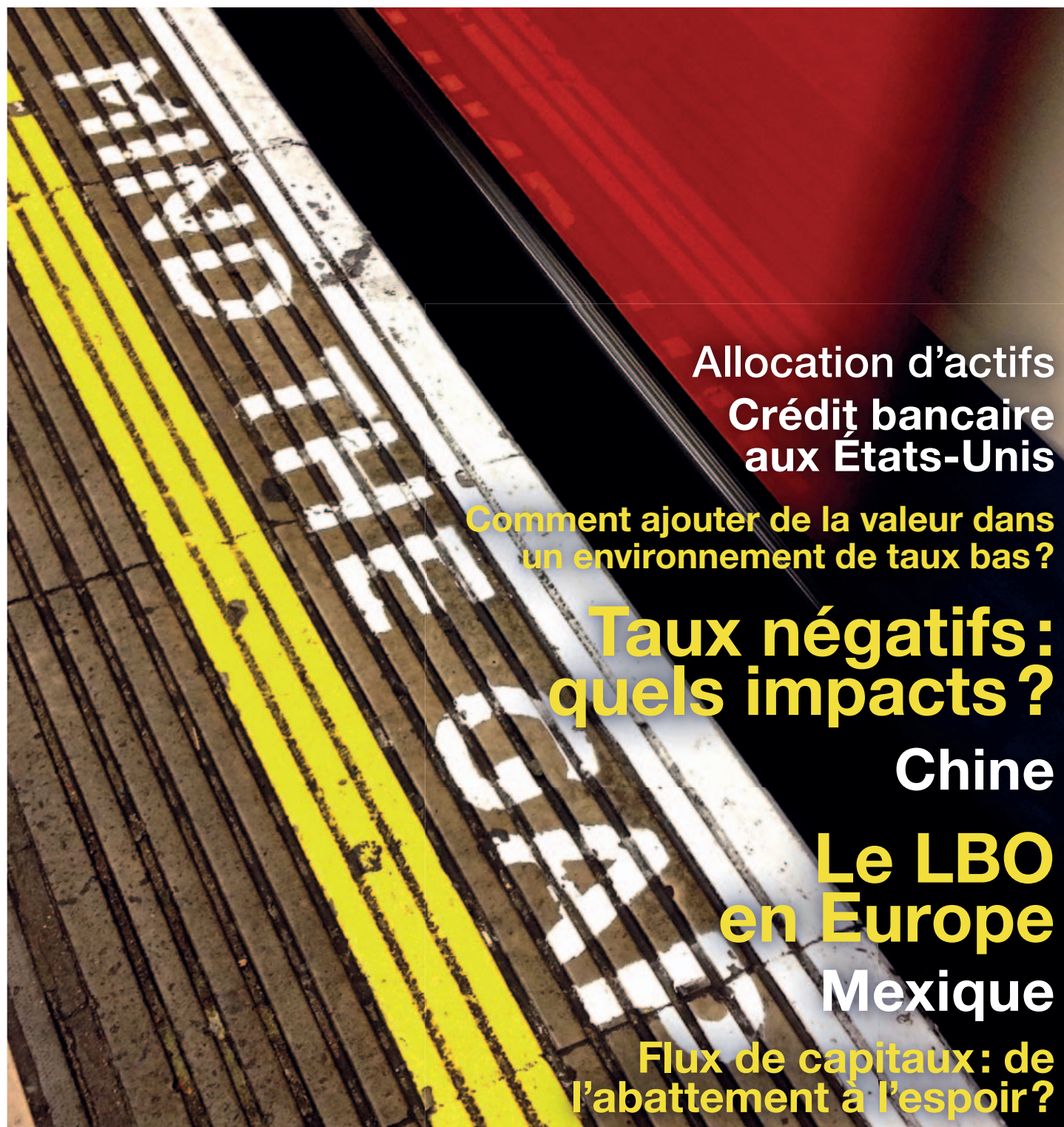


Mars 2016



Allocation d'actifs
Crédit bancaire
aux États-Unis

Comment ajouter de la valeur dans
un environnement de taux bas ?

**Taux négatifs :
quels impacts ?**

Chine

**Le LBO
en Europe**

Mexique

Flux de capitaux : de
l'abattement à l'espoir ?

Sommaire

Repères

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

Page 4 

Taux négatifs, UE/RU et Brexit...

La réponse de la BCE aux peurs des marchés

Le ralentissement économique, perceptible depuis plusieurs trimestres s'est amplifié et a surtout pris au dépourvu un consensus bien trop optimiste. Les banques centrales n'arrivent pas à calmer ces pressions... pire, elles y contribuent. Au Royaume Uni, la date du référendum sur le Brexit a été annoncée, et le clivage politique grandit. Dans de nombreux secteurs, les marchés *pricent* désormais une récession (qui ne nous semble pas crédible à ce stade).

Facteurs de risque

Page 8

Contexte macroéconomique

Page 12

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 13

Crédit

1 Prêts aux entreprises : le talon d'Achille de l'économie américaine

Page 14

Les banques américaines viennent d'achever une année 2015 exceptionnelle en termes de profits. Comment expliquer alors la méfiance des investisseurs à leur égard ?

> FOCUS > Un système bancaire américain globalement plus solide qu'avant la crise

Taux négatifs

2 Comment les taux négatifs ont transformé les marchés de taux

Page 17

Les taux négatifs sont devenus l'outil de politique monétaire le plus en vue, ce qui soulève de nombreuses questions. Nous tentons d'apporter un éclairage particulier sur la décision de la BoJ, les JGB formant l'un des premiers marchés d'obligations souveraines au monde.

3 Comment ajouter de la valeur dans un environnement de taux courts bas, de taux longs bas et de *spreads* de crédit serrés ?

Page 20

L'environnement de taux bas a poussé à revoir à la baisse les espoirs de rendements des actifs de taux, et donc de l'ensemble des portefeuilles qui intègrent, par construction ou par précaution, des actifs obligataires. De nombreuses approches permettent néanmoins d'apporter du rendement aux portefeuilles. L'objet de cet article est de les présenter.

Chine

4 Chine : réserves de change et sorties de capitaux... Faut-il s'inquiéter ?

Page 23 

Au niveau des marchés financiers, les incertitudes quant au rythme et au calendrier de la dévaluation du RMB constituent toujours le principal risque, qui s'ajoute à la volatilité liée aux cours pétroliers et aux décisions de la Fed. Les sorties de capitaux et la baisse des réserves de change devraient mettre encore six à neuf mois avant de se stabiliser.

5 Big Bang monétaire de la Chine : le passage de l'étalon-dollar à la monnaie fiduciaire

Page 27

Comme il faisait reposer la création monétaire domestique chinoise uniquement sur les réserves de change, la Chine a décidé d'abandonner son ancrage au dollar pour freiner la menace déflationniste croissante. Le passage d'un dispositif de caisse d'émission de facto à un régime de monnaie fiduciaire est indispensable, mais risqué : le marché monétaire interbancaire (i) ne doit pas comporter d'actifs financiers douteux et (ii) doit reposer sur des actifs négociables de qualité. Le gouvernement sera essentiel au succès du Big Bang monétaire de la PBoC, car il devra endosser la majorité des coûts de la restructuration indispensable du secteur financier.

> FOCUS > Naissance et déclin du plus grand *currency board* au monde (2005-15)

Private Equity

6 Le LBO en Europe : une opportunité d'investissement ?

Page 31

L'Union européenne est riche d'un tissu d'entreprises moyennes caractérisées par leur dynamisme et leur capacité d'innovation. Ces entreprises constituent l'univers d'investissement des fonds de private equity spécialisés dans les opérations de LBO. Les performances de ces investissements ont été excellentes. Comment expliquer ce succès ? Est-il répétable ?

Mexique

7 Dans un environnement de prix bas des matières premières, la croissance mexicaine résistera-t-elle au ralentissement de l'économie américaine ?

Page 37

Après deux années d'un environnement économique extrêmement défavorable pour les exportateurs nets de matières premières, le Mexique arrivera-t-il à croître cette année au même rythme qu'en 2015 ?

Flux de capitaux

8 Flux d'investissements : de l'abattement à l'espoir ?

Page 40

Depuis la fin du *tapering*, les investisseurs se sont généralement détournés des actifs risqués pour privilégier la sécurité. Après un rappel de l'évolution des flux des principales classes d'actifs en 2015, nous ferons un zoom particulier sur les mouvements des marchés émergents et des fonds souverains du Golfe qui concentrent de nombreuses interrogations. En ce début 2016, malgré des conditions de marchés très difficiles, on a relevé en février les premiers signes d'un regain d'appétit pour le risque. Une accalmie qui demeure à confirmer...

> FOCUS > Différences méthodologiques entre *Institute of International Finance* et EPFR

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

Taux négatifs, UE/RU et Brexit... La réponse de la BCE aux peurs des marchés

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Depuis l'été, chaque semaine a son lot de nouvelles — plutôt mal perçues depuis quelque temps — et nous avons développé certaines d'entre elles dans notre dernier numéro mensuel, notamment les craintes de récession aux États-Unis, les craintes d'effondrement des systèmes bancaires, les facteurs négatifs de la baisse du prix du pétrole, la perte de crédibilité des banques centrales, les craintes de *hard landing/crash landing* de la Chine.

Nous allons revenir ici sur trois points spécifiques : deux « nouveaux » facteurs dont l'importance a crû au cours de ces toutes dernières semaines, et une question fondamentale :

- **Le premier facteur important ayant trait à la crédibilité de la politique monétaire**, a déjà été évoqué à plusieurs reprises : il s'agit de la baisse des taux de dépôt de la BCE, une mesure qui n'a jamais recueilli nos faveurs et qui, adoptée également par le Japon est non seulement inefficace, mais comprend de nombreux effets pervers. Quel est le danger à poursuivre le chemin de la baisse des taux d'intérêt ?
- **Le second facteur important a directement un lien avec la situation politique de l'Union européenne et la situation économique du Royaume-Uni (RU)** : il s'agit du scénario de Brexit, sujet qui fait l'objet d'une publication spécifique (à paraître bientôt), mais dont nous allons simplement signaler les changements les plus récents. Quels sont les dangers pour les pays européens et pour le Royaume-Uni ?
- Nous tenterons enfin de répondre à une question essentielle : **que priment les marchés actuellement ?** Sont-ils préparés au pire ? Doit-on craindre le pire ? Que peut-on espérer ?

I. L'envoi du taux de dépôt en territoire négatif est potentiellement, à lui seul, contre-productif et anxiogène

En novembre dernier, nous écrivions - déjà - que la baisse des taux de dépôts de la BCE en territoire encore plus négatif ne tarderait pas à avoir des effets négatifs, compte tenu de l'inefficacité d'une telle mesure. En décembre, les marchés financiers avaient peu apprécié les décisions de la BCE. Pourquoi une telle défiance ?

On peut comprendre que la BCE souhaite tester le niveau de taux en deçà duquel les banques cessent de porter leurs excédents de cash auprès de la banque centrale, mais la question est de savoir si cela en vaut vraiment la peine au regard des risques qu'une telle politique représente. Ce qui est nécessaire, ce n'est pas tant de poursuivre dans la baisse des taux et d'envoyer toute la gamme des taux en territoire négatif (comme au Japon actuellement), mais de maintenir les taux bas. Si les banques ont des liquidités, c'est précisément parce que la BCE en injecte beaucoup, et la baisse des taux de dépôt pénalise la rentabilité des banques (toutes les banques, qu'elles soient du cœur de la zone ou de la périphérie) au moment même où elles sont chahutées par les marchés et alors même qu'il leur est demandé d'accorder davantage de crédit à l'économie. Une situation paradoxale et sans aucun doute contre-productive. Au total, la poursuite de la baisse des taux alimente davantage les craintes de déflation qu'elle ne les combat. C'est pour cela que cette mesure ne peut être isolée. La BCE a donc pris un ensemble de mesures : TLTRO, extension du QE, baisse des taux... tout l'arsenal de la BCE (comme nous l'évoquions évoqué dans notre édition du mois de février) a été mobilisé :

- Le taux sur les opérations de refinancement est abaissé de 5 pb à 0,00 % à partir du 16 mars 2016.
- Le taux de prêt marginal est abaissé de 5 pb à 0,25 % à partir du 16 mars 2016.

L'essentiel

De nombreux facteurs négatifs continuent de peser sur les marchés financiers : le ralentissement économique, perceptible depuis plusieurs trimestres s'est amplifié et a surtout pris au dépourvu un consensus bien trop optimiste.

Les banques centrales n'arrivent pas à calmer ces pressions... pire, elles y contribuent du fait de l'absence de marges de manœuvre (Fed), de politiques peu efficaces (Japon), voire même contre-productives (BoJ et BCE) : c'est le cas de l'envoi des taux courts et longs en territoire négatif, qui entretient le climat déflationniste. Au Royaume-Uni, la date du référendum sur le Brexit a été annoncée, et nombreuses sont désormais les analyses qui tentent d'évaluer les différents scénarios tandis que, politiquement, le clivage grandit (au Royaume-Uni, bien sûr, mais aussi au sein même de l'Union européenne). Les concessions accordées aux Britanniques menacent la solidarité européenne, et l'Europe politique à la carte tente plusieurs pays de la zone. Le sterling a déjà pris en compte le scénario de sortie de l'Union européenne, et a connu l'une de ses plus fortes baisses de ces dernières années. Les nombreux facteurs de risque affectent les marchés qui, dans de nombreux secteurs, sont valorisés à des prix en ligne avec une récession (qui ne nous semble pas crédible à ce stade), mais les valeurs bancaires ont effleuré des niveaux de crise, et donc des valorisations extrêmes. Les stratégies de *macro-hedging* doivent être maintenues.

