquiétudes de ce mois de janvier ont également porté sur la stabilité du HKD. À cet égard, soyons clairs sur deux points :

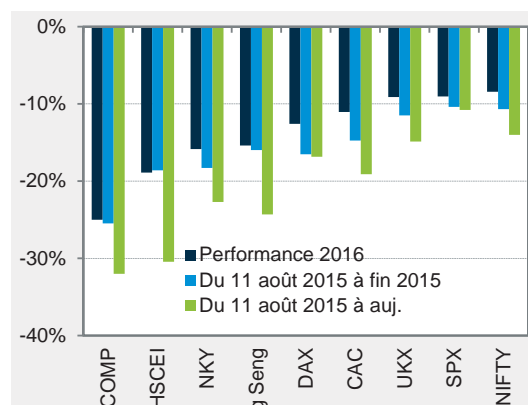
1. Un **ancrage HKD/CNY** est impossible ! Le HKD est soumis par la loi à une convertibilité totale, et pas le CNY.
2. **Fuite des dépôts ? Panique bancaire ?** La banque centrale de Hong Kong possède 300 milliards de dollars (USD) de réserves de change, soit un ratio de couverture de 117 % de la masse monétaire M0 même si le taux HIBOR est en hausse ; mais si l'on considère qu'il n'était que de 16 % en 1998, la banque a clairement les moyens de défendre sa devise. Alors pourquoi tant d'inquiétudes ? Y aura-t-il une fuite des dépôts en HKD ? Tout dépend des perspectives du CNY ; s'il se stabilise ou se déprécie, mais progressivement, les chances de fuites des dépôts importantes en HKD sont assez ténues.



L'élément déclencheur a probablement été la dépréciation du RMB



2 Variation des marchés d'actions



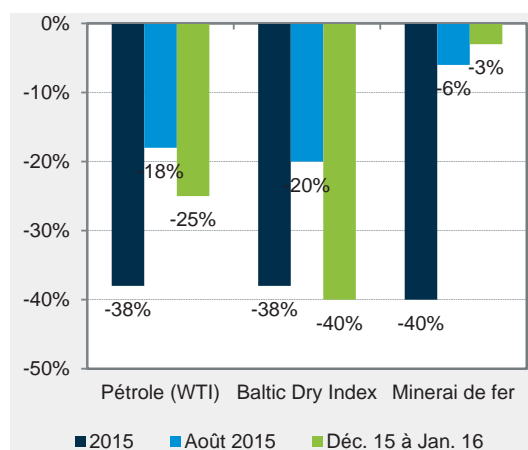
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Le CNY doit se déprécier encore



3 Variation des prix des matières premières



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Un ancrage HKD/CNY est impossible !



**Quel est l'élément qui a accentué la correction des marchés ?
Le court-circuit !**

Même si le mécanisme du « court-circuit » n'a été mis en place que quatre jours pendant la première semaine de janvier, il n'a été activé sur les actions chinoises seulement deux jours sur les quatre, lorsque l'indice CSI300 a chuté de plus de 7 %. C'est un facteur qui accentue les craintes, mais qui n'en n'est pas l'élément déclencheur. En tant qu'intervenants de marché, nous ne devons pas perdre de vue ce concept car nous risquons de l'expérimenter à nouveau ; espérons toutefois qu'il sera alors mieux organisé.

Qu'est-ce que le court-circuit ?

Ce mécanisme a été activé par l'autorité des marchés chinoise (CSRC) dès la première séance boursière de 2016. Ses caractéristiques sont les suivantes :

- Le court-circuit est basé exclusivement sur l'indice **CSI-300**
- Lorsque celui-ci enregistre une **variation (haussière ou baissière) supérieure à 5%**, le court-circuit **interrompt la séance boursière pendant 15 minutes**, interruption portée à tout le reste de la séance si sa variation dépasse 7 %.
- La mise en service du court-circuit **porte sur**: les actions A, les actions B, les fonds (hors ETF aurifères, fonds monétaires négociés en Bourse et ETF obligataires), les obligations d'entreprise convertibles et échangeables, tous les contrats à terme indiciels y compris sur le CSI-300, le CSI-500 et le SSE-500 ; en revanche, les contrats à terme sur les emprunts d'État ne sont pas concernés.

Quels sont les défauts de ce mécanisme ?

Déjà adopté par de nombreux autres pays (États-Unis, Corée du Sud et Japon notamment) il se révèle globalement assez efficace pour stabiliser les marchés. Mais nous pensons que ce dispositif relativement nouveau présente deux défauts majeurs :

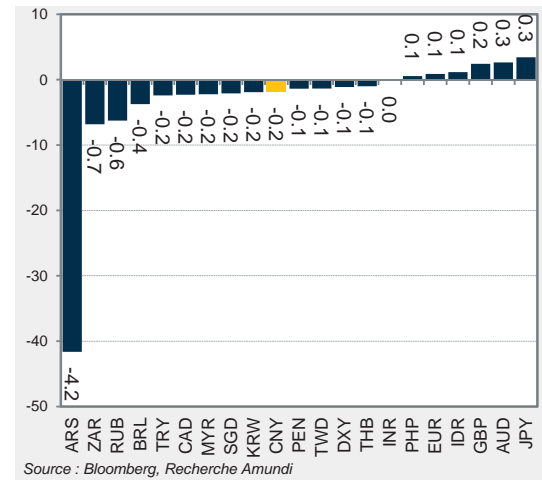
- **Seuils**: Les seuils de 5% et 7% sont trop rapprochés, ce qui a contribué à renforcer inutilement les craintes. En comparaison, ils sont fixés à 7%, 13% et 20% aux États-Unis et 8%, 15% et 20% en Corée du Sud.
- **Règle de négociation T+0/T+1** : Avec la règle de négociation T+0, les investisseurs ont la possibilité d'opérer des transactions dans la même séance boursière pour atténuer les pertes issues des positions précédentes. Avec la règle T+1 que pratique la Chine, les acheteurs potentiels risquent d'hésiter, car ils n'auront pas la possibilité de changer d'avis (et donc de vendre) si le cours de l'action recule encore.

Pourquoi l'absence de communication au marché va-t-elle accroître les incertitudes ?

Les propos de George Soros à propos de la Chine en marge du forum de Davos cette année ont fait les gros titres dans la presse occidentale, mais ils ont été vidés de leur substance. George Soros a dit que « un atterrissage forcé de l'économie chinoise [était] pratiquement inévitable », mais il n'a pas parlé du tout du RMB ni du HKD. Il a montré qu'il était du côté de la Chine en déclarant que celle-ci était « en mesure de gérer le ralentissement de l'économie étant donné son arsenal d'outils politiques alors que la menace concernait plutôt les autres pays ».

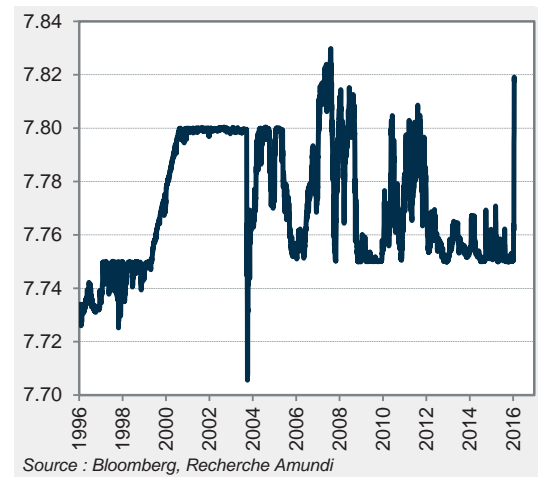
Quand ces propos déjà assez mal retranscrits ont été traduits pour la presse chinoise, ils ont retenu naturellement l'attention du public et en premier lieu des autorités à Pékin, car George Soros est un personnage bien connu dans l'Empire du Milieu. Son attitude pendant la crise de 1997, dont la population conserve un souvenir cuisant, lui a d'ailleurs valu les surnoms de « crocodile financier » et d' « incarnation des forces spéculatives ». Les autorités chinoises estiment en leur âme et conscience qu'elles ont le devoir d'agir (peut-être parce qu'elles jugent que montrer leur détermination est la meilleure communication possible) et ont publié une réponse sévère indiquant que « quiconque entreprendra des ventes à découvert sur les actifs chinois s'expose à l'échec de sa stratégie et à des coûts considérablement élevés ».