“ La BCE sort l'artillerie lourde... ”

“ Les effets pervers des taux négatifs : un handicap croissant ”

- Le taux de rémunération des dépôts est abaissé de 10 pb à -0.40 % à partir du 16 mars 2016.
- Le programme mensuel d'achats d'actifs est augmenté et sera désormais de €80 Mds, dès le mois d'avril.
- Les obligations non bancaires *investment grade* de la zone euro libellées en euro sont désormais éligibles au programme d'achats de la BCE.
- Une nouvelle série de 4 opérations de refinancement à long terme (TLTRO II), chacune de maturité 4 ans, sont mise en place à partir de juin 2016.

Les marchés financiers ont cette fois été enthousiastes, car tout cela est favorable au maintien des taux bas, au soutien des spreads souverains, au soutien des *spreads* de crédit, et aux soutiens des banques. Même si l'on doit admettre que le geste (énorme) de la BCE est bien la preuve que tout ne tourne pas bien rond, il est difficile de ne pas l'apprécier... C'est pour cela qu'il est important de regarder ce que « pricent » les marchés (section 3).

II. Brexit et Europe à la carte: un risque économique pour le Royaume Uni, et un risque politique pour l'Union européenne?

C'est fait: David Cameron a annoncé la date du référendum pour le Brexit. Il s'agit du 23 juin 2016. Différents scénarios sont possibles, mais on peut néanmoins résumer la sortie éventuelle du RU via deux options distinctes:

- Une sortie « soft » avec le maintien de tout ou de la majeure partie des relations commerciales et financières entre le RU et l'UE;
- Une sortie « hard », qui forcerait le RU à revoir la totalité ou la quasi-totalité de ses accords et relations avec l'ensemble des pays de la zone, un par un, et qui ferait disparaître tous les avantages que l'UE a pu tisser avec des pays tiers et dont le RU bénéficie actuellement.

Comme cela est le cas depuis longtemps sur ce sujet, les sondages sont très partagés: selon un sondage récent mené le 21 février dernier, 48 % des Britanniques seraient favorables au maintien, un peu moins de 33 % en faveur de la sortie, et 19 % d'entre eux environ seraient encore d'indécis. Rappelons que depuis les années 80, à de rares exceptions près, les « europhiles » britanniques sont plus nombreux que les « europhobes », au moins en ce qui concerne les sondages. Il faut désormais suivre de près la capacité à convaincre des leaders d'opinion qui sont le Premier Ministre David Cameron (hostile au Brexit, mais qui a mis ce sujet sur le devant de la scène), le maire de Londres (Boris Johnson, ardent défenseur du Brexit), le gouverneur (canadien) de la Banque d'Angleterre Mark Carney (également hostile au Brexit)... autant de personnalités qui comptent dans l'opinion publique, si l'on en croit la presse britannique. David Cameron craint par ailleurs qu'une sortie de l'UE incite l'Écosse à de nouveau désirer sortir du RU... Selon les textes de l'Union (traité de Lisbonne, article 50), la sortie de l'UE serait effective 2 ans au plus tard après que le RU ait notifié aux membres de l'UE son désir de la quitter.

Quelle a été la réaction des marchés? Que pricent-ils désormais? Sans grande surprise (voir facteurs de risque, cross asset mensuel novembre 2015), c'est la *devise britannique* qui a absorbé la plus grande partie du choc. La récente baisse est la 7^e plus forte chute depuis 25 ans: conséquente, certes, mais on a vu bien pire dans l'histoire récente, notamment dans les années 90, lors des crises de change du SME (Système Monétaire Européen) et de la chute de la livre qui, le 16 septembre 1992, avait forcé le GBP à quitter le Mécanisme de Change Européen.

Le *CDS souverain* du Royaume-Uni a également cédé du terrain. Il a progressé de près de 20bp et se situe désormais à un peu moins de 40pb, soit désormais au niveau de celui de la France. Il reste tout de même inférieur à celui de l'Espagne (qui a progressé de 28pb depuis le début de l'année), de l'Italie (+ 50pb) et du Portugal (+ 100pb).

Les *taux longs* britanniques ont fortement baissé, mais il ne faut pas forcément y voir l'impact du Brexit potentiel: les taux GBP ont en fait simplement suivi leurs homologues américains et européens, ni plus ni moins.

Quant aux *actions*, la baisse est générale, et le RU n'a pas fait pire que le reste de l'Europe.

“ Des sondages encore indécis ”

“ La devise britannique a absorbé la plus grande partie du choc ”

“ Une sortie « soft » ou une sortie « hard » ? ”



Nous n'allons pas entrer dans le détail (on se référera au Special focus, à paraître), mais on rappellera simplement que la nature du risque est différente selon les pays :

- Pour le Royaume Uni, il s'agit clairement d'un risque économique: une sortie « hard » de l'UE signifierait la fin du passeport européen pour ses entreprises; celui-ci offre la possibilité pour une entreprise agréée d'un État membre d'offrir ses services sur le territoire d'un autre État membre sans y être établie). Au total, selon les estimations, l'impact sur le PIB serait significativement négatif. Le RU « perdrait » entre 2,5 % et 9,5 % de son PIB, tandis que le patronat anglais considère que l'UE contribue à elle seule à 4 % — 5 % du PIB, soit autour de 70 Mds de GBP. On comprend mieux pourquoi le milieu des affaires, certes divisé sur le sujet, plaide néanmoins en grande majorité pour le maintien dans l'Union, ou en tout cas est favorable à tout ce qui est nature à éviter une sortie « hard ».
- Pour l'Union européenne, il s'agit principalement d'un risque politique. Le retrait du Royaume-Uni n'aurait pas de conséquences graves pour les pays de l'Union (il faudrait cependant répartir les contributions du RU au budget parmi les pays européens, mais compte tenu de la faiblesse du budget fédéral, cela ne représente aucun supplément de charges insurmontable: simplement au prorata, l'Allemagne devrait prendre à sa charge un supplément de 2,2 Mds, la France de 1,9 Md, l'Italie de 1,4 Md... (pour ne citer que les plus grands pays de l'Union). Le risque est politique, celui de voir d'autres pays européens prôner l'Europe à la carte. Le manque de solidarité s'est manifesté au rythme des concessions accordées au Royaume Uni, certains pays affichant leur intérêt pour telle ou telle mesure accordée au RU. Là se trouve tout l'enjeu de l'UE. Les pays de l'UE ont tout récemment accordé ces concessions (sur l'immigration la souveraineté et la gouvernance) pour tout faire afin d'éviter que les britanniques ne quittent l'Union: il est loin le temps où le rapport de force était inverse (rappelons que par deux fois, dans les années 60, la France a posé son veto « contre » le RU (sous le gouvernement MacMillan et sous le gouvernement Wilson), le président de Gaulle reprochant au RU son hostilité envers la construction européenne et de privilégier ses liens avec les États-Unis.

III. Que priment les marchés financiers ?

Il est toujours crucial de regarder ce qu'enseignent les valorisations, afin de se faire une idée de leur rationalité, et de leur caractère éventuellement extrême.

Les **marchés monétaires**, et les taux futures nous indiquent que les taux Euribor 3 mois pourraient bien rester en territoire négatif jusqu'en 2019, ce qui n'est pas de bon augure pour la rentabilité des banques. Les marchés s'attendent à des politiques plus accommodantes à peu près partout... sauf aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Suède. Cela est évidemment important, sauf que dans le même temps, les débats sur l'efficacité des politiques monétaires reviennent en force. Pas de grande surprise, les marchés de taux anticipent une nouvelle baisse de 10pb des taux de dépôt en zone euro... et une courbe similaire à celle du Japon.

Ensuite le **marché des changes**, et notamment sur l'euro, ne mise pas vraiment sur une extension du QE, qui devrait normalement affaiblir la devise européenne. Sans doute un tort.

Les **taux longs gouvernementaux** se sont de nouveau effondrés au cours des tout derniers mois. Ils sont ainsi devenus, en zone euro, très en dessous de leur valeur d'équilibre. Cela est lié à l'effet-QE et aux anticipations de taux réels encore plus négatifs. Selon nos modèles, le taux 10 ans US « devrait » être autour de 2,20 %, bien loin de son niveau actuel (1,20 %). Les primes de terme sont à des plus bas historiques (depuis 1961) et elles prennent désormais en compte une situation de forte déflation. Quant aux *spreads* des pays périphériques de la zone euro, malgré les récentes tensions, ils sont encore bien loin des pics de crise, et loin des niveaux de récession.

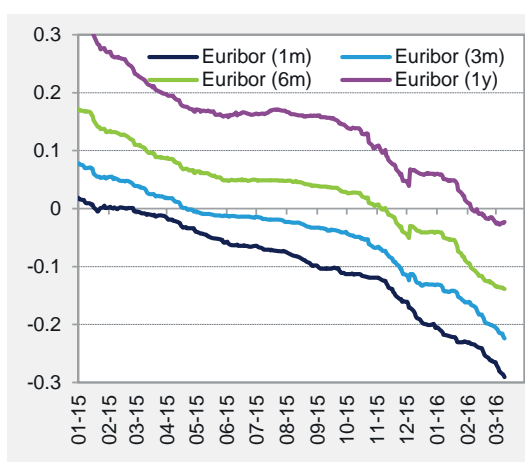
Les **marchés d'actions** donnent des indications plus extrêmes. Ainsi, la correction du MSCI World a désormais effacé plus d'un an de performance. La consolidation actuelle est en train de flirter (-10 % en glissement annuel sur le MSCI World) avec des niveaux que l'on avait seulement atteints durant les



L'Europe à la carte,
le vrai danger de l'UE



1 Taux euribor (%)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Zone euro: des taux négatifs
jusqu'en 2019 ?



Des *spreads* périphériques
très loin des niveaux de crise



Marchés d'actions:
des niveaux compatibles
avec une récession



phases de récession US (1987 mis à part, année de forte chute des marchés boursiers non suivie (non annonciatrice) de récession). En 1987, en 2000 et en 2008, les PE US étaient passés au-dessus de la barre « 20-CPI », censée représenter une valorisation excessive. Dans le cycle actuel, le PE US n'a jamais atteint cette limite, mais depuis la chute des marchés, il est redevenu totalement compatible avec une situation de déflation. Il faut dire que les indices sont tirés à la baisse par le secteur de l'énergie et des matières premières aux États-Unis, et par les valeurs financières en Europe. Les banques européennes sont en plein stress: taux de dépôt négatif, aplatissement de courbe, spécificités italiennes (*bad bank...*), craintes récurrentes sur une grande banque (allemande) de la zone... Même les valeurs pétrolières européennes résistent bien mieux dans l'environnement actuel, c'est dire...

Le PBV (*price-to-book value*) des banques européennes revient (à 0,6) vers son plus bas de 2009 et de 2011 (alors à 0,5), avec pourtant de bien meilleurs fondamentaux. Les niveaux atteints sont très bas, (même si l'on regarde l'expérience du Japon)... Ils ne sont plus très loin de ceux atteints lors de la crise financière.

Sur les **obligations corporates**, les messages divergent légèrement entre États-Unis et Europe, et assez fortement entre High Yield et Investment Grade. Ainsi, les *spreads* High Yield sont de retour sur des niveaux de récession, mais pas des niveaux de crise. Ils sont donc encore bien loin des pics atteints lors de la crise financière. Le « Distress ratio » (pourcentage d'émetteurs avec des *spreads* au-dessus de 1000pb) est également revenu vers des niveaux de récession: 33 % aux US, et 12 % en Europe. Certes, sur le High Yield US, le stress et les taux de défaut sont fortement concentrés sur l'énergie et l'industrie de base (plus de 70 % des défauts), alors que sur le High Yield Euro, le stress est visible sur l'énergie et les banques. Au total, les *spreads* des entreprises américaines notées BBB et BB renouent avec les niveaux de récession des années 90 et du début des années 2000. On peut même dire que les *spreads* High Yield US hors énergie sont en ligne avec un ISM manufacturier inférieur à 50... Ils sont trop élevés au regard des indices ISM services. De leur côté, les *spreads* Investment Grade US sont en ligne avec l'ISM manufacturier actuel, mais ils sont élevés au regard de ce qu'indique l'ISM services. On retrouve ici l'importance cruciale de l'écart qui existe entre le secteur manufacturier (faible) et celui des services (solide). La bonne tenue des services et de la consommation aux États-Unis déterminera si le High Yield est correctement valorisé ou s'il est bon marché.

Conclusion

Au regard de ce qui est pricé et de ce que vient de faire la BCE, on comprend bien que les anticipations sont extrêmes, et nous conservons donc, sans sous-estimer les risques globaux, une fois encore, notre biais favorable aux actifs de la zone euro.

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



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

TYPE DE PORTEFEUILLE

Portefeuilles d'actions

- Bêta du portefeuille autour de 1
- Préférer actions zone euro, neutre Japon et sous-pondérer US
- Surpondéré Techno et consumer
- Passer neutre sur pétrole, métaux et mines
- Marchés émergents: choix pays clivant
 Au sein des pays émergents:
 - Surpondéré: Inde, Thaïlande, Mexique, Pérou, Philippines et Europe
 - Neutre: Chine, Indonésie, Russie
 - Sous-pondéré: Taïwan, Brésil, Grèce, Turquie, pays du Golfe

Portefeuilles obligataires

- Surpondération crédit vs govies
- Retour des positions sur les financières (en restant sélectif)
- Aplatissement de courbes des taux
- Dettes émergentes:
 - préférer la dette en devises dures (long USD)
 - réduction des expositions aux corporates EMG
- Long USD, JPY et INR, Short GBP

Portefeuilles diversifiés

- Surpondéré zone euro, neutre Japon et Neutre/UW US
- Inde notre pays préféré au sein des actions émergentes... Prudence sur les EMG, mais retour graduel vers pays-matières premières
- Conserver HY zone euro et IG US
- Surpondérer les obligations périphériques euro par rapport au cœur
- *Macro-hedging*: long US Treasuries, long vol actions
- Short GBP



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, et les divergences au sein de son comité s'étaient 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 revêtait 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, y compris désormais au sein de la Fed (les hawkish sont devenus plus « dovish »). La Fed doit toute éviter erreur de communication, 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. Cette situation favoriserait 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 Le modèle économique chinois a changé sur la dernière décennie : il est désormais moins tiré par les exportations, et davantage liée à la demande intérieure. Ceci est une bonne évolution, mais ce modèle garde des caractéristiques à certains égards inquiétantes : l'excès de crédit, le poids de la dette enfle, la (faible) compétitivité de l'industrie s'étiolé, des gains de productivité en retrait... un fléchissement de la croissance potentielle. La question n'est pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible : 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 (sans doute entre 3 % et 5 % contre 10 % il y a un peu plus de 10 ans)... En clair, si la Chine ne va pas connaître une crise économique de grande ampleur. 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, malgré les fortes révisions en baisse de nombreuses institutions et donc du consensus) 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, actuellement le principal moteur de leur croissance.

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

Facteurs de risque

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 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.

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, et le yuan sera une des composantes du DTS dès octobre prochain. 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. Faible probabilité, car la Chine a depuis montré son net désir pour gérer la stabilité du yuan contre panier, pas de préparer une forte dévaluation. Un risque faible, 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



Facteurs de risque

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. Les discussions lors des concessions accordées au Royaume Uni ne vont malheureusement pas dans ce sens. Fédéralisme, Europe à la carte ou éclatement de la zone ? Trois scénarios bien distincts.

IMPACT DE MARCHÉ On ne connaît que trop bien les impacts négatifs : élargissement des *spreads* souverains et de crédit, hausse de la volatilité... mais avec sans doute cette fois un vrai fléchissement de l'euro. Une nouvelle crise européenne risque fort de valider les scénarios d'éclatement de la zone ou, à tout le moins, de sortie des pays fragiles de la zone... à moins que le scénario de sortie ne tente le(s) plus solide(s) d'entre eux, ce qui est hautement crédible, car ils finiront par se laisser – 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 Ce risque s'est matérialisé : les taux allemands 10 ans sont revenus à 0,15 %, les 10 ans japonais sont négatifs et les 10 ans US sont de nouveau proches de 1 %. Les marchés ont tendance à anticiper systématiquement trop de hausses depuis près de 4 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, les gains de productivité trop faibles...) 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 regains de tensions et de volatilité. Les risques politiques actuels sont bien identifiés et spécifiques, cela sera-t-il insuffisant pour ne pas affecter les perspectives de croissance et les orientations des marchés financiers ? Rien n'est sûr à ce stade.

[RISQUE # 11] Le Brexit

[PROBABILITÉ] **50 %**

ANALYSE Le Royaume-Uni (Angleterre, Écosse, Pays de Galles et Irlande du Nord) décideront le 23 juin prochain de leur appartenance à l'UE. Pour le Royaume-Uni, il s'agit clairement d'un risque économique : selon les estimations, l'impact sur le PIB serait significativement négatif. Le RU « perdrait » entre 2.5 % et 9.5 % de son PIB, tandis que le patronat anglais

considère que l'UE contribue à elle seule à 4 % – 5 % du PIB, soit autour de 70 Mds de GBP. 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. On comprend mieux pourquoi le milieu des affaires, certes divisé sur le sujet, plaide néanmoins en grande majorité pour le maintien dans l'Union, ou en tous cas est favorable à tout ce qui est nature à éviter une sortie « hard ». Le retrait du Royaume Uni n'aurait pas de conséquences graves pour les pays de l'Union (les pays 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). Le risque est essentiellement politique, celui de voir d'autres pays européens prôner l'Europe à la carte. Le manque de solidarité s'est manifesté au rythme des concessions accordées au Royaume Uni, certains pays affichant leur intérêt pour telle ou telle mesure accordée au RU. Là se trouve tout l'enjeu de l'UE. Les pays de l'UE ont tout récemment accordé ces concessions (sur l'immigration la souveraineté et la gouvernance) pour tout faire pour éviter que les Britanniques quittent l'Union.

IMPACT DE MARCHÉ En cas de Brexit, et a fortiori en cas de « hard exit » (fin de tout ou grande partie des accords commerciaux et financiers qui lient le Royaume Uni et l'UE, et notamment fin du passeport européen pour les entreprises), 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

MARS		
AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
ÉTATS-UNIS	<p>La reprise va progressivement 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, en revanche, une stabilisation dans l'industrie une légère baisse de momentum dans les services. Le marché de l'emploi reste solide même si l'accélération des salaires reste à confirmer. > 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, 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 aura été l'une des plus marquée depuis 1990 avec une chute du PIB de 3,8 %. Malgré un <i>policy mix</i> qui devrait être plus accommodant, il est difficile de prévoir une sortie de crise d'ici 2017. > Malgré une inflation toujours élevée, la BCB a maintenu son taux inchangé. Les nouvelles annonces relatives au budget vont dans le sens d'une consolidation mais de moindre ampleur que prévu en 2015. > L'arrestation de l'ex-Président Lula pourrait accélérer le dénouement de la crise politique. Les marchés sont divisés entre ceux qui pensent à une sortie « heureuse » et ceux qui au contraire y voient de nouvelles complications. 	<ul style="list-style-type: none"> > Perte d'indépendance de la BCB > 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"> > Les chiffres du début du T1 sont mitigés : le climat des affaires se détériore légèrement, mais la consommation reste bien orientée. > 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 conserve une politique monétaire accommodante. 	<ul style="list-style-type: none"> > Contagion des difficultés économiques et/ou financières du monde émergent > Intensification des pressions déflationnistes > Risque politique (crise des réfugiés, montée des partis contestataires)
ROYAUME-UNI	<p>Décélération en 2016 en raison de l'austérité et de l'incertitude au sujet du Brexit.</p> <ul style="list-style-type: none"> > Depuis le début de l'année le climat des affaires s'est tassé mais la consommation reste forte, soutenue par un chômage au plus bas. > 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 (pas de hausse de taux directeurs avant le S2). 	<ul style="list-style-type: none"> > Déficits (public et externe) encore très élevés > Référendum prévu en juin 2016
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 monétaires, 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"> > Le PIB japonais s'est replié au T4, en raison d'un repli de la consommation. En revanche, l'investissement des entreprises a progressé (une tendance qui se poursuit début 2016). > 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 déçoit. 	<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**: au 4^e trimestre le PIB a baissé de 1,4 % en variation trimestrielle soit un peu moins qu'au trimestre précédent mais en glissement annuel cette chute est plus marquée -5,9 % contre -4,5 % au Q3. En 2015, le Brésil aura connu une récession de -3,8 %, la plus marquée depuis 1990 (avant la mise en place du plan de stabilisation). Bien que l'acquis de croissance pour 2016 soit de -2,5 %, nous préférons à ce stade maintenir inchangées nos prévisions de croissance à -2,5 % en 2016 et -0,5 % en 2017. En effet, avec l'arrestation de l'ancien Président Lula, la crise politique dans laquelle s'est enfoncée le Brésil pourrait évoluer de manière favorable et stabiliser l'économie.
- **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 janvier ne rassurent pas. Bien qu'en moyenne annuelle, la récession est moindre que ce que nous avons 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	2,0	1,8	0,1	1,2	2,2
Japon	0,6	1,3	0,8	0,8	0,7	1,7
Zone euro	1,5	1,5	1,4	0,0	0,4	1,2
Allemagne	1,4	1,6	1,5	0,1	0,5	1,4
France	1,1	1,2	1,1	0,1	0,5	1,1
Italie	0,6	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	0,8	1,6
Russie	-3,8	-1,8	1,0	15,6	10,0	8,5
Turquie	2,9	2,6	3,0	7,4	7,5	7,0
Chine	6,5	6,0	5,8	1,5	1,2	1,0
Inde	7,2	7,4	7,2	5,2	5,4	5,0
Indonésie	4,8	5,0	4,8	7,0	6,8	6,8
Brésil	-3,5	-2,5	-0,5	9,0	8,0	6,5
Pays développés	1,8	1,8	1,6	0,3	0,9	1,8
Pays émergents	4,0	4,0	4,2	4,4	4,3	3,8
Monde	3,0	3,0	3,1	2,6	2,8	2,9

Source: Recherche Amundi

PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- **Fed**: la Fed devrait relever ses fed funds encore une fois sur 2016. L'accélération de l'inflation à venir fournira à la Fed des arguments pour continuer le cycle actuel.
- **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 a annoncé de nouvelles mesures le 10 mars.
- **BoJ**: la BoJ pourrait baisser davantage ses taux en cas d'appréciation trop importante du yen.
- **BoE**: la BoE ne devrait pas remonter ses taux en 2016.

	09/03/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016
États-Unis	0,50	0,75	0,70	0,75	1,05
Zone euro	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50	0,50	0,70

PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- **États-Unis**: la perspective d'un resserrement monétaire très réduit de la part de la Fed ne plaide pas pour une remontée significative des taux longs. Cependant, la remontée de l'inflation réalisée devrait jouer positivement en ce qui concerne les anticipations d'inflation. 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.

Taux 2 ans					
	09/03/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016
États-Unis	0,88	0,80/1,00	0,95	1,00/1,20	1,33
Allemagne	-0,54	-0,40/0,20	-0,48	-0,40/0,20	-0,33
Japon	-0,16	-0,20/0,00	-0,14	-0,20/0,00	-0,14
Royaume-Uni	0,46	0,40/0,60	0,90	0,60/0,80	1,37

Taux 10 ans					
	09/03/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus T4 2016
États-Unis	1,86	1,80/2,00	2,02	2,00/2,20	2,35
Allemagne	0,20	0,40/0,60	0,43	0,40/0,60	0,73
Japon	-0,02	0,00/0,20	0,02	0,00/0,20	0,11
Royaume-Uni	1,44	1,60/1,80	1,80	1,60/1,80	2,16

PRÉVISIONS DE CHANGE

- **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. Sans se déprécier fortement en 2016, le pic du dollar a vraisemblablement été atteint en janvier.
- **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.

	09/03/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2016	Amundi + 12m.	Consensus Q4 2016
EUR/USD	1,10	1,05	1,08	1,05	1,08
USD/JPY	112	110	118	110	121
EUR/GBP	0,77	0,75	0,76	0,75	0,73
EUR/CHF	1,10	1,10	1,10	1,10	1,12
EUR/NOK	9,38	9,50	9,51	9,30	9,36
EUR/SEK	9,30	9,15	9,28	9,10	9,43
USD/CAD	1,34	1,35	1,38	1,35	1,36
AUD/USD	0,75	0,70	0,69	0,70	0,70
NZD/USD	0,68	0,65	0,63	0,65	0,62



1 Prêts aux entreprises : le talon d'Achille de l'économie américaine

VALENTINE AINOUS, *Stratégie et Recherche Économique*
STEPHANE HERNDL, *Analyse Crédit*

Ces dernières semaines ont été marquées par une méfiance accrue des investisseurs envers les banques et notamment les banques américaines. Or le secteur bancaire a enregistré en 2015 une très bonne année en termes de profits et bénéficie aujourd'hui d'une meilleure capitalisation et de réserves de liquidités plus importantes que pendant les années précédant la crise. Comment expliquer alors cette défiance ? Deux craintes se font sentir : (1) les investisseurs sont de plus en plus sceptiques dans la capacité future des banques à générer des profits et (2) les doutes quant à la qualité des bilans se multiplient.