4 Variation des devises par rapport au dollar après la hausse de taux de la Fed



“ De l'importance d'une communication adaptée ! ”

5 Parité USD/HKD



“ Un marché extrêmement endetté, où les pressions vendeuses s'accroissent ”



D'où, encore une fois, l'importance d'une communication adaptée avec le marché. En définitive, la question est celle de la gestion de la relation entre l'État et le marché quand les problèmes de la Chine se compliquent, alors que les marchés prennent de plus en plus d'importance et que l'économie chinoise joue un rôle de plus en plus fort au sein du monde. Au lieu de penser qu'elles peuvent le contrôler, les autorités chinoises doivent faire preuve de respect envers le marché. Elles sont en train de tirer des enseignements des accès de turbulence qui se produisent depuis juin ainsi que des deux opérations de dévaluation du RMB. Depuis leurs expériences précédentes, les marchés ont gagné en taille et en influence, et Pékin doit maintenant ajuster ses politiques et faire preuve de ce dont la Chine s'est toujours enorgueillie : son pragmatisme.

C'est pourquoi nous prévoyons un plus grand risque d'erreurs politiques et de volatilité boursière, équivalant à de nouvelles leçons à retenir. Tout ceci mettra du temps à se stabiliser (au moins six à neuf mois) car la Chine devra tirer de nouveaux enseignements, notamment en ce qui concerne l'orientation de ses politiques, leur calendrier, leur enchaînement et la communication qui les entoure.

Quelles sont les raisons fondamentales qui ont entraîné la correction des actions A ?

Nous pensons que la dépréciation du RMB n'est qu'un **facteur déclencheur** des corrections de ces dernières semaines, tandis que le court-circuit mis en place pendant seulement quatre jours a contribué à **accentuer** les craintes ; l'absence de communication renforce les incertitudes du marché et les mouvements baissiers du marché sont dictés par des **pressions vendeuses** fondamentales de plus en plus présentes. Quelles sont-elles ?

1. Les investisseurs institutionnels chinois doivent dénouer les positions qu'ils ont accumulées fin 2015 ;
2. Les entreprises publiques cotées (notamment d'importants établissements financiers) doivent liquider en partie les investissements réalisés en juillet dernier pour soutenir le marché sur ordre de la CSRC ;
3. Le marché des actions A affiche un important ratio de levier (plus de 50 %) et les investisseurs souhaitent dénouer leurs positions compte tenu des signaux de dépréciation du CNY et du court-circuit de janvier ;
4. Les pressions des ventes à découvert sont élevées, car ces positions sont adoptées dans l'idée que la probabilité d'erreur politique ira croissant.

Quelles sont les perspectives de la Chine au niveau de l'économie et des marchés ?

- **Économie** : nous continuons à penser que l'économie chinoise atteindra un plus bas très prochainement, et qu'elle fera probablement office de stabilisateur pour l'économie mondiale en 2016-2017.
- **Politiques** : les politiques **agressives** dans les domaines **monétaire** (même si les autorités ne font pas référence à un QE), **budgétaire** (que les autorités ne qualifient pas de relance), de **l'immobilier** et de **l'investissement** vont rester d'actualité et se poursuivre en 2016 et même au-delà pour juguler le repli de l'économie. En ce qui concerne la **politique de change de la PBOC**, peu importe que la dépréciation soit bien gérée ou souffre d'approximations (qui seront selon nous des erreurs de calcul), peu importe que l'internationalisation du RMB et la libéralisation du compte de capital soient effectuées trop vite (ce sera le cas, à notre avis), et peu importe que la PBOC déclame qu'elle est en train d'apprendre et qu'elle essaie d'améliorer sa communication : le CNY va encore se déprécier en raison des deux facteurs fondamentaux que nous avons mentionnés ci-dessus (remboursement de la dette externe et couvertures de change). Il est donc très probable que les réserves de change de la Chine passent en dessous des 3 000 milliards de dollars d'ici fin 2016.
- **Liquidité** : même si elle est moins facile à atteindre, la liquidité du marché est abondante en raison des mesures très accommodantes et des contrôles partiels du capital, malgré les pressions continues des sorties de capitaux.



La PBoC a tardé à assouplir sa politique



Le marché extrapole les anticipations de dépréciation du RMB



• **Marché:** La PBoC a injecté environ 1 600 milliards de RMB au travers d'opérations d'open market en janvier. Même si cette stratégie est controversée, la masse monétaire M2 de la Chine représentait déjà 14 % du PIB en 2015 ; la PBoC a donc plus intérêt à la resserrer qu'à l'accroître pour correspondre à la croissance du PIB réel, sans quoi la masse monétaire sera trop élevée. C'est vrai dans la théorie, mais dans la pratique nous pensons que dans le contexte de ralentissement de l'économie, la PBoC n'a pris que tardivement des mesures d'assouplissement monétaire et qu'elle doit maintenant se montrer plus radicale, à l'image de la Fed, de la BoJ et de la BCE. Par conséquent, cette liquidité abondante continuera de soutenir le marché actions chinois en 2016 et pendant les années suivantes. Nous pensons donc que le marché des actions A sera l'un des rares à enregistrer des performances positives en 2016. Le marché extrapole ses anticipations de dépréciation du CNY et ne devrait pas changer d'avis de sitôt, si bien que la devise chinoise continuera vraisemblablement de jouer avec les nerfs des investisseurs cette année en plus des pressions vendeuses déjà existantes. La **volatilité** boursière devrait donc rester élevée en 2016.

Conclusion

Nous pensons (et espérons que ce ne soit pas illusoire) que la Chine jouera probablement un rôle de stabilisateur pour les marchés financiers mondiaux et de moteur de croissance à l'échelle de l'économie mondiale.



6 L'atonie du consommateur américain place la Fed devant un dilemme croissance/stabilité

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique*

Si le QE-3 peut se prévaloir d'avoir entraîné un rebond de la croissance des salaires réels, des crédits aux ménages et de la consommation, l'impact de cette relance cyclique se dissipe depuis la mi-2014, période marquée par le début de la hausse du dollar et le ralentissement chinois. Bien que la fermeté du dollar ait indéniablement eu un effet de relance cyclique de la consommation via la baisse des prix des importations (dont le pétrole), il semblerait qu'elle ait également réduit la contribution de l'investissement à la croissance de la production, qui avait déjà commencé à diminuer. Alors que les questions de stabilité financière ont légitimement incité la Fed à mettre un terme à sa stratégie de QE, les conditions cycliques justifient cependant un réexamen des arguments plaidant pour un durcissement monétaire.

I/ L'approche de la Fed empêche la dépense totale des ménages d'augmenter en limitant la production de nouveaux crédits

1. En raison de son rôle central dans la croissance américaine, le faible endettement des ménages continue de jouer à rebours

Contribuant en moyenne à 90 % de la croissance totale de la production depuis 1985, la croissance de la consommation est indispensable à une reprise durable mais elle reste fortement dépendante de l'évolution de la dette des ménages (des crédits immobiliers en particulier). En effet, comptant, sur le long terme, pour un tiers de la consommation et des investissements résidentiels, les nouveaux prêts (majoritairement immobiliers) octroyés aux ménages ont contribué en moyenne pour un quart à la croissance de la production, principalement lors de la seconde moitié de la Grande Modération (1995-2008). Avec un poids structurel aussi important, les (flux de) nouveaux crédits aux ménages restent, en tout état de cause, un facteur clé du cycle conjoncturel.