Les profits des banques américaines sont sous pression

Les banques américaines viennent d'achever une année 2015 exceptionnelle en termes de profits. Le résultat net agrégé des huit principaux établissements (JPMorgan Chase, Bank of America, Wells Fargo, Goldman Sachs, Citigroup, Morgan Stanley, State Street et Bank of New York Mellon) a dépassé les 90Mds de dollars en 2015. Les investisseurs anticipent pourtant une dégradation de la rentabilité des banques. Il est important de comprendre que ces profits records ont été favorisés ces dernières années par :

- une croissance soutenue du portefeuille de prêts automobiles, étudiants et surtout entreprises.
- une baisse des provisions et des pertes enregistrées au compte de résultat. C'est la conséquence d'une amélioration de la qualité d'actifs des banques et d'une baisse du coût de financement.
- des réductions de coûts. Les banques ont en effet multiplié les plans de réduction des dépenses ces dernières années. La masse salariale de Bank of America a fondu de 10 000 postes l'année dernière. Morgan Stanley en a fait disparaître 1 200 emplois, une mesure parmi d'autres qui lui a permis de réduire ses dépenses de 10 % sur l'année.

Mais les bénéfices de ces facteurs conjoncturels devraient s'estomper dans les trimestres à venir et l'environnement est définitivement de moins en moins favorable à la croissance des bénéficiaires :

- **La nouvelle régulation financière a obligé les institutions financières à limiter leurs activités spéculatives** qui avaient fait leur fortune avant la crise. De façon plus conjoncturelle, les investisseurs craignent que la récente accélération de la volatilité, néfaste à l'activité de courtage, ne perdure. Cette instabilité est alimentée par les incertitudes croissantes sur la croissance mondiale, la chute brutale du prix du pétrole les distorsions dans le prix des actifs financiers générées par les politiques monétaires. Le courtage dans le domaine des taux, des devises et des matières premières a particulièrement souffert. Rien qu'au quatrième trimestre 2015, les activités de « Fixed Income, Currencies & Commodities » ou FICC pour les cinq grands établissements actifs dans ce segment, ont enregistré une chute de revenus comprise entre 7 % et 15 %, par rapport à leurs niveaux du quatrième trimestre 2014. Dorénavant, les banques doivent trouver de nouveaux relais de croissance.
- **La rentabilité de l'activité de prêt est pénalisée par la faiblesse des taux d'intérêt.** Les profits générés par l'activité de prêt proviennent de la marge nette d'intérêt, c'est-à-dire de la différence entre le taux d'intérêt auquel prête une banque et son coût de financement (marché ou sa base de dépôt). Ces profits sont donc sensibles au niveau absolu des taux et à l'écart de rendement entre les maturités longues et courtes. Depuis 2008, la marge nette d'intérêt s'est considérablement réduite. Les acteurs de marché redoutent que cette tendance ne s'accroisse. Ces craintes sont justifiées. Aujourd'hui les marchés attendent deux hausses de *fed funds* sur l'ensemble 2016-2017 alors qu'ils en attendaient au moins trois à la fin du 3^{ème} trimestre. Une baisse des taux et même un taux de rémunération négatif des dépôts ont été évoqués. Les mouvements sur les

L'essentiel

Ces dernières semaines ont été marquées par une méfiance accrue des investisseurs envers les banques et notamment les banques américaines. Or le secteur bancaire a affiché en 2015 une très bonne année en termes de profits et bénéficie aujourd'hui d'une meilleure capitalisation et de réserves de liquidités plus importantes que pendant les années précédant la crise. Comment expliquer alors cette défiance ? Deux craintes se font sentir : (1) les investisseurs sont de plus en plus sceptiques dans la capacité future des banques à générer des profits et (2) les doutes quant à la qualité des bilans se multiplient.

Les perspectives de croissance des bénéficiaires des banques se sont en effet détériorées. Les derniers profits records ont été favorisés par une croissance soutenue de l'activité de prêts, un faible niveau de provision et une forte réduction des coûts ; ces facteurs de soutien vont s'évaporer dans les trimestres à venir. De plus, la croissance des revenus sera pénalisée par une réglementation encore plus contraignante et un environnement taux durablement bas.

Dans ce contexte, les investisseurs sont très sensibles à l'évolution de la qualité des portefeuilles de crédit et redoutent les conséquences d'une multiplication des défauts de paiement dans le secteur de l'énergie et sur les prêts automobiles et étudiants. Les effets directs ne nous inquiètent pas outre mesure. Les effets indirects nous préoccupent beaucoup plus : cette nouvelle hausse des défauts de paiement pourrait affecter la croissance, se répercuter sur la qualité de crédit des autres prêts et aboutir à un durcissement des conditions de financement pour l'ensemble de l'économie américaine. Le levier élevé des entreprises faciliterait l'effet domino. Le risque de ce scénario pour les prochains mois demeure à ce stade faible.

taux ont été sans équivoque: le taux des obligations à 10 ans des US évolue désormais autour de 1.7 %, un plus bas historique, et la courbe des rendements s'est considérablement aplatie. Dans ce contexte la marge de manœuvre des banques pour réaliser des profits s'avère être de plus en plus réduite.

La réglementation et les taux durablement bas pénalisent les perspectives de croissance des banques. Et les investisseurs sont conscients que la stratégie de réduction des coûts adoptée par la plupart des institutions financières ne peut être une solution pérenne.

Dans ce contexte, les expositions des banques américaines sont sous haute surveillance

Les indicateurs publiés par la Fed témoignent d'une amélioration continue de la qualité des portefeuilles de prêts aux ménages et aux entreprises, détenus par les banques américaines depuis dix ans. Les investisseurs redoutent pourtant une multiplication des défauts de paiement.

> Un système bancaire américain globalement plus solide qu'avant la crise

Les huit grands groupes bancaires systémiques américains (JPMorgan, Bank of America, Citigroup, Wells Fargo, Morgan Stanley, Goldman Sachs, State Street et Bank of New York Mellon) ont triplé leurs fonds propres (Tangible Common Equity) depuis fin 2008, pour atteindre plus de 800 milliards de Dollar à fin 2015. Compte tenu de leur taille et importance systémique, le régulateur américain impose des coussins en capital élevés aux banques systémiques.

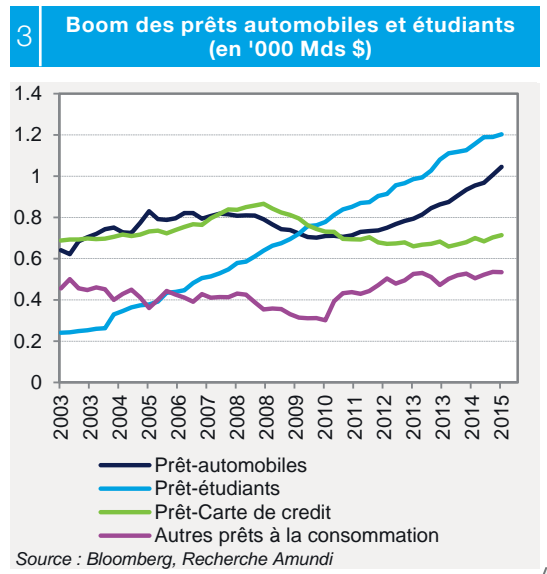
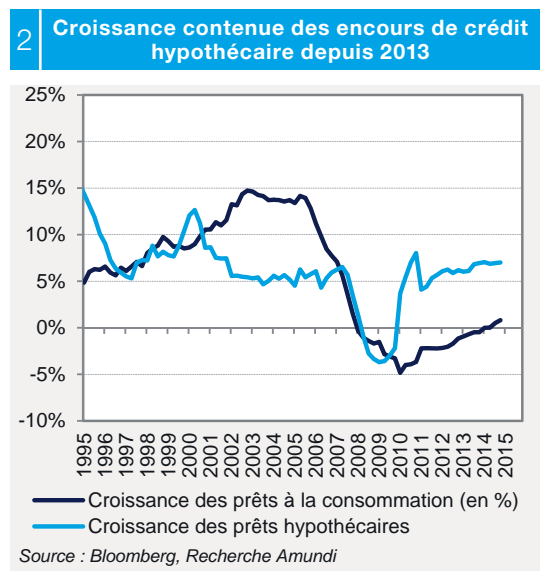
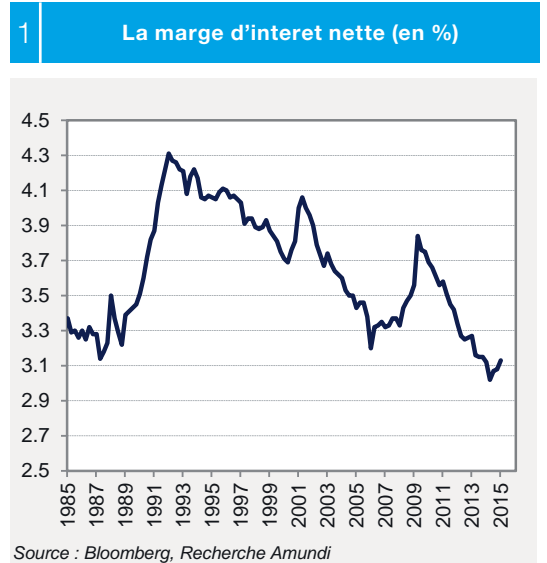
Le superviseur américain soumet les banques à un stress test annuel (le *Comprehensive Capital Analysis and Review — CCAR*). Lors de cet exercice, le superviseur teste leur résistance à des hypothèses de stress adaptées au cycle économique et aux risques majeurs du moment. Le résultat conditionne le paiement de dividendes aux actionnaires et force les banques à adopter une stratégie de capital disciplinée et à modérer le niveau de risques auxquels elles s'exposent.

La crise de 2008 et l'introduction de réglementations bancaires plus strictes a eu pour corollaire une plus forte concentration du système bancaire américain. À fin 2015, les huit grands établissements américains avaient un bilan agrégé de plus de 10 trillion de dollars. Pour pallier ce risque systémique majeur, les États-Unis ont adopté des règles de résolution applicables à ces huit groupes bancaires. Celles-ci visent à réduire le risque que les contribuables subissent des pertes en cas de défaillance d'une banque (c'est-à-dire si les niveaux de capitalisation plus élevés décrits ci-dessus s'avéraient insuffisants pour éviter une défaillance). Ces mécanismes visent également à réduire la contagion des risques entre établissements en cas de défaillance de l'un d'entre eux. Ils n'ont cependant pas encore été confrontés à l'épreuve du feu.

Prêts aux ménages: les prêts automobiles et étudiants sont à risque

Le cycle de reprise de l'économie américaine a été marqué par une réduction drastique de l'endettement des ménages, due en grande partie aux défauts sur la dette hypothécaire. Les défaillances de paiement avaient également atteint des niveaux élevés sur les encours de crédit à la consommation. L'endettement des ménages en pourcentage du revenu disponible a atteint un point bas en septembre 2013 à 135 %, après un pic de 110 % observé à la fin de l'année 2007. Le rythme de croissance de la dette des ménages a été relativement lent depuis. Devons-nous en déduire que les banques et les ménages américains ont adopté un comportement vertueux et que nous ne devons pas nous inquiéter outre mesure? Le diable est décidément dans les détails. Si les risques restent mesurés du côté du crédit hypothécaire, la situation est explosive pour les prêts étudiants et automobiles.

- La croissance des encours de prêts hypothécaires a été en effet contenue ces dernières années, conséquence des conditions d'octroi de crédit moins souples que durant la période pré-Lehman. La part des prêts subprime (prêts octroyés à des clients dont la solvabilité est faible) dans l'origination totale des prêts est restée minimale. Notons également l'amélioration graduelle de la situation financière des ménages avec la poursuite de la reprise sur le marché du travail et le rebond de la richesse financière et immobilière. La part des ménages en situation d'equity négative a fortement baissé.



- Les risques sont par contre nettement plus élevés du côté des prêts à la consommation dont les encours ont augmenté de 30 % en 5 ans. Les dettes non hypothécaires représentent une part de plus en plus importante de l'endettement total des ménages (33 % contre 27 % en 2008). Cette hausse s'explique presque exclusivement par le boom des prêts automobiles et étudiants. Le crédit a ainsi soutenu le dynamisme insolent du secteur automobile américain ; les ventes de véhicules en 2015 ont atteint 17,5 millions d'unités, du jamais vu. Contrecoup de cette expansion, les arriérés ont augmenté dans les prêts automobiles et étudiants. Cette évolution mérite d'être suivie de près.

Prêts aux entreprises: le talon d'Achille de l'économie américaine

Contrairement aux ménages, le levier d'endettement des entreprises américaines s'est accru considérablement pour atteindre fin 2015 le plus haut niveau de la décennie. Les entreprises ont en effet bénéficié pleinement de la politique monétaire ultra-accommodante de la Fed. Les entreprises ont levé des montants records sur les marchés financiers et auprès des banques, pour financer principalement des opérations de fusion acquisition et de rachats d'actions au détriment de l'investissement productif (cf. Cross Asset décembre 2015 — La très forte progression de la dette des entreprises américaines complique le jeu de la Fed). Compte tenu du niveau actuel élevé de l'endettement des entreprises, une baisse des profits pourrait être très préjudiciable dans la mesure où elle enclencherait une hausse du nombre de défaillances. La croissance des profits est un sujet préoccupant :

- Il est très important de comprendre que cette croissance a été beaucoup plus le fruit d'une expansion des marges que d'une augmentation des revenus depuis 2008. Malgré la longueur du cycle d'expansion, la reprise s'avère être la plus molle de l'histoire de l'après-guerre et s'est traduite pour les entreprises par une croissance relativement faible des revenus. Les marges se sont accrues grâce à une forte contraction des coûts de production et surtout d'une hausse très limitée des salaires. Aujourd'hui, le potentiel d'augmentation des profits via une hausse des marges est extrêmement réduit : (1) les marges ont atteint des niveaux historiquement élevés et (2) la vigueur du marché de l'emploi aux États-Unis plaide pour une hausse des salaires.
- Les profits des entreprises du secteur manufacturier sont déjà confrontés à de forte pression. La reprise de l'économie américaine se caractérise par une forte dichotomie entre le secteur manufacturier et non-manufacturier. La baisse du prix du pétrole et des matières premières a fortement affecté l'industrie manufacturière aux États-Unis. L'indice ISM manufacturier est tombé à 48,6 contre 50,1, soit son niveau le plus bas depuis juin 2009.
- Nos craintes se sont concrétisées sur le secteur de l'énergie, fortement affecté par la baisse du prix du pétrole. Les défauts se multiplient sur ce secteur.

Les effets directs ne sont pas forcément les plus inquiétants. En soi, les difficultés du secteur de l'énergie ne devraient pas faire beaucoup de dégâts aux bilans des grandes banques. Les effets de second tour sont plus inquiétants bien qu'ils soient difficiles à évaluer. Par exemple, la faiblesse des États qui dépendent du pétrole pourrait se répercuter dans les portefeuilles de prêts à la consommation, immobiliers ou commerciaux. La baisse des revenus des ménages se traduirait par des difficultés à rembourser les prêts contractés pour financer l'achat de voitures. Nous pouvons craindre alors un effet de troisième tour : la détérioration du bilan des banques se traduirait par un durcissement des conditions de financement pour l'ensemble de l'économie. Cet effet domino serait facilité par l'endettement élevé des entreprises américaines.

Conclusion

L'économie américaine est pénalisée par le secteur de l'énergie et plus largement par le secteur manufacturier (20 % GDP). Un vecteur de transmission à l'ensemble de l'économie pourrait être un durcissement généralisé des conditions de financement. Ce mouvement, s'il se concrétise prendra du temps.

4 Dette des entreprises US non-financières et non-agricoles (en Mds \$)



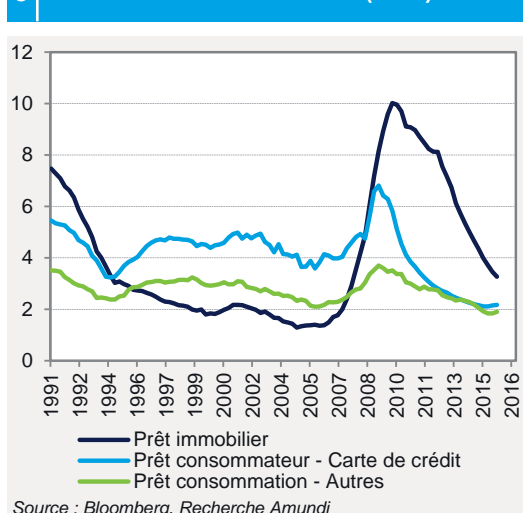
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Le levier d'endettement des entreprises américaines s'est considérablement accru depuis 2012 pour atteindre cette année le plus haut niveau de la décennie



5 Taux de défaillance (en %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

2 Comment les taux négatifs ont transformé les marchés de taux

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique*
BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

Le 29 janvier, la Banque du Japon (BoJ) a rejoint le club des banques centrales ayant adopté une politique de taux négatifs (après la BCE et ses homologues danoise, suisse et suédoise). La BoJ a expliqué sa décision par sa volonté d'empêcher que le récent accès de volatilité des marchés financiers et des prix des matières premières ne « retarde l'embellie de la confiance des entreprises japonaises et la rupture avec la mentalité déflationniste ». Le 11 février, la Riksbank a décidé d'abaisser son taux repo de -0,35 % à -0,50 % afin de lutter contre « le risque de baisse de la confiance dans l'objectif d'inflation et celui que l'inflation n'atteigne pas l'objectif prévu ». La BCE devrait, elle aussi, réduire davantage son taux de dépôt (déjà en territoire négatif) le 10 mars. Les taux négatifs sont devenus l'outil de politique monétaire le plus en vue, ce qui soulève de nombreuses questions. Nous tentons d'en aborder quelques-unes dans cet article en tentant d'apporter un éclairage particulier sur la décision de la BoJ, d'autant plus que les JGB forment l'un des premiers marchés d'obligations souveraines au monde.

Une course aux taux négatifs ? (dans l'optique de la dépréciation de la devise)

Comme nous l'avons montré dans l'une de nos publications récentes (« *La BCE a-t-elle atteint ses limites ? Bilan avant le conseil des gouverneurs du 10 mars* »), les flux nets d'investissement de portefeuille en obligations ont été très négatifs en zone euro depuis l'introduction de taux de dépôt négatifs par la BCE et de la mise en place du programme d'achats d'actifs. Depuis, les investisseurs hors zone euro sont vendeurs nets d'obligations de la zone euro, tandis que les investisseurs européens sont acheteurs nets d'obligations étrangères (en très grandes quantités). Par conséquent, le taux de change effectif de l'euro a fortement baissé, mais il faudrait probablement une réduction bien plus marquée des taux de dépôt pour observer une dépréciation nette de l'euro.

Dans le cas de la Riksbank, les taux négatifs ont selon toute évidence été introduits pour lutter contre les pressions haussières sur la couronne suédoise (SEK) face à l'euro. La banque centrale suédoise explique clairement qu'elle a dû intervenir car la SEK risquait de s'apprécier, « plusieurs banques centrales ayant recours à des politiques monétaires plus expansionnistes », et qu'en cas de raffermissement de la devise « il sera plus difficile de stimuler l'inflation et de la stabiliser autour de 2 % ». Ces deux dernières années, la parité EUR/SEK a été étroitement corrélée au différentiel entre le taux de dépôt de la BCE et le taux repo de la Riksbank. **Les banques centrales se sont sans aucun doute lancées dans une course aux taux négatifs, très souvent avec la dépréciation de certaines devises en toile de fond.** Toutefois, même certains banquiers centraux émettent des doutes quant à l'avenir de la politique de taux d'intérêt négatifs. Le 23 février, Thomas Jordan, le président de la BNS (dont l'objectif pour le taux monétaire à 3 mois est de -0,75 %), a déclaré : « Ces mesures non conventionnelles ne peuvent être mises en œuvre indéfiniment pour parvenir à des conditions monétaires souhaitables. Les taux d'intérêt, par exemple, ne peuvent pas continuer à être abaissés en territoire négatif sans précipiter à un certain moment une fuite vers le cash ».

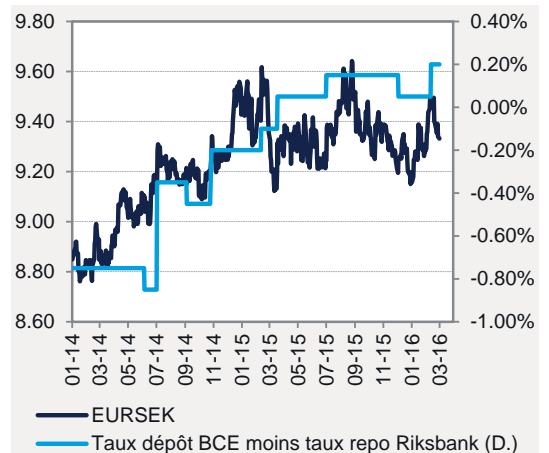
Nous n'aborderons pas directement ici les répercussions économiques des taux d'intérêt négatifs, mais nous pouvons au moins essayer d'évaluer leur efficacité en termes de dépréciation des devises. Même si les taux d'intérêt négatifs semblent avoir joué un grand rôle pour l'EUR et la SEK ces deux dernières années, leur impact potentiel sur le yen est encore incertain. En fait, la décision de « taux négatifs » a été suivie par une appréciation marquée du yen face au dollar américain. Par conséquent, il nous semble utile de rappeler que les taux négatifs peuvent surtout avoir une incidence sur les marchés des changes via la réallocation

L'essentiel

Les taux négatifs sont devenus l'outil de politique monétaire le plus en vue, ce qui soulève de nombreuses questions. Les décisions récentes accréditent la thèse d'une course aux taux négatifs, très souvent avec la dépréciation de certaines devises en toile de fond. Dans ce texte, nous tentons d'apporter un éclairage particulier sur la décision de la BoJ, d'autant plus que les JGB forment l'un des premiers marchés d'obligations souveraines au monde.

Alors que l'effet sur le yen de la décision de la BoJ de passer en territoire négatif est très incertain, l'expérience de ces dernières semaines montre déjà qu'elle a soudainement remodelé la distribution de rendement au niveau mondial et pourrait exacerber encore un peu plus la recherche de rendement sur les marchés obligataires. Fin février, plus de 40 % du segment 1 an – 5 ans du marché obligataire souverain des pays développés traitait à taux négatif (contre 27 % fin décembre), 10 % étant très proches de zéro.

1 Parité EUR/SEK vs différence de taux directeurs entre BCE et Riksbank



des portefeuilles. En conséquence, concentrons-nous sur les statistiques de flux d'investissement de portefeuille au Japon. Ces 12 derniers mois (exercice 2015), les investisseurs japonais ont nettement accéléré leurs achats de titres étrangers (jusqu'à 7,4 % du PIB), dont 42 % de bons du Trésor américain et 11 % d'actions américaines. Compte tenu de l'ampleur des flux actuels, il est difficile d'imaginer comment les achats de titres étrangers des investisseurs résidents pourraient accélérer davantage. Sur la même période, les non-résidents ont été acheteurs nets de titres nippons à hauteur de 4,2 % du PIB (presque exclusivement de la dette), alors que les rendements japonais étaient déjà proches de zéro (partie courte de la courbe) ou très bas (partie longue de la courbe). Au final, les flux nets d'investissement de portefeuille, déjà très négatifs, pourraient effectivement devenir plus négatifs maintenant que les rendements japonais sont négatifs, mais il n'est pas du tout certain que cela suffira à contrebalancer l'excédent croissant de la balance courante (3,3 % du PIB en 2015). **De fait, l'impact de la politique de taux négatifs sur le yen est très incertain.** Toutefois, une autre question cruciale est de savoir si les investisseurs nippons diversifieront leur exposition obligataire en achetant davantage d'obligations européennes, une issue qui pourrait avoir des répercussions importantes sur les marchés obligataires.

Quel est l'impact de la politique de taux d'intérêt négatifs de la BoJ sur la répartition des rendements du marché mondial des obligations souveraines ?

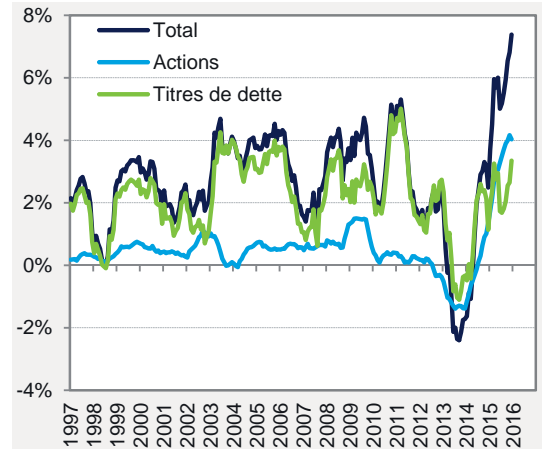
Les JGB ont un poids assez important dans les indices de référence obligataires internationaux en termes d'encours de dette. En fait, parmi les grandes économies avancées, les emprunts d'État japonais représentent plus d'un quart de toute la dette souveraine en circulation et une proportion comparable sur les échéances courtes à moyennes, à savoir le segment de 1 à 5 ans. Le marché des JGB est globalement plus vaste que le marché souverain correspondant dans la zone euro et en ce qui concerne le segment 1 an à 5 ans, il représente près de 24 % du marché de la dette souveraine du G4 (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni et Japon) qui s'élève à près de 11 000 Mds\$.

Les graphiques ci-contre représentent respectivement la répartition des rendements sur le marché global de la dette souveraine fin février. Deux d'entre eux représentent la répartition des rendements pour le segment 1 ans – 5 ans à deux dates différentes : fin décembre 2015 et fin février 2016. Cela permet d'illustrer qu'une évolution assez radicale s'est opérée ces dernières semaines, et notamment depuis que la BoJ a surpris les marchés en adoptant une politique de taux négatifs. L'adoption surprise de cette mesure a entraîné le repli des rendements de quasiment tous les JGB en territoire négatif en un jour seulement et, les jours et semaines qui ont suivi, les rendements à plus long terme ont plongé encore davantage. La part de dette souveraine japonaise dont les rendements sont devenus négatifs étant passée de 22 % à 63 % en seulement quelques semaines, la répartition mondiale des rendements a changé : à l'heure où nous écrivons, la dette offrant un rendement inférieur à zéro atteint presque 30 % du total du marché souverain du G4, alors qu'elle représentait « seulement » 13 % au début de l'année. Parallèlement, la dette offrant un rendement supérieur à 1 % est passée de la moitié à seulement un tiers du total. Bien entendu, le QE de la BCE et le QQE de la BoJ amplifient la force gravitationnelle exercée sur les rendements obligataires, principalement sur les échéances courtes à moyennes. Si l'on se concentre uniquement sur les échéances de 1 à 5 ans, les chiffres sont impressionnants : les rendements négatifs concernent désormais 40 % de la dette, contre 27 % au début de l'année, tandis que 10 % (ce qui est non négligeable) sont très proches du taux zéro. L'évolution de la répartition globale des rendements y est encore plus marquée, car il n'y a plus aucune dette américaine et britannique dont le rendement est supérieur à 1,5 %, tandis qu'il y avait encore 15 % de la dette au-dessus de ce seuil au tout début 2016.