Bien que le potentiel de réendettement des ménages reste en partie inexploité (et ce, malgré l'augmentation des prix des logements de ces dernières années), le rebond cyclique post-QE3 de la dette des ménages semble désormais s'essouffler. Dans une perspective de long terme, les ménages américains restent paradoxalement sous-entendés de 1/6 à 1/10 par rapport à leurs revenus : de fait, la productivité de la main-d'œuvre permet une capacité de remboursement des salariés plus importante que celle « utilisée » effectivement par leur dette. Signe manifeste de contraintes persistantes sur l'offre, l'augmentation de la valeur des actifs immobiliers après le QE3 n'a pas entraîné une progression équivalente de la dette immobilière.

2. L'objectif de la politique de durcissement de la Fed est clair : limiter l'inflation de la dette des ménages par les actifs

Certains membres (dovish) du comité de politique monétaire de la Fed ont légitimement présenté la politique de durcissement comme un moyen de préserver la stabilité financière en empêchant un gonflement déséquilibré du bilan des ménages. Ainsi, (une partie du) FOMC assigne deux objectifs (gestion du cycle économique et stabilité financière) à l'outil du taux directeur, avec l'espoir que les exigences inhérentes à ces deux objectifs restent (bien) alignées. En effet, cette stratégie, due à une réglementation insuffisamment puissante, contraint la Fed à tenter de faire d'une pierre deux coups et à enfreindre une règle élémentaire de politique économique : un objectif, un outil.

L'essentiel

Si le QE-3 peut se prévaloir d'avoir entraîné un rebond de la croissance des salaires réels, des crédits aux ménages et de la consommation, l'impact de cette relance cyclique se dissipe depuis la mi-2014, période marquée par le début de la hausse du dollar et le ralentissement chinois. Bien que la fermeté du dollar ait indéniablement eu un effet de relance cyclique de la consommation via la baisse des prix des importations (dont le pétrole), il semblerait qu'elle ait également réduit la contribution de l'investissement à la croissance de la production, qui avait déjà commencé à diminuer. Alors que les questions de stabilité financière ont légitimement incité la Fed à mettre un terme à sa stratégie de QE, les conditions cycliques justifient cependant un réexamen des arguments plaidant pour un durcissement monétaire.

Le durcissement des conditions financières ne va probablement pas aider les ménages (ni les entreprises) à obtenir de nouveaux crédits et, ce, au détriment de la consommation et de l'investissement résidentiel (ainsi que des capacités de production). À cet égard, le FOMC devrait s'intéresser davantage à l'équilibre entre ses objectifs de politique désormais probablement contradictoires de stabilité financière, d'une part, et, d'autre part, d'inflation à un taux normal de 2 % et de taux d'emploi maximum. Alors que le taux d'emploi de la population en âge de travailler reste historiquement bas, le semblant de normalisation cyclique de la consommation américaine est aujourd'hui menacé par des facteurs tant domestiques qu'extérieurs.

Par conséquent, la Fed va probablement réévaluer l'impact de l'environnement international sur l'économie intérieure, en commençant par l'absence paradoxale de croissance des salaires réels dans un contexte de chômage en baisse. Si la Chine lutte encore contre les pressions déflationnistes et des sorties de capitaux en intervenant directement sur les marchés ou en procédant à des dévaluations ponctuelles de sa devise, la solution la plus rapide et la plus efficace pour la Fed serait de recommencer à faire tourner la planche à billets, tout en revoyant ses projets de resserrement. L'objectif serait de limiter l'impact sur les changes de la soif chinoise effrénée pour la liquidité en dollar, voire d'orienter les anticipations de marché vers une dépréciation salutaire.

Compte tenu du ralentissement du crédit à la consommation depuis la fin 2015 (et du niveau toujours historiquement faible des prêts immobiliers), la Fed doit trouver un juste équilibre entre deux objectifs désormais potentiellement contradictoires. Si la stabilité financière prenait le pas sur la gestion des risques du cycle macroéconomique, cela validerait en partie la prévision de Larry Summers d'une stagnation séculaire, en particulier si la consommation et l'investissement continuent à ralentir, jusqu'à commencer de baisser. A cet égard, les bénéfices induits par la baisse des prix des importations (dont le pétrole), dus au renforcement du dollar, ont probablement disparu.

II/ A long terme, la croissance des salaires réels reste indispensable à l'augmentation de la consommation

1. Le coup de fouet du QE-3 de la fin de l'année 2012 s'étant estompé, la croissance nulle des salaires réels freine la consommation

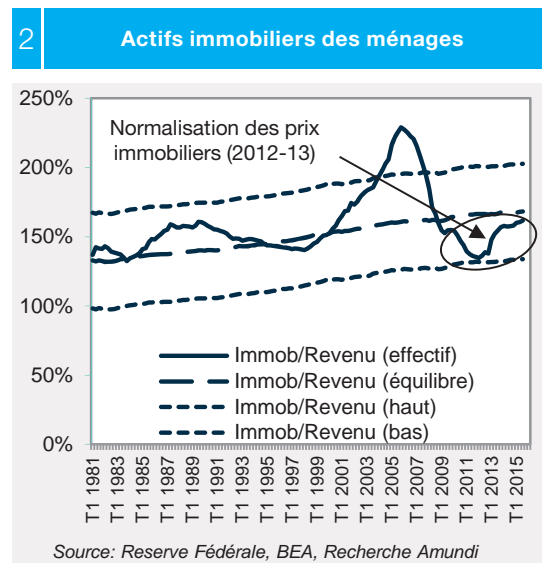
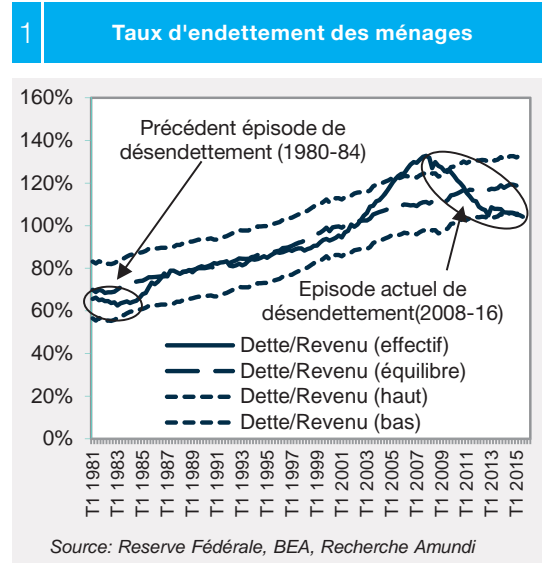
Si le QE-3 peut se prévaloir d'avoir entraîné un rebond de la consommation via la croissance des salaires réels et du crédit aux ménages, l'impact de cette relance cyclique a commencé à s'atténuer à partir du début 2014, avec le ralentissement de la Chine. S'il a réussi à aligner l'inflation salariale et l'inflation des prix (entraînant l'atonie des salaires réels), le QE-3 a également engendré une hausse soudaine du taux de consommation du revenu et une diminution du taux d'épargne financière (et donc de la génération de liquidités) des ménages. Toutefois, le rebond du crédit à la consommation qui a suivi entre 2013 et 2015 semble désormais s'estomper, d'où un potentiel de réendettement des ménages globalement intact.

La brièveté de l'impact du QE-3 sur la croissance des salaires réels montre qu'en l'absence d'un choc de demande ou de productivité, il est peu probable que l'inflation salariale dépasse durablement l'inflation des prix pour, au final, relancer les salaires réels. Pendant une grande partie de la Grande Modération (entre 1995 et 2008, années de très forte augmentation de la dette des ménages), la croissance des salaires réels a toujours été positive (entre 0 % et 2 %). Pendant les quinze années précédentes (1980-95), la déflation des salaires réels dominait : les entreprises américaines en ont profité pour reconstituer leurs marges bénéficiaires, comme entre 2010-11 (le QE-2 avait relancé l'inflation des prix) et 2012-13 (le QE-3 avait relancé l'inflation des salaires).

2. Si l'inflation des salaires ne dépasse pas durablement l'inflation des prix, la consommation restera atone

En raison notamment de la faiblesse persistante du taux de participation sur le marché du travail, le parallélisme parfait entre le taux d'inflation des prix et le taux d'inflation des salaires ne peut entraîner une accélération prolongée de la croissance de la consommation. La faiblesse persistante du taux de participation est probablement liée au niveau élevé des marges bénéficiaires, autrement dit l'impact du pouvoir de négociation accru des employeurs sur l'équilibre du marché du travail. Alors que le taux de chômage a systématiquement été déterminé par l'inflation des salaires réels depuis 1986, sa baisse depuis 2009 ne s'est pas accompagnée d'une hausse durable de l'inflation des salaires réels, comme cela aurait été le cas avant la Grande Récession.

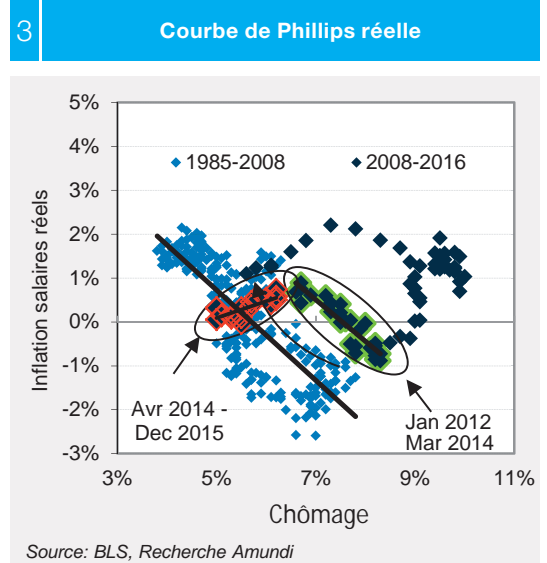
Pour que le fragile équilibre actuel sur le marché du travail s'inverse, il faudra qu'un choc exogène rééquilibre la part du capital et du travail en termes de (i) rémunération (par ex. un choc réglementaire favorable aux salaires) ou (ii) de production (diminution de l'intensité en capital). De fait, comme l'inflation des prix dirige l'inflation salariale, les (variations de) salaires réels reflètent généralement (les variations dans) les marges bénéficiaires. Concrètement, l'équilibre actuel du marché du travail semble protéger les marges bénéficiaires grâce à la fois à des salaires réels qui stagnent (ou baissent) et à un taux d'emploi durablement faible de la population en âge de travailler.



Conclusion

Le durcissement des conditions financières ne va probablement pas aider les ménages (ni les entreprises) à obtenir de nouveaux crédits et, ce, au détriment de la consommation et de l'investissement résidentiel (ainsi que des capacités de production). À cet égard, le FOMC devrait s'intéresser davantage à l'équilibre entre ses objectifs de politique désormais probablement contradictoires de stabilité financière, d'une part, et, d'autre part, d'inflation à un taux normal de 2 % et de taux d'emploi maximum. Alors que le taux d'emploi de la population en âge de travailler reste historiquement bas, le semblant de normalisation cyclique de la consommation américaine est aujourd'hui menacé par des facteurs tant domestiques qu'extérieurs.

Par conséquent, la Fed va probablement réévaluer l'impact de l'environnement international sur l'économie domestique, en commençant par l'absence paradoxale de croissance des salaires réels dans un contexte de chômage en baisse. Si la Chine lutte encore contre les pressions déflationnistes et des sorties de capitaux en intervenant directement sur les marchés ou en procédant à des dévaluations ponctuelles de sa devise, la solution la plus rapide et la plus efficace pour la Fed serait de recommencer à faire tourner la planche à billets, tout en revoyant ses projets de resserrement. L'objectif serait de limiter l'impact sur les changes de la soif chinoise effrénée pour la liquidité en dollar, voire d'orienter les anticipations de marché vers une dépréciation salutaire.



7 Le Canada est l'un des canaux de transmission du ralentissement de l'économie mondiale pour les États-Unis

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*
TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique*

Le Canada en mauvaise posture à cause des prix du pétrole

La forte baisse du prix des matières premières et en particulier du prix du pétrole, qui a débuté à l'été 2014, pénalise fortement le Canada. Les prix du pétrole qui se sont effondrés, essentiellement en raison d'un fort excès d'offre au niveau global mais aussi du ralentissement de l'économie mondiale, peineront à se redresser dans les mois qui viennent. Étant donné que les activités d'extraction de pétrole et de gaz représentent environ 8 % du PIB canadien et environ 30 % de l'investissement des entreprises, la baisse des prix du pétrole se fait sentir très lourdement au niveau macroéconomique au Canada.

Le secteur minier et le secteur de la construction qui ont été les deux secteurs les plus dynamiques de l'économie canadienne depuis la Grande Récession de 2008-2009 sont tous les deux en nette perte de vitesse. Par ailleurs, comme l'a fait remarquer le gouverneur de la Banque du Canada (BoC) Stephen Poloz le 7 janvier (« *Life after liftoff: divergence and US monetary policy normalization* »), le fort ralentissement du secteur minier se diffuse aux autres secteurs, notamment à cause de l'affaiblissement de la consommation des ménages lié aux destructions d'emplois. Le secteur des services, dont la croissance a été beaucoup plus régulière ces dernières années, décélère lui aussi depuis le printemps 2015.

Alors que la BoC avait baissé ses taux directeurs à 0,50 % en juillet 2015, son gouverneur a multiplié les communications en décembre et en janvier laissant penser que la BoC pourrait aller plus loin en termes d'assouplissement monétaire (Stephen Poloz a notamment évoqué les outils de *forward guidance*, achats d'actifs massifs, financement de crédit au secteur privé, taux d'intérêt négatifs). Cette communication a induit une dépréciation supplémentaire du dollar canadien : la parité USD/CAD est passée de 1,33 début décembre à 1,46 le 19 janvier, veille du comité de politique monétaire lors duquel la BoC a finalement laissé ses taux inchangés (malgré des prévisions de croissance largement revues à la baisse, de 2 % à 1,4 % pour 2016). Le statu quo monétaire a permis au dollar canadien de se reprendre quelque peu mais il convient de remettre les choses en perspective et de rappeler que les dollars américain et canadien étaient à parité au début de l'année 2013. Par ailleurs, le fait que la BoC indique que les surcapacités de production devraient s'accroître au cours des prochains trimestres, pourrait amener l'institution à réévaluer sa politique dans les mois à venir, ce qui pèserait à nouveau sur le dollar canadien.

La dépréciation du dollar canadien renforce mécaniquement le dollar américain. Le dollar canadien est même le principal contributeur de la hausse du taux de change effectif des États-Unis depuis l'été 2014, devant l'euro, le yen ou le yuan (voir graphique 3). Or l'appréciation de la devise est l'un des principaux canaux de transmission des forces déflationnistes. Lors d'un discours le 12 novembre dernier (« *The transmission of Exchange Rate Changes to Output and Inflation* »), Stanley Fischer, le vice-président du Board de la Fed, a explicitement lié les reports répétés de la première hausse de *fed funds* à l'appréciation continue du dollar et à l'affaiblissement de la demande étrangère. Il a notamment rappelé que, selon les modèles de la Fed, une appréciation du dollar de 10 % induisait une baisse permanente du PIB d'un point et demi en trois ans, à cause de la baisse des exportations nettes. Par ailleurs, toujours selon ces modèles, une appréciation du dollar de 10 % induisait une baisse temporaire de l'inflation sous-jacente, dont l'effet maximal était ressenti après deux trimestres (baisse de 0,5 point). Depuis, le taux de change nominal effectif des États-Unis a encore grimpé de façon

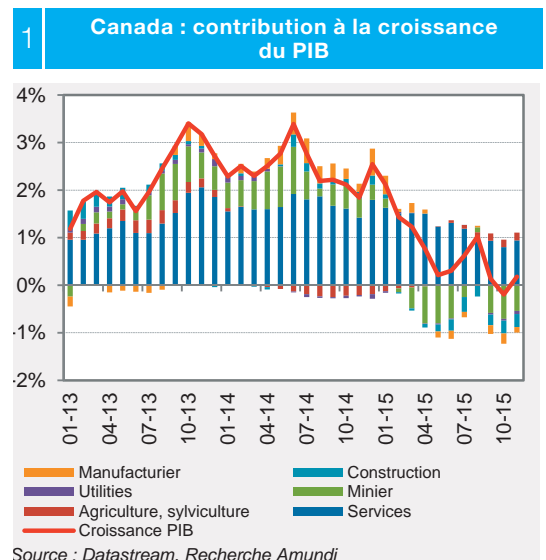
L'essentiel

L'économie canadienne souffre de la forte baisse du prix des matières premières et le dollar canadien s'est fortement déprécié récemment face à son homologue américain.