Le QQE renforcé par la politique de taux négatifs devrait influencer sur l'allocation d'actifs, soutenant ainsi la quête mondiale de rendements

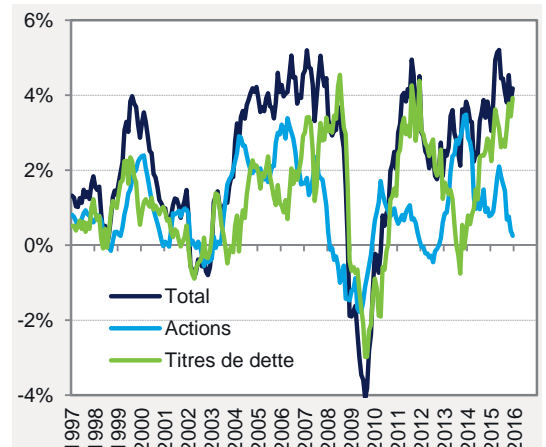
La corrélation entre les taux 10 ans japonais et la détention de JGB par la BoJ s'est renforcée depuis le lancement du QQE : or cette corrélation s'est encore

2 Japon : titres achetés à l'étranger par les résidents (% de PIB, somme 12 mois)



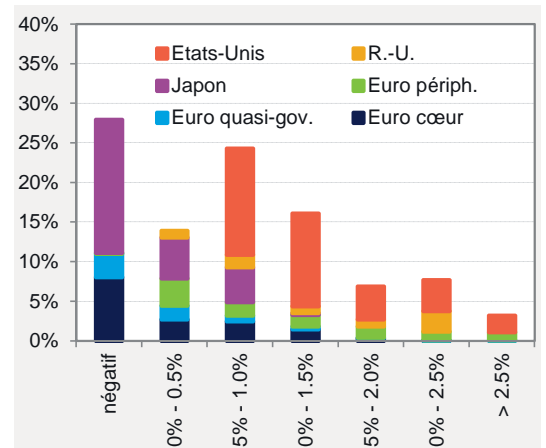
Source : Datastream, Recherche Amundi

3 Japon : titres japonais achetés par les non-résidents (% de PIB, somme 12 mois)



Source : Datastream, Recherche Amundi

4 Répartition du marché souverain développé par rendement (23 février)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



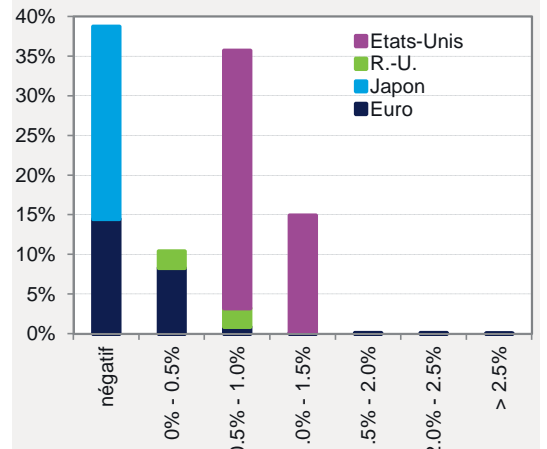
accentuée suite à la récente décision d'adopter des taux négatifs, qui devrait accroître directement et indirectement l'efficacité du programme d'achats d'actifs.

Depuis l'introduction du QQE, les banques nippones ont fortement diminué leur exposition aux JGB (en baisse de 66 trillions ¥ pour la porter à 100 trillions ¥ en décembre 2015). On a pu observer la même tendance parmi d'autres grands investisseurs financiers au Japon. Même si, dans le cas des banques, la diminution de la détention de JGB a favorisé une augmentation presque symétrique des dépôts et des liquidités, la quête de rendements de la part des compagnies d'assurances s'est déjà traduite par une plus forte pondération des investissements en actifs étrangers (principalement les obligations) et un positionnement plus éloigné sur la courbe des JGB. Par conséquent, d'une part, les taux d'intérêt négatifs pourraient influencer davantage sur la tendance des banques à diminuer leur exposition aux JGB, mais d'autre part, ils pourraient mettre un frein à la tendance actuelle qui consiste à accroître les dépôts accumulés sur les comptes courants de la BoJ. Un autre point à garder à l'esprit concernant les répercussions potentielles de cette politique est l'équilibre entre l'offre et la demande de JGB dans l'année à venir, étant l'importance des achats par rapport aux émissions nettes, ce qui pourrait mettre les rendements davantage sous pression. En revanche, les représentants de certains grands assureurs ont déjà déclaré qu'ils envisageaient d'accroître les investissements en dette étrangère afin de doper leurs performances mises à mal par l'introduction des taux d'intérêt négatifs. Parallèlement, la politique de taux d'intérêt négatifs de la BoJ intervient à un moment où la plupart des rendements des obligations souveraines des pays du cœur de la zone euro sont négatifs ou très proches de zéro, et la périphérie reste l'un des derniers fournisseurs majeurs de rendement en ce qui concerne les maturités supérieures à cinq ans, au même titre que les marchés obligataires américain et britannique. Toutefois, les perspectives du marché britannique sont différentes de celles de la zone euro en termes de politique monétaire, la BCE étant susceptible de maintenir ses taux directeurs et donc les rendements obligataires très bas pendant très longtemps. Par conséquent, les bons du Trésor américain et les Gilts britanniques portent un risque de durée plus élevé que les obligations souveraines de la zone euro.

Conclusion

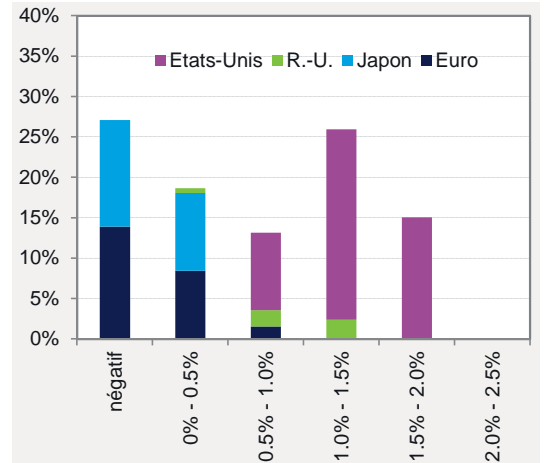
Les taux négatifs sont devenus l'outil de politique monétaire le plus en vue, ce qui soulève de nombreuses questions. Les décisions récentes accréditent la thèse d'une course aux taux négatifs, très souvent avec la dépréciation de certaines devises en toile de fond. La décision de la BoJ d'adopter une politique de taux négatifs suit des décisions similaires prises par la BCE et ses homologues danoise, suisse et suédoise: contrairement à la BCE, la BoJ a fait passer ses taux directeurs en territoire négatif plusieurs années après le lancement de son plan d'achat d'actifs. Étant donné cette différence et en prenant en compte la course aux taux négatifs, il nous semble que l'impact principal de la décision de la BoJ aura lieu sur les marchés obligataires (en donnant lieu à des réallocations de portefeuille) plutôt que sur la devise. Le marché des JGB étant l'un des marchés de dette souveraine les plus importants du monde, la récente décision de la BoJ a déjà remodelé la distribution de rendements sur les marchés obligataires et pourrait induire une recherche de rendement encore plus exacerbée si l'aversion pour le risque venait à retomber. Comme nous le montrons dans ce texte, ces bouleversements ont principalement affecté les segments courts et moyens de la courbe mais affecteront de plus en plus les segments longs, à une période où les obligations de rendement positif se font de plus en plus rares en Europe. Le duo « BCE – BoJ » continuera d'exercer une pression baissière sur les rendements obligataires globaux pendant un bon moment, ce qui exacerbera un peu plus la recherche de rendement à l'avenir.

5 Répartition du marché souverain 1 an – 5 ans par rendement (23 février)



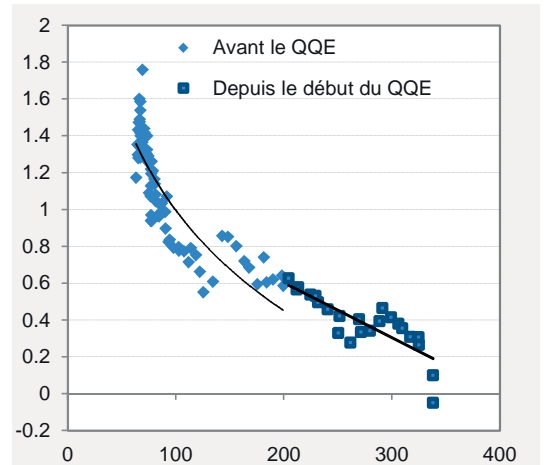
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

6 Répartition du marché souverain 1 an – 5 ans par rendement (31 déc. 15)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

7 Taux 10 ans japonais en fonction de la détention de JGB par la BoJ (trn ¥)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

3 Comment ajouter de la valeur dans un environnement de taux courts bas, de taux longs bas et de *spreads* de crédit serrés ?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

L'environnement de taux bas – voire même négatifs – a poussé à revoir à la baisse les espoirs de rendement des actifs de taux, et donc de l'ensemble des portefeuilles qui intègrent, par construction ou par précaution, des actifs obligataires. De nombreuses approches permettent néanmoins d'apporter du rendement aux portefeuilles. L'objet de cet article est de les présenter¹.

Pour ajouter de la valeur dans les portefeuilles dans un environnement de taux bas, 11 approches distinctes et non exclusives les unes des autres nous semblent envisageables.

11 approches distinctes nous semblent envisageables.

SOLUTION # 1 La première solution est évidemment d'**aller plus loin en durée** afin de trouver du rendement... mais cela revient à ajouter du risque dans le portefeuille. Ajoutons que les pentes des courbes sont désormais faibles, ce qui revient à dire que la rémunération pour le risque supplémentaire engagé (la prime de terme) l'est également.

SOLUTION # 2 La deuxième solution est d'**aller plus bas en qualité de crédit**, mais cela devient également plus compliqué, non seulement en termes de risques, mais aussi en termes d'opportunités : malgré la récente remontée des *spreads* de crédit, près de 25 % de l'univers de crédit livrent un rendement négatif, et plus de 50 % offrent un rendement inférieur à 0,50 %. Comme pour la durée, le faible niveau des *spreads* représente une rémunération faible pour le risque supplémentaire engagé (prime de *spread*).

SOLUTION # 3 Une troisième solution est d'**ajouter du levier dans les positions**, une solution dangereuse si l'on pense que le risque sur les taux et les *spreads* devient plus asymétrique ;

SOLUTION # 4 Une autre façon d'ajouter du rendement est d'**ajouter du levier en « overlay »** via les distorsions de courbe des taux et sur l'évolution des *spreads* inter- courbes. Les courbes 2 ans – 5 ans – 10 ans ou 2 ans – 5 ans – 10 ans – 30 ans, ainsi que la courbe UST-Bonds vs. Bunds ou, encore mieux US-TBonds vs. périphériques de la zone euro ont considérablement varié depuis 3 ans, sur toutes les maturités. Miser sur l'évolution des *spreads* intra-courbes et inter-courbes est sans doute la meilleure façon de jouer les divergences et les découplages. La divergence de cycles de politiques monétaires entre Fed et BCE a ainsi été un réel moteur de performance (ajouts d'alpha par les positions de courbes respectives) au cours des deux dernières années.

SOLUTION # 5 **Rechercher les actifs sous-valorisés parce que largement délaissés.** Les classes d'actifs délaissés ont généralement des valorisations attractives, et elles sont habituellement très largement sous-pondérées dans les portefeuilles. Actuellement, on peut citer notamment les actifs émergents (dette, actions et devises), mais aussi les actifs indexés sur l'inflation. Sur les émergents, la forte chute des flux de capitaux vers ces pays (rumeurs d'abandon du QE américain, abandon effectif du QE américain, ralentissement de la Chine, peur d'une dévaluation du yuan, fléchissement de la croissance mondiale, craintes liées aux premiers gestes de resserrement monétaire de la Fed...) a fait dévisser bon nombre de devises, dont certaines ne méritaient pas un tel traitement. Même chose sur les marchés d'actions ou de dette, dont le mouvement de baisse a été dans certains cas trop

L'essentiel

L'environnement de taux bas a poussé à revoir à la baisse les espoirs de rendement des actifs de taux, et donc de l'ensemble des portefeuilles qui intègrent, par construction ou par précaution, des actifs obligataires.

Pour apporter du rendement, il convient
1) d'allonger la durée des portefeuilles, 2) d'accepter un risque de crédit plus grand (davantage de crédit, des notations plus basses...), 3) d'ajouter du levier, 4) de jouer les distorsions de courbes de taux, 5) de rechercher des actifs sous-valorisés car largement délaissés, 6) de chercher des actifs à plus haut rendement et à plus faible volatilité (ABS, infrastructure, dette privée...), 7) d'ajouter une composante change dans les portefeuilles, 8) de capter les primes de liquidité, 9) de revoir la construction des benchmarks suivis (approches « smart Beta »), 10) de mieux évaluer les facteurs d'investissement (approches « factor investing ») et enfin 11) d'accepter des portions plus grandes de rendement absolu.

“ Plus long en durée, plus bas en note de crédit, plus haut en levier...” ”

“ Rechercher les actifs sous-valorisés et délaissés, ainsi que les actifs à haut rendement et à faible volatilité ” ”

¹ Ce texte représente une partie d'une présentation faite en mars 2015 au conseil scientifique de l'AMF « L'environnement de taux bas : quel impact pour les sociétés de gestion d'actifs ? » par Marie-Anne Allier et Philippe Ithurbide.

indifférencié. Rebâtir des positions longues sur ces actifs pourrait s'avérer intéressant à moyen terme.

SOLUTION # 6 **Rechercher des actifs à plus haut rendement et à plus faible volatilité.** Quand on fait référence à de tels actifs, on pense immédiatement aux infrastructures, à la dette privée, aux placements privés, aux ABS... Une nuance cependant: certains de ces actifs ont une faible volatilité parce qu'ils ont une valorisation peu fréquente. La faible volatilité est parfois un peu illusoire. C'est ce que la crise financière de 2008 était venue rappeler à certains investisseurs, trop chargés en actifs illiquides...

SOLUTION # 7 **Ajouter une composante change dans la construction des portefeuilles** a d'autant plus de sens que les ajustements de change se sont multipliés dans cet environnement de taux bas, allant même jusqu'à générer des valorisations extrêmes; c'est le cas pour de nombreuses devises émergentes, mais aussi pour le yen japonais... (voir sur ce point notre scoring de change, Cross Asset Investment Monthly, novembre 2015, page 47). En l'absence de fortes variations de taux d'intérêt, on peut même penser que les devises vont dans certains cas jouer le rôle de variable d'ajustement.

SOLUTION # 8 **Miser sur les actifs illiquides** est une opportunité intéressante dans le contexte actuel: la captation de la prime de liquidité (Private equity vs. actions listées, dette privée vs. dette listée et notée) permet d'ajouter de la valeur. Sacrifier un peu de liquidité dans un portefeuille est un acte rémunéré. Attention toutefois: cette captation s'effectue désormais dans un monde où ce qui est censé être liquide l'est beaucoup moins. Cela montre bien l'intérêt des actifs peu liquides, mais aussi les dangers d'un excès d'illiquidité dans les portefeuilles.

SOLUTION # 9 **Revoir les benchmarks** est également une piste intéressante; on sait depuis longtemps combien les benchmarks traditionnels (basé sur la capitalisation) peuvent être sous-optimaux. Les approches Smart beta permettent de corriger ce biais de construction et d'apporter de la valeur de façon systématique;

SOLUTION # 10 **Miser sur les facteurs** et non plus seulement sur les classes d'actifs est d'autant plus judicieux que les QE des banques centrales, entre autres, ont perturbé le comportement relatif des classes d'actifs, qui ont tendance, pour certaines d'entre elles, à évoluer de concert. C'est pour cela que le *factor investing* devient populaire, mais aussi parce que cette approche « traverse » l'ensemble des classes d'actifs.

SOLUTION # 11 Enfin, une façon de contourner l'environnement de taux bas et de *spreads* bas est de **redonner un plus grand rôle aux approches de rendement absolu et d'allocation**. Exit les benchmarks, et bienvenue aux processus d'investissement hautement flexibles, permettant de mettre en place des contraintes différentes (maximum *drawdown*, concentration...) de celles qui prévalent dans le cas de gestions totalement indicelles (*tracking error*...) et d'autre part d'élargir l'univers d'investissement afin de profiter d'opportunités de rendement plus nombreuses.

Conclusion

L'environnement de taux bas a été intégré dans l'ensemble des portefeuilles. Il s'agit d'un atout pour les marchés d'actions par des effets directs et indirects comme le financement plus aisé des activités de M & A ou de rachat d'actions, attrait des politiques de dividendes, renforcement des perspectives de croissance, amélioration des résultats grâce aux impacts sur le cours de change.

Cet environnement a également poussé à revoir à la baisse les espoirs de rendements des actifs de taux, et donc de l'ensemble des portefeuilles qui intègrent, par construction ou par précaution, des actifs obligataires. Pour apporter du rendement, il convient d'être actif et nous avons évoqué ci-dessus de nombreuses solutions :



Rechercher des actifs à plus haut rendement et à plus faible volatilité



Smart Beta et factor investing, populaires à juste titre



Exit les benchmarks, et bienvenue aux processus d'investissement hautement flexibles



- Allonger la duration des portefeuilles,
- Accepter un risque de crédit plus grand (davantage de crédit, des notations plus basses...),
- Ajouter du levier,
- Jouer les distorsions de courbes de taux,
- Rechercher des actifs sous-valorisés car largement délaissés,
- Chercher des actifs à plus haut rendement et à plus faible volatilité (ABS, infrastructure, dette privée...),
- Ajouter une composante change dans les portefeuilles,
- Capter les primes de liquidité,
- Revoir la construction des benchmarks suivis (approches « Smart Beta »),
- Mieux évaluer les facteurs d'investissement (approches *factor investing*),
- Accepter des portions plus grandes de rendement absolu.

Toutes ces solutions sont légitimes, mais elles peuvent être fort différentes s'agissant de perspectives de rendement, de contraintes de liquidité, ou encore de risque. Pour conclure, il convient de rappeler deux choses :

- Les taux, les primes de terme et les *spreads* sont bas parce que les politiques monétaires les ont comprimés. Certes, les banques centrales ne sont pas seules responsables des niveaux atteints, mais elles ont amplifié le mouvement. Plus important encore, ne pas oublier que les banques centrales n'ont pas été freinées par le risque de leurs politiques sur les valorisations d'actifs (bulles potentielles) et sur leur volatilité. Un des objectifs poursuivis et atteints était de lever tout stress sur les obligations d'État, mais cela n'est pas immuable. Il faudra tenir compte de cela quand il sera temps, plus tard, de revenir ou de tenter de revenir vers des politiques monétaires plus conventionnelles.
- L'environnement de taux bas est en train de devenir un environnement de taux négatifs, ce qui change la donne pour certains acteurs. *Spreads* de crédit et courbe des taux sont en outre devenus encore moins protecteurs et intègrent un risque de plus en plus asymétrique, alors que les modèles de valorisation des actifs « classiques » ont perdu de leur intérêt...



L'environnement de taux bas est en train de devenir un environnement de taux négatifs, ce qui change la donne pour certains acteurs



4 Chine : réserves de change et sorties de capitaux... Faut-il s'inquiéter ?

MO JI, *Stratégie et Recherche Économique*

Fin janvier 2016, les réserves de change de la Chine se montaient à 3 230 milliards USD, soit 762 milliards USD de moins qu'au moment de leur pic en juin 2014 (ce qui représente une érosion de valeur de 20 %) ; par rapport à juillet 2015, les réserves ont fondu de 420 milliards USD, dans un contexte de dévaluation brutale et inattendue du RMB début août 2015 (soit une érosion de valeur de 12 % par rapport à juillet). Bien sûr, la dépréciation du RMB a précipité le rythme de la baisse des réserves et des sorties de capitaux hors de la Chine.

Est-ce pour autant si inquiétant ? Quelle est la composition des réserves de change ? Dans quelle mesure sont-elles liquides et utilisables ? Quel niveau peut être considéré comme suffisant ? Quand le niveau des réserves va-t-il se stabiliser ? Comment se décomposent les sorties de capitaux ? Quelles en sont les forces motrices ? Quand la tendance va-t-elle s'essouffler ? Et que nous indiquent les derniers messages adressés par la PBoC (entretien Caixin et réunion du G20 à Shanghai) ? Autant de questions qui soulèvent des inquiétudes, lesquelles vont probablement perdurer plus longtemps qu'on ne le pense.

Quelle est la composition des réserves de change de la Chine ?

Les réserves de change chinoises se composent de 39 % de **bons du Trésor américain**, de 7 % d'**actifs en USD détenus indirectement par l'intermédiaire de tiers** (tels que des sociétés de gestion d'actifs, avec notamment une exposition aux bons du Trésor américain sur un compte belge), de 11 % d'**autres actifs en USD** (actions, crédit d'entreprise et autres), de 5 % de **dette d'agences fédérales américaines** (Fannie Mae et Freddie Mac), de 20 % d'**actifs libellés en EUR** et de 18 % d'**actifs dans d'autres devises** (principalement GBP, CHF, JPY, d'autres devises du G10 et un très petit nombre de monnaies de pays émergents).

Cela représente donc 62 % environ d'actifs en USD, une proportion en ligne avec celle des réserves d'autres pays émergents, dont la moyenne avoisine les 62,5 %. 20 % des réserves de change chinoises sont des actifs en EUR, soit encore une fois une proportion similaire à celle détenue par les autres pays émergents (21 %). Il faut donc se demander de quelle manière cette composition évolue ; la liquidité et l'usage possible de ces réserves risquent de changer et d'entraîner très probablement une hausse de la représentation des actifs illiquides puisque ce sont généralement les plus liquides que l'on vend en premier.

Liquidité et usage possible des réserves de change chinoises

La principale question que les investisseurs doivent se poser concerne le degré de liquidité et d'utilité des réserves de change chinoises, ce qui revient à se demander à partir de quand elles peuvent être considérées comme illiquides et inaptes à empêcher les sorties de capitaux.

Les actifs les plus liquides parmi les réserves de change chinoises sont les emprunts d'État des marchés développés ; par exemple, fin janvier 2016, la Chine détenait 1 246 milliards USD de bons du Trésor américain, soit 39 % de ses réserves. De plus, avec les investissements indirects en bons du Trésor américain, le montant total de dette publique américaine détenue par la Chine serait d'environ 1 480 milliards USD (46 % des réserves de change chinoises). Les emprunts d'État d'autres marchés développés représentent quant à eux 800 milliards USD environ (25 % des réserves). Au total, elles sont donc investies à 61 % dans des obligations souveraines de pays développés, l'actif le plus liquide présent dans les réserves chinoises.

Si l'on ajoute la dette d'agences fédérales américaines, les actions et le crédit d'entreprise de marchés développés, la portion liquide et utilisable des réserves atteint près de 2 500 milliards USD, soit 77 % des réserves.

L'essentiel

Au niveau des marchés financiers, les incertitudes quant au rythme et au calendrier de la dévaluation du RMB constituent toujours le principal risque, qui s'ajoute à la volatilité liée aux cours pétroliers et aux décisions de la Fed.

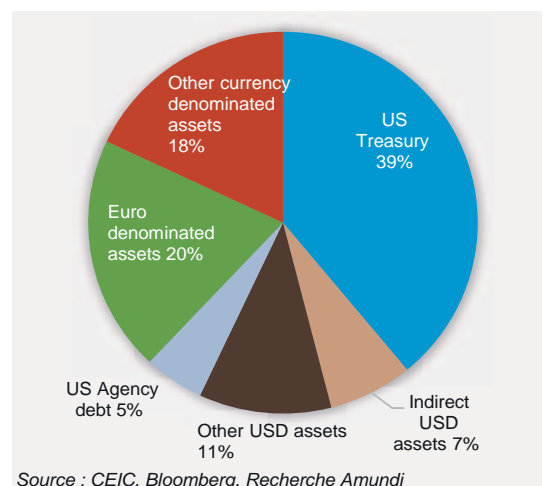
Les sorties de capitaux et l'érosion des réserves de change devraient mettre encore six à neuf mois avant de se stabiliser, après quoi les réserves chinoises atteindront toujours, selon nous, un niveau adéquat. La dissipation à court terme du risque lié au RMB, fin 2016/début 2017, devrait donc offrir un soulagement certain aux marchés internationaux.



La baisse accélérée des réserves de change doit-elle nous inquiéter ?



1 Composition des réserves de change chinoises



La Chine est libre de vendre ses actifs liquides quand elle le souhaite. Pourtant, d'un point de vue pratique, il y a peu de chance qu'elle opte pour cette solution, car les conséquences pourraient être très graves au niveau des marchés financiers qui, face à ce scénario catastrophe inédit, pourraient mettre très longtemps à se remettre.

Quel est le niveau de réserves de change suffisant pour la Chine ?

La baisse accélérée des réserves de change chinoises soulève des inquiétudes quant à leur niveau adéquat et celui en dessous duquel elles seraient considérées comme insuffisantes : où se situe donc ce palier mystérieux et sera-t-il bientôt atteint ?

Il y a plusieurs façons de calculer l'adéquation des réserves de change, et aucune n'est parfaite. D'une manière générale, lorsque l'on pense à l'adéquation des réserves, on l'associe à quatre grandes variables qui sont les exportations, la dette extérieure à court terme, la masse monétaire au sens large et d'autres engagements de portefeuille. On comprend facilement le lien avec les exportations, la dette extérieure à court terme et les engagements de portefeuille ; en revanche, la relation avec la masse monétaire au sens large paraît moins évidente. Celle-ci sert à mesurer le risque de fuite des capitaux, au regard de nombreux exemples récents de crises des comptes de capital qui s'étaient accompagnées de retraits de dépôts des résidents (« fuite des dépôts »).