L'affaiblissement du Canada apparaît clairement comme l'un des canaux de transmission du ralentissement de l'économie mondiale et de l'effondrement des prix des matières premières à la croissance américaine.



Le dollar canadien est même le principal contributeur de la hausse du taux de change effectif des États-Unis depuis l'été 2014, devant l'euro, le yen ou le yuan



substantielle (+5% en termes effectifs entre début novembre et fin janvier) et les perspectives de croissance mondiale se sont assombries. Cela contribuera à retarder les hausses de *fed funds* ultérieures, voire à les supprimer purement et simplement si ces tendances s'exacerbent.

Fragilisé par la baisse du cours du pétrole, le Canada est, pour les États-Unis, une importante source de risque économique externe. En effet :

- **Le Canada est, de loin, la première destination des exportations des États-Unis** (19 % des exportations américaines de biens, à comparer avec 15 % pour le Mexique, 13 % pour la zone euro et 10 % pour la Chine).
- **Le Canada est, derrière la Chine, le second plus important pays d'origine des importations américaines** (15 % du total).
- Côté exportations comme importations, le **commerce de biens avec le Canada représente donc environ 2 % du PIB américain**.
- Compte tenu du caractère très intégré du commerce entre les deux pays, les ordres de grandeur en valeur ajoutée (effectivement produite dans un pays et consommée dans l'autre) sont sensiblement inférieurs (environ 70 % du total en 2011, d'après l'OCDE), mais il faut ajouter le **poids du commerce des services** (presque le tiers des exportations américaines) pour lequel la part du Canada, en tant que destination, est probablement au moins aussi importante qu'en ce qui concerne le commerce de biens.

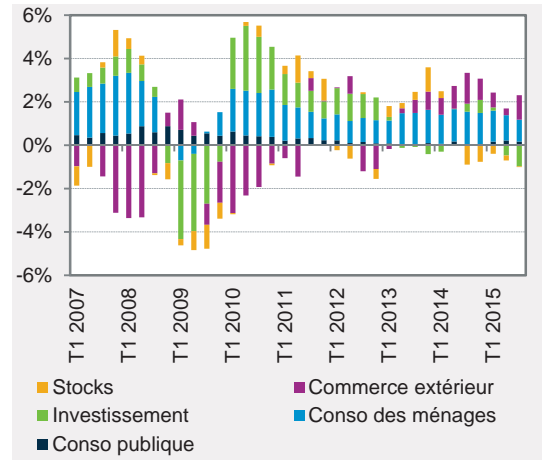
En raison de l'effet devise, le PIB canadien exprimé en USD a fortement reculé :

- **Plus que l'effet direct du ralentissement canadien, c'est l'évolution du CAD (qui a bien davantage reculé, par rapport au dollar US, que la devise chinoise, par exemple), qui est susceptible d'exercer une pression négative sur l'économie des États-Unis :** au cours de l'USD/CAD prévalant à fin janvier (1,40), la hausse de 1,4 % du PIB canadien prévu par la BOC devient un recul de plus de 7 %, en moyenne annuelle, une fois exprimé en USD.
- Cet ordre de grandeur importante est susceptible de jouer tant sur le volume des exportations vers le Canada que sur celui des importations en provenance de ce pays (au détriment des entreprises américaines, sachant que des fournisseurs canadiens sont présents sur de très nombreux secteurs du marché intérieur des États-Unis).

Le ralentissement canadien, et surtout l'effet devise, pourraient coûter jusqu'à 0,2pp de PIB aux États-Unis en 2016.

- **Vu l'accélération à la baisse du dollar canadien fin 2015, une grande partie de la pression qu'il est susceptible d'exercer sur l'économie américaine est encore à venir.**
- Si la baisse des exportations américaines vers le Canada, en données nominales, est déjà très importante (-13%, sur 12 mois, à fin décembre) elle est peu significative car très sensible aux prix du pétrole (les États-Unis exportant d'importants volumes de produits à contenu pétrolier vers le Canada).
- En ce qui concerne les données en volume, notons que même en l'absence de chiffres portant sur le commerce entre les deux pays, le total des importations et exportations canadiennes fournit tout de même une indication puisque les flux vers et depuis les États-Unis en représentent tout de même la majorité (respectivement 54 % et 77 %, en 2014). **Les importations sont déjà en nette décélération** (-1,1 % entre le T3 2014 et le T3 2015, contre +2,8 % un an plus tôt), tandis que les **exportations ne tirent que peu, pour l'heure, parti de la dévaluation du change** (en hausse de 2,4 % sur la même période contre 7,7 % un an plus tôt).
- **Si anticiper précisément l'ajustement à venir des flux d'importations et d'exportations entre les deux pays aux récentes évolutions du**

2 Canada : contribution à la croissance du PIB



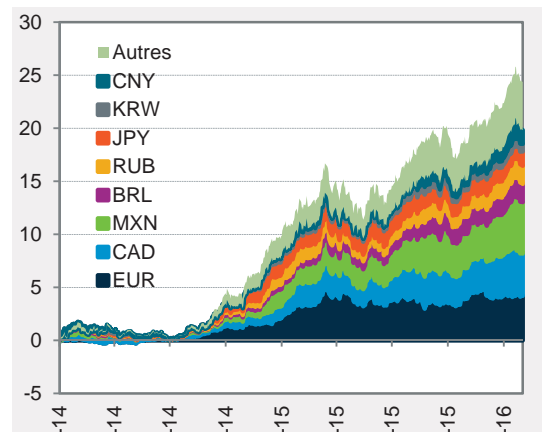
Source : Datastream, Recherche Amundi



Le ralentissement canadien pourrait coûter près de 0,2pp de PIB aux États-Unis en 2016



3 Décomposition de l'évolution de taux de change effectif du dollar depuis 30/06/2014



Source : Datastream, Recherche Amundi

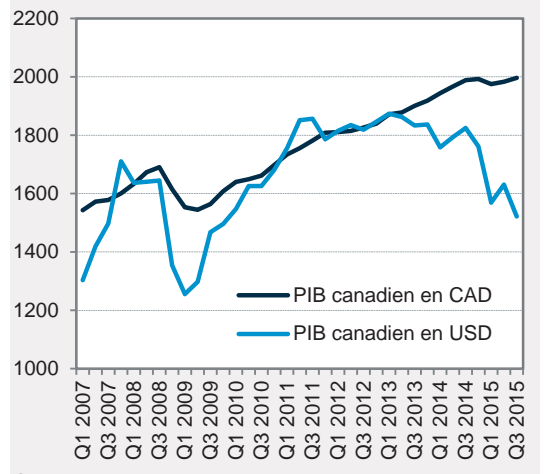
change est impossible, une estimation peut tout de même être tentée à partir de :

5. la contribution du dollar canadien à la hausse du taux de change effectif du dollar US (1,1pp au 2d semestre 2014, 2,5 pp en 2015).

6. l'estimation – évoquée plus haut - par la Fed de l'effet de la hausse du Dollar US sur le PIB US (une hausse de 10% du taux de change effectif du dollar coûte 1,5pp de PIB cumulé après 3 ans). Combinés, ces résultats donnent à penser que la baisse cumulée du dollar canadien depuis mi-2014 (ainsi que l'effet, moindre, du ralentissement du PIB canadien lui-même) pourrait coûter près de 0,2 pp de pourcentage au PIB américain en 2016 (après avoir coûté un montant du même ordre de grandeur en 2015).

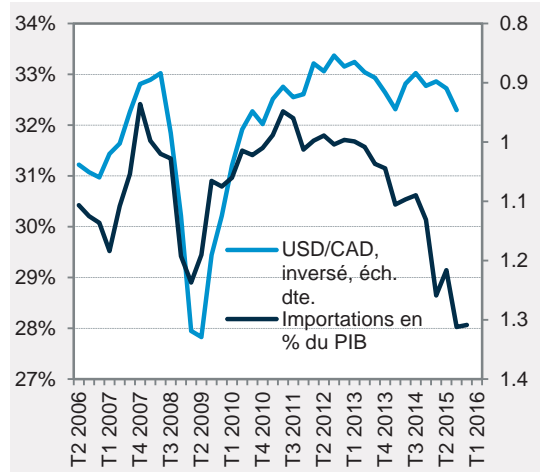
L'affaiblissement du Canada apparaît donc clairement comme un canal de transmission non négligeable du ralentissement de l'économie mondiale et, surtout, de l'effondrement des prix des matières premières à la croissance américaine.

4 PIB nominal canadien en USD et CAD (milliards)



Source : Datastream, Recherche Amundi

5 USD/CAD et part des importations dans le PIB canadien



Source: Datastream, Recherche Amundi



8 Le Chili devrait, cette année encore, tirer son épingle du jeu

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique*

Baisse des prix des matières premières et ralentissement chinois: un duo très pénalisant pour le Chili

Comme la plupart des pays exportateurs nets de matières premières, le Chili a subi et continue de subir une double peine macroéconomique et financière et ce pour deux raisons :

- Les exportations de produits agricoles et de produits miniers-combustibles représentent près de 90 % des exportations totales du Chili avec respectivement 29 % et 57 %.
- La Chine et les États-Unis sont les deux premiers marchés d'exportation du Chili avec chacun près de 20 % des exportations totales chiliennes.

Sur les trois premiers trimestres 2015, la baisse des exportations chiliennes a été de 2 %, ce qui a pesé négativement sur le PIB (-0,6) (cf. graphique 1). Toutefois, en raison d'un rebond technique et de gains de compétitivité liés à la baisse des salaires nominaux, les exportations chiliennes devraient renouer avec des taux de croissance positifs. Cependant, dans la mesure où nous prévoyons une poursuite du ralentissement de la Chine et que nous venons de revoir à la baisse nos prévisions de croissance américaine, il convient de rester prudent et de ne pas surestimer ce rebond pour le dernier trimestre 2015 et l'année 2016.

Par ailleurs, la chute des cours des matières premières — et notamment de celle du cuivre dans le cas du Chili — a eu pour effet de diminuer les recettes d'exportations et de freiner l'investissement privé. Depuis le début 2014, la faiblesse de l'investissement représente le principal point d'achoppement de l'économie chilienne. Les investissements étrangers au titre de l'investissement direct et de portefeuille ont également été volatils et n'ont pas aidé à stabiliser l'économie chilienne (cf. graphique 2). Au final, la chute de l'investissement a été supérieure à 6 % en 2014. Sur les trois premiers trimestres de 2015, sous l'effet d'un troisième trimestre haussier (+7 %), il a augmenté en moyenne de 0,6 %. Ce rebond nous paraissait de bon augure indiquant *a priori* que le pire était derrière nous.

Les données conjoncturelles du mois de novembre plaident en ce sens avec une forte augmentation de l'activité économique, une croissance positive de la production industrielle et une hausse des ventes au détail.

Toutefois, la faiblesse des cours actuels des matières premières, si elle devait s'amplifier ou se prolonger, pourrait reporter la reprise de l'investissement et jouer à la baisse sur nos prévisions de croissance. D'ailleurs, en décembre, certains indicateurs conjoncturels étaient décevants. Les ventes au détail par exemple ont crû de seulement 1,9 % en ga contre 3,1 % le mois précédent. La production industrielle manufacturière a, quant à elle, baissé de 2,8 %, bien plus qu'en novembre (-0,2 %) sans parler de la contraction marquée du secteur minier (-4,6 % en ga). C'est d'ailleurs ces signaux relatifs au ralentissement de l'économie réelle couplés à une légère inflexion de l'inflation qui ont conduit la Banque Centrale lors de son dernier comité à maintenir ses taux directeurs inchangés et ce malgré une inflation qui en décembre était légèrement supérieure (4,38 %) à la borne haute de la cible (4 %).

Cependant, nous pensons que la politique monétaire chilienne demeurera accommodante (cf paragraphe ci-dessous). En 2016, L'investissement devrait donc continuer de croître et contribuer positivement à la croissance du PIB.

La Banque Centrale a été relativement accommodante face à la dépréciation du peso et à la hausse de l'inflation

Le peso n'a pas échappé à la vague de dépréciation qui a affecté l'ensemble des monnaies émergentes et plus fortement celles des pays exportateurs nets de matières premières. Ainsi en deux ans, le peso s'est déprécié de plus de 25 %

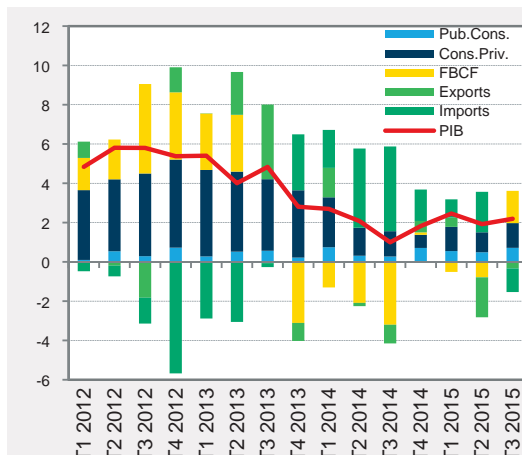
L'essentiel

À l'instar de l'ensemble des pays exportateurs de matières premières, le Chili a fortement été pénalisé par la chute des prix de ces biens. En 2014, la croissance du PIB chilien a été divisée par deux. Malgré le choc supplémentaire induit par le ralentissement de la Chine, la croissance chilienne devrait enregistrer un léger mieux, ou pour le moins une stabilisation en 2015 (aux alentours de 2 %).

Les risques baissiers relatifs aux prix des matières premières et à la Chine apparaissent de plus en plus soutenus. Toutefois, à court terme, le Chili dispose de suffisamment de marges de manœuvre pour stabiliser son économie.

“ Face à la chute des cours des matières premières et au ralentissement de la Chine, l'économie chilienne fait preuve d'une certaine résilience ”

1 PIB et ses composantes



Source : Datastream, Recherche Amundi

par rapport au dollar. Cette dépréciation a accéléré le mouvement inflationniste qui s'était mis en marche en 2013. Ainsi, dès mars 2014, l'inflation dépassait la borne haute de la cible (4 %) fixée par la Banque Centrale. Cependant, en dépit de cette inflation rampante, la politique monétaire est restée accommodante. Il faudra attendre octobre 2015 pour que la Banque Centrale décide d'augmenter son taux directeur (50 pb en trois mois).

Nous pensons pourtant que ce resserrement monétaire était plus un mouvement en anticipation d'un resserrement de la politique monétaire américaine plutôt que lié à l'inflation en tant que telle; l'objectif étant de limiter les sorties de capitaux et les pressions supplémentaires sur le change. En effet, cette décision est intervenue alors même que l'inflation était repassée en dessous de sa borne haute. D'ailleurs, comme nous l'avons souligné précédemment, ce cycle a déjà été interrompu au cours du comité de politique monétaire de janvier.

Il faut noter que les effets inflationnistes liés à la dépréciation du peso ont été limités par la forte baisse des importations. En effet, on observe dès le dernier trimestre 2013 une forte chute des importations qui a permis de circonscrire les effets *pass-through* du change sur l'inflation. En 2014, les importations ont chuté de près de 7 % et sur les trois premiers trimestres 2015 d'un peu plus de 1,5%. Cette baisse des importations a, en outre, contribué favorablement à accroître le PIB. Eu égard aux perspectives actuelles, nous pensons que celles-ci resteront faibles en 2016 et ne pénaliseront pas la croissance.

Par ailleurs, si on suppose comme nous l'avons évoqué ci-dessus que les effets *pass-through* de la dépréciation du peso sur l'inflation demeurent limités, la politique monétaire chilienne pourrait donc ne pas se montrer aussi restrictive qu'anticipé par le marché et ce d'autant que la Chine continue d'exporter sa déflation et que nous venons de revoir nos prévisions de hausse de taux de la Fed à la baisse (une seule hausse d'ampleur limitée à l'horizon fin 2016).

Aussi, nous pensons que la politique monétaire chilienne a été et restera relativement accommodante de sorte que l'investissement et la consommation ne soient pas fortement pénalisés.

Des marges de manœuvre budgétaires encore suffisantes pour pallier un choc négatif supplémentaire

Les deux moteurs principaux de la croissance de l'économie chilienne sont les consommations publique et privée avec comme contributions respectives 0,5% et 1,5% du PIB en 2014 et idem sur les trois premiers trimestres 2015.

Néanmoins, en raison d'un ajustement à la baisse des salaires réels induite par celle des salaires nominaux, la croissance de la consommation privée a ralenti en 2015. Cet ajustement des salaires nominaux devrait se poursuivre en 2016 et ce d'autant que le marché de l'emploi commence à se détériorer (léger accroissement du chômage). En revanche, les ménages continueront de tirer profit de la faiblesse des prix des matières premières ainsi que de mesures budgétaires favorables.

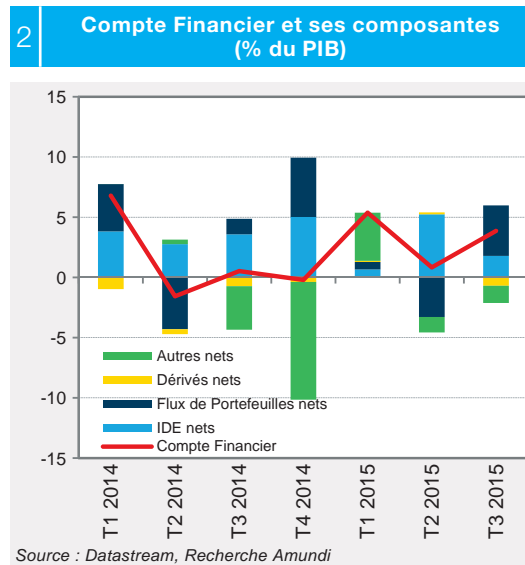
En effet, avec une dette publique inférieure à 20 % du PIB, même si le déficit public s'est accru en 2015 et pourrait dépasser 3 % selon le FMI, la politique budgétaire dispose de marges de manœuvre suffisantes pour adopter des mesures contra-cycliques permettant d'amortir un choc négatif prolongé ou supplémentaire sur les cours des matières premières.

Conclusion

Comme nous le mentionnons dans le titre, le Chili devrait, cette année encore, tirer son épingle du jeu avec une croissance en 2016 que nous prévoyons à 2,5%. Néanmoins, on ne peut nier que les risques baissiers sont de plus en plus soutenus. À ce propos, nous nous devons de signaler que la Banque Centrale chilienne tout comme le FMI, plus récemment, ont revu à la baisse leurs prévisions de croissance pour cette année de près de 0,5 point de pourcentage soit une croissance comprise entre 2 % et 3 % pour la première et de 2,1 % pour le second.



La Banque Centrale a été et restera probablement relativement accommodante



Les autorités ont les moyens de mettre en place des mesures contra-cycliques si besoin



9 La beauté est-elle éphémère ?

SÉBASTIEN BOULET, *Analyse Actions*

Le secteur des produits de beauté et des soins de la personne est l'une des principales composantes de l'univers des biens de grande consommation, représentant près de 400 milliards d'euros de ventes de détail. Ce secteur englobe aussi bien les produits pour le soin de la peau, des cheveux, le maquillage ou encore des produits d'hygiène, comme les déodorants et les dentifrices. Ce secteur est structurellement attractif car il bénéficie, comme les autres produits de consommation, de la croissance économique et démographique. Il se singularise cependant par le fort niveau d'engagement des consommateurs¹ lié à l'importance croissante de l'image (les *selfies* cela vous parle ?) et des opportunités quasiment illimitées de *premiumisation*, c'est-à-dire de les faire monter en gamme vers des versions plus coûteuses d'un même produit.

Les principaux actifs des entreprises du secteur sont leurs marques, soutenues par de vastes campagnes publicitaires et promotionnelles visant à nous convaincre de la supériorité de leurs produits notamment sur des produits génériques. Cependant, deux tendances structurelles freinent actuellement le développement du secteur et remettent en question le positionnement concurrentiel des leaders : la montée en puissance du digital et l'évolution des canaux de vente.

Le digital rebat les cartes de la beauté et des soins de la personne

Les investissements significatifs et permanents dans des campagnes publicitaires dans les médias traditionnels (TV, radio et presse) nécessaires à la constitution d'une « image de marque » ont longtemps été la principale barrière à l'entrée d'un nouvel acteur dans le secteur. Ces obstacles ont longtemps paru infranchissables mais les temps ont changé : les médias traditionnels perdent des parts d'audience (cf. graphique 1) et le temps passé sur les médias digitaux, en particulier les appareils mobiles et les tablettes, n'a cessé d'augmenter ces dernières années. La « digitalisation » érode les barrières à l'entrée : il n'est plus nécessaire de financer des campagnes grand public dispendieuses. Des entreprises avec des offres souvent de niches bénéficient d'un accès plus aisé et moins onéreux à une base de consommateurs de plus en plus fragmentée. Désormais, les consommateurs cherchent, découvrent, achètent et passent en revue leurs achats en ligne, notamment pour les produits de beauté. Par exemple, Michelle Phan est très peu connue mais elle peut se targuer de 1,1 milliard de vues de ses tutoriels de beauté sur YouTube. De même, EnjoyPhoenix possède plus de 2 millions d'abonnés en France.

Dès la fin du 19^e siècle, John Wanamaker, pionnier de la publicité et de la distribution, disait avec humour qu'il gaspillait la moitié de ses dépenses publicitaires, sans savoir de quelle moitié il s'agissait. Grâce au digital, la publicité est aujourd'hui plus spécialisée et ciblée. Le contenu généré par les utilisateurs, la publicité payée à la performance (lorsque les clients cliquent ou agissent en ligne) et la croissance des achats automatisés (utilisation de programmes reposant sur des données pour acheter des espaces publicitaires spécifiques), autant d'outils permettant d'acheter une cible d'audience (par âge, sexe, groupe, goût) à un prix plus attractif et de ne pas envoyer de messages inappropriés à des consommateurs non concernés. Sources d'efficacité, ces innovations réduisent l'« effet taille » dont les grands acteurs ont bénéficié pendant des décennies. Actuellement, environ 15 à 20 % du total des dépenses publicitaires et promotionnelles sont investis dans le digital. Ces dernières restent néanmoins nettement inférieures à celles des autres secteurs, augurant un important potentiel d'augmentation. (cf. graphique 2)

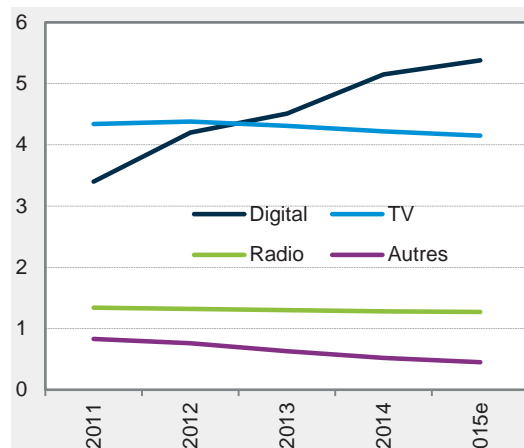
¹ Selon Linda Hollebeek, l'engagement client avec une marque spécifique correspond au « niveau d'investissement cognitif, émotionnel et comportemental d'un client dans ses interactions avec une marque ».

L'essentiel

L'investissement dans des campagnes publicitaires diffusées dans les médias traditionnels a longtemps été la principale barrière à l'entrée d'un nouvel acteur dans le secteur des produits de beauté et des soins personnels. L'émergence du digital, via le contenu généré par les utilisateurs, la publicité payée à la performance et la croissance des achats automatisés, rebat complètement les cartes en offrant un accès plus direct et surtout moins cher à une base clients de plus en plus fragmentée. Sources d'efficacité, ces innovations réduisent l'« effet taille » dont les grands acteurs ont bénéficié pendant des décennies.

En parallèle, les canaux de vente se complexifient avec la montée en puissance du commerce en ligne et des chaînes de magasins spécialisés dans la beauté, et offrent davantage de place aux petits acteurs qui ne cessent de prendre des parts de marché aux grands groupes. Cependant ces ruptures sont aussi synonymes d'opportunités. La capacité des leaders du secteur des produits de beauté et des soins personnels à intégrer les technologies digitales dans leur stratégie et à les maîtriser sera cruciale pour créer de nouvelles barrières à l'entrée.

1 Temps moyen passé en h/jour par un adulte américain par média



Source: Emarketer, Recherche Amundi

Les canaux de vente se complexifient et offrent davantage d'espace aux acteurs de petite taille

Les produits de beauté et des soins personnels ont longtemps été distribués via des points de vente de type hyper ou supermarchés et des grands magasins (Harrods, Saks ou Printemps) pour le segment premium. La proportion des ventes réalisées par ces canaux connaît une baisse lente mais régulière, tandis que celle des ventes en ligne progresse rapidement (cf. graphique 3). Selon l'Oréal, leader du secteur, le commerce en ligne (ventes directes et via des distributeurs tiers) a progressé de 18 % en 2014 et représente 20 % de la croissance du marché des cosmétiques. Si on a longtemps considéré que les produits de beauté n'étaient pas adaptés à une distribution en ligne en raison de la volonté des consommateurs de les sentir, de les toucher et de les essayer, les canaux digitaux ont partiellement répondu à ce problème, notamment grâce aux peer reviews (évaluations par les pairs). Les produits cosmétiques ont également un rapport poids/valeur attractif et ne posent pas de problématique particulière de logistique comme les produits alimentaires par exemple. Parallèlement, plusieurs chaînes de cosmétiques spécialisées se sont rapidement développées (comme Sephora ou Ulta). Près de deux-tiers du marché américain des produits de beauté sont assurés par ces chaînes et les distributeurs en ligne.

Ces deux canaux de vente ont un intérêt commun à élargir leur offre et à promouvoir des nouveautés pour attirer les consommateurs. Ils ont également des contraintes moins importantes en matière de rayonnage ou de stocks que les canaux traditionnels, ce qui entraîne une prolifération de références et offre une vitrine aux nouvelles marques, au détriment des grands acteurs établis.

Même s'il est difficile d'avoir des données fiables, on constate de plus en plus que les grandes marques multi-catégories, cèdent du terrain face aux nouveaux acteurs dont la part de marché est inférieure à 10 % ; c'est notamment le cas pour le maquillage face à l'émergence des marques lancées par des maquilleurs professionnels, mais aussi dans le soin de la peau sur le segment du « tout naturel » par exemple. Les petites marques proposent généralement des produits spécialisés et ciblent une clientèle spécifique via une communication et une identité claire. Notons toutefois que ces nouveaux acteurs ne sont pas tous indépendants et peuvent appartenir à de grands groupes.

Des opportunités à saisir...

Il est encore difficile de déterminer les autres défis engendrés par les évolutions que nous venons de citer. Toutefois, comme c'est souvent le cas, les ruptures sont également synonymes d'opportunités et de nouvelles barrières pourraient apparaître. Les grandes marques ont récemment recruté des spécialistes du digital, parfois d'anciens blogueurs ou *vloggers* (blogs vidéos), pour développer leur savoir-faire numérique. En outre, en termes de visibilité et de pertinence en ligne, la création de contenus se fait de plus en plus sophistiquée et implique des investissements plus importants pour maintenir la fidélité des consommateurs. L'analyse et l'utilisation efficace du *big data* généré en ligne sera également sûrement un facteur clé de succès. La désintermédiation des canaux de vente traditionnels et les ventes directes aux consommateurs via le commerce en ligne pourraient également accroître les marges des acteurs et leur offrir la possibilité de proposer une expérience client plus profonde et plus personnalisée.

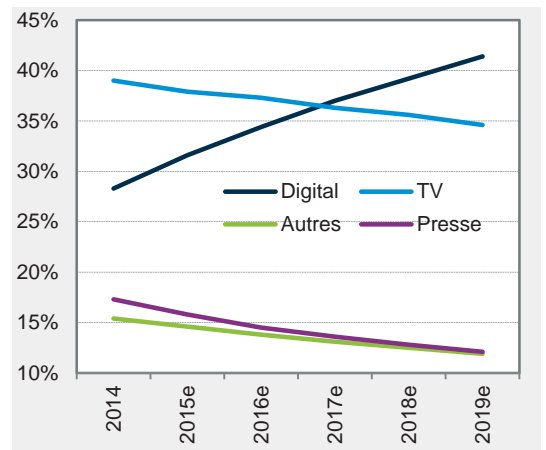
Enfin solution radicale et parfois couronnée de succès : s'il n'est pas possible de les battre, rachetez-les ! Les grandes entreprises n'ont pas trouvé de meilleur moyen pour lutter contre ces concurrents de petite taille qu'en les rachetant (Nyx, Urban Decay, Le Labo et Dermalogica, par exemple).



Les grandes marques pluridisciplinaires cèdent du terrain face aux nouveaux acteurs, dont la part de marché est inférieure à 10 %

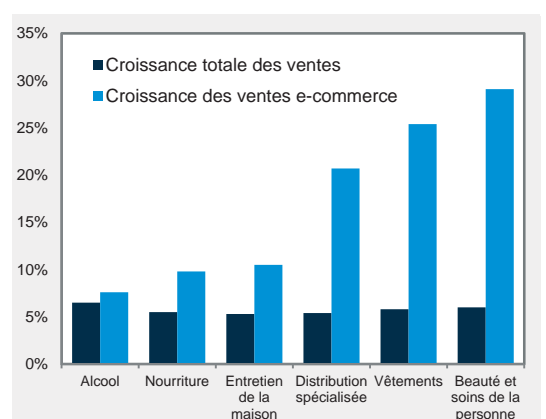


2 Prédiction de répartition des dépenses publicitaires aux États-Unis par média



Source : Emarketer, Recherche Amundi

3 Croissance des ventes en e-commerce en 2013



Source: Euromonitor as cited by L2 Think Tank, Nov 21, 2013, Recherche Amundi





Amundi Research Center

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



Foreign Exchange
Money Markets **Equities**

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

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

Publications récentes

Working Papers

- **Towards Greater Diversification in Central Bank Reserves**
MARIE BRIÈRE, *Recherche, Stratégie et Analyse*, 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*
- **Sovereign default in Emerging market countries: A transition model allowing for heterogeneity**
ANNE-CHARLOTTE PARET, *Stratégie et Recherche Économique* & 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*
- **Investir dans les facteurs de risque des actions en fonction de l'environnement macroéconomique**
ALESSANDRO RUSSO – *Recherche Quantitative*
- **Les cycles longs et les marchés d'actifs**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*

Spécial Focus

- **L'approche par facteurs: quels bénéfices pour l'allocation d'actifs?**
MARIE BRIÈRE, *Recherche, Stratégie et Analyse*, ALESSANDRO RUSSO – *Recherche Quantitative*, ÉRIC TAZÉ-BERNARD, *Conseil en allocation d'actifs*
- **Hybrid Pensions Schemes with Risk-Sharing: Are They the Future of Occupational Pensions?**
MARIE BRIÈRE, LING-NI BOON, *Recherche, Stratégie et Analyse*
- **Brésil: la fête doit continuer. Mais est-ce possible?**
KARINE HERVÉ – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Brésil: à la croisée des chemins**
NICOLAS DOISY, KARINE HERVÉ – *Stratégie et Recherche Économique*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

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

Support

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

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

Crédit photo: iStock by Getty Images - kwanisik