Un grand nombre de calculs entrent en jeu, mais en définitive, on estime que le niveau adéquat des réserves de change chinoises est compris entre 2 500 et 3 000 milliards USD (en l'absence de contrôles des capitaux), et entre 1 600 et 2 000 milliards USD (avec contrôles des capitaux).

Parmi les variables qui déterminent l'adéquation des réserves de change, les exportations ne posent pas de problème puisque la balance courante chinoise est toujours excédentaire ; la dette à court terme, quant à elle, diminue, et la fuite des capitaux n'est pas envisageable étant donné les contrôles de capitaux plus stricts déjà mis en place (et dont le niveau risque d'être encore renforcé).

Par conséquent, il nous semble qu'à partir d'aujourd'hui, les réserves de change chinoises peuvent encore baisser environ de moitié avant de s'établir à un niveau toujours adéquat de 1 600 milliards USD avec contrôles stricts des capitaux. Selon nous, les réserves devraient toutefois se stabiliser avant ; mais à quel niveau ?

À quel niveau les réserves de change chinoises vont-elles se stabiliser ?

La baisse des réserves chinoises devrait ralentir au même rythme que ralentiront les sorties de capitaux, ce qui prendra probablement entre six et neuf mois. Étant donné le rythme de baisse actuel (120 milliards USD environ par mois), les réserves ne devraient donc pas passer en dessous de 2 250 ou 2 500 milliards USD, montant qui reste dans la fourchette d'adéquation que nous avons définie ci-dessus.

D'un autre côté, si la Chine déploie des contrôles de capitaux plus stricts et que le RMB se dévalue plus que prévu dans cet horizon, alors il est très probable que les réserves de change chinoises se révèlent supérieures aux attentes et se stabilisent aux alentours de 2 800 à 3 000 milliards USD.

Décomposition des sorties de capitaux

Les flux (entrants et sortants) de la Chine, qu'on appelle les **flux de capital hors IDE**, se calculent généralement en soustrayant aux réserves de change l'excédent commercial net des IDE, des effets de valorisation et des produits d'intérêts, correspondant *grosso modo* aux flux de capitaux hors IDE au cours du mois considéré. Les marchés tentent d'apporter des révisions à ce calcul au titre de surfacturations ou du commerce des services, mais ces changements sont trop limités pour changer le résultat global.



Les réserves de change de la Chine sont assez liquides... et leur niveau est adéquat...



Les sorties de capitaux hors IDE ont doublé après la première dévaluation surprise du RMB



On voit que la Chine subit des sorties de capitaux hors IDE depuis 22 mois consécutifs, tout particulièrement depuis la dévaluation surprise du RMB en août; entre fin août et jusqu'à janvier, les sorties de capitaux hors IDE ont représenté en moyenne 120 milliards USD, soit le double des sorties de capitaux moyennes enregistrées entre juillet 2014 et juillet 2015.

Quelles sont les forces motrices des sorties de capitaux en Chine ?

Les données montrent clairement qu'une baisse des réserves de change a entraîné des sorties de capitaux hors IDE, en particulier l'année dernière. Quelles sont les forces motrices de cette tendance? Il y a selon nous deux raisons principales :

- 1. Le remboursement de la dette extérieure.** Début 2015, l'endettement en devise étrangère des entreprises chinoises représentait environ 1 100 milliards USD, engendrant de lourdes pressions qui ont poussé les émetteurs à vendre du RMB pour acheter de l'USD et rembourser cette dette. De fait, la dette extérieure a fondu et atteignait 800 milliards USD fin 2015, ce qui correspond bel et bien à près de 300 milliards USD de sorties de capitaux hors IDE au cours de l'année dernière.
- 2. Les couvertures.** Les établissements financiers mais aussi les entreprises et les particuliers, pour qui la dépréciation du RMB était inenvisageable, ont dû se couvrir contre ce risque depuis la fin du mois d'août, venant accroître *de facto* les ventes de RMB contre de l'USD. Auparavant situé entre 20 et 30 %, le ratio de couverture a donc été relevé.

À quel niveau les sorties de capitaux vont-elles se stabiliser ?

Il nous semble que les sorties de capitaux hors IDE pourraient se stabiliser quand le niveau de la dette extérieure aura atteint 400 à 500 milliards USD, soit deux fois moins qu'actuellement. Étant donné l'accélération des sorties de capitaux en ce moment, il faudra probablement au moins six à neuf mois.

En ce qui concerne les couvertures, il est possible qu'il faille attendre que le ratio touche 50 à 60 % avant que la situation se stabilise, soit approximativement autant de temps (six à neuf mois).

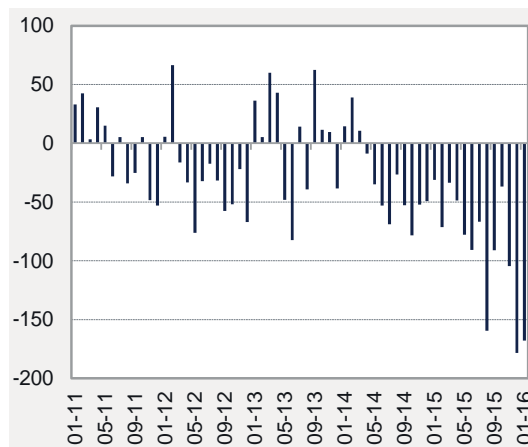
À court terme, la baisse des réserves de change, les sorties de capitaux et la dépréciation du RMB devraient se poursuivre. À horizon six à neuf mois, que va-t-il se passer? Une dévaluation ponctuelle du RMB pour épargner les réserves de change et limiter les sorties de capitaux? Ou une dévaluation graduelle sans calendrier précis, qui accroîtra la baisse des réserves et les sorties de capitaux? Nous avons tendance à penser que la PBoC va privilégier la seconde approche car elle ne peut plus se permettre de déclencher d'autres ondes de choc comme lors des deux dévaluations précédentes.

Qu'est-ce qui se cache derrière les derniers propos de la PBoC?

Les marchés auront noté la remarquable stabilité du RMB pendant les deux dernières semaines de février. Qu'est-ce qui explique cette tendance? Voici notre hypothèse: à l'approche de la fin des vacances du Nouvel an chinois le 14 février, le Gouverneur de la PBoC Zhou Xiaochuan s'est longuement entretenu avec le magazine Caixin, publication majeure de l'industrie financière, s'expliquant de manière directe pour la première fois depuis les dévaluations d'août et de janvier. Ces propos ont porté leurs fruits et contribué à stabiliser les anticipations du marché, notamment à l'aube de la réunion du G20 prévue fin février. De plus, le Gouverneur Zhou s'est de nouveau adressé au marché à l'occasion de la rencontre du G20 à Shanghai.

Quelles sont les conséquences de ces deux tentatives d'approche? Le Gouverneur Zhou répète à l'envi son opinion sur le RMB, les flux de capitaux et les réserves de change, rappelant que sa mission principale demeure la libéralisation du compte de capital chinois, et que le rythme de celle-ci peut être ajusté en fonction des conditions du marché. La PBoC indique donc qu'elle attend que ces conditions se stabilisent pour dévaluer encore le RMB et affirme que selon elle, des mesures de contrôle des capitaux plus radicales permettront de limiter les sorties de capitaux et la baisse des réserves de change.

2 Flux de capitaux hors IDE en Chine, en milliards USD



Source : CEIC, Bloomberg, Recherche Amundi

“ La baisse des réserves de change a entraîné des sorties de capitaux hors IDE, en particulier l'année dernière ”

“ À court terme, la baisse des réserves de change, les sorties de capitaux et la dépréciation du RMB devraient se poursuivre ”



Encore une fois, nous pensons que la Banque choisira la voie d'une dépréciation graduelle pour éviter de bouleverser davantage les marchés ; mais elle trouvera sur sa route des obstacles imprévus, au premier rang desquelles les incertitudes majeures des intervenants, qui forment aux côtés du pétrole et de la Fed les principaux risques à horizon 2016.

Conclusion

Au niveau des marchés financiers, les incertitudes quant au rythme et au calendrier de la dévaluation du RMB constituent toujours le principal risque, qui s'ajoute à la volatilité liée aux cours pétroliers et aux décisions de la Fed. Les sorties de capitaux et la baisse des réserves de change devraient mettre encore six à neuf mois avant de se stabiliser, après quoi les réserves atteindront toujours, selon nous, un niveau adéquat. La dissipation à court terme du risque lié au RMB, fin 2016/début 2017, devrait donc offrir un soulagement certain aux marchés internationaux.



La dissipation du risque entourant le RMB offrira un grand soulagement aux marchés internationaux



5 Big Bang monétaire de la Chine : le passage de l'étalon-dollar à la monnaie fiduciaire

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique*

Puisque la création monétaire domestique chinoise reposait uniquement sur les réserves de changes, la Chine a décidé d'abandonner son ancrage glissant au dollar, en place depuis une décennie, pour bénéficier de la flexibilité de la monnaie fiduciaire et freiner la menace déflationniste croissante. Le yuan étant surévalué de 25 %¹ par rapport au dollar américain, la Banque populaire de Chine (PBoC) s'est retrouvée prise entre le marteau et l'enclume : (i) risquer de déflater les agrégats monétaires domestiques en épuisant ses réserves de changes pour défendre l'ancrage du yuan au dollar, ou (ii) choisir de déconnecter la création monétaire de l'accumulation de réserves de changes. Le 18 février 2016, la PBoC a annoncé qu'elle optait pour cette dernière voie en introduisant des opérations d'*open-market* (OMO).

Le recours aux opérations d'*open-market* marque une étape clé dans la résolution des problèmes créés sur le marché monétaire par l'éclatement des bulles financières chinoises. Elles sont, en effet, le seul moyen de prévenir la déflation monétaire et de moderniser la politique monétaire. Bien qu'elle ait, à juste titre, décidé de favoriser une stabilisation stérilisée du yuan (en utilisant les contrôles de capitaux plutôt que les réserves de changes)², la Chine se doit de préserver la croissance de ses agrégats monétaires (ou prendre le risque d'une récession par les bilans) : la perte de crédibilité liée au passage à la monnaie fiduciaire doit être compensée (i) en nettoyant les bilans bancaires des actifs douteux et (ii) en recourant à des actifs de qualité négociables pour les opérations sur les marchés monétaires.

La politique d'ancrage par le change de la PBoC ces dix dernières années menace désormais de se traduire en spirale déflationniste

1. L'essai à blanc (2005-15) : la parité glissante avec le dollar a permis à la PBoC de bénéficier de la crédibilité de la Fed

Ces dix dernières années, l'arrimage du yuan au dollar servait deux objectifs : (i) équilibrer la boucle prix-salaires autour de la compétitivité extérieure², (ii) tout en ciblant l'expansion des agrégats monétaires. Ce double ancrage avait pour objectif final d'assurer la soutenabilité (et donc la crédibilité) de la stratégie macroéconomique de la Chine en reliant les sphères réelles et financières, un peu comme dans un système de caisse d'émission (*currency board*) classique (lire l'encadré). Cette stratégie a parfaitement bien fonctionné jusqu'en 2012, année où le nouveau gouvernement a décidé d'accroître le crédit bancaire aux entreprises, accélérant ainsi la masse monétaire domestique.

La politique d'arrimage de la PBoC subit aujourd'hui les conséquences de la bulle de capital insoutenable qu'elle a encouragée ces dernières années. En effet, chaque dollar dépensé pour défendre l'ancrage du yuan au dollar fait reculer les agrégats monétaires. Cet écueil résulte de l'éclatement des bulles financières qui furent alimentées, en 2012-14, par l'accélération soudaine de la masse monétaire M2 encouragée par l'expansion du crédit aux entreprises imposée par le nouveau gouvernement chinois (voir graphique 1). En raison des sorties de capitaux liées (i) à des rendements

¹ Lire « La fin des « belles années » (2005-15) : maintenant, le yuan est aussi le problème de l'Europe et des États-Unis », article extrait du *Cross-Asset Investment* de septembre 2015 et « La surévaluation du yuan a doublé les déséquilibres mondiaux, la solution est plus de QE en Europe (... et aux États-Unis) » dans le mensuel d'octobre 2015.

² Lire « La Chine sur la corde raide : tenter une stabilisation stérilisée au lieu d'une dévaluation classique », article extrait du *Cross-Asset Investment* d'avril 2015 ou « Guerre froide financière en 2016 : la coopération avec la Chine est la seule solution pour l'Amérique (et l'Europe) » dans le mensuel du mois de décembre 2015.

L'essentiel

Puisque la création monétaire domestique chinoise reposait uniquement sur les réserves de changes, la Chine a décidé d'abandonner son ancrage au dollar, en place depuis une décennie, pour freiner la menace déflationniste croissante. Le yuan étant surévalué de 25 % par rapport au dollar, la PBoC doit (i) soit risquer de déflater les agrégats monétaires domestiques en épuisant ses réserves de change, (ii) soit rompre le lien entre création monétaire et accumulation de réserves de change. Le 18 février 2016, la PBoC a annoncé qu'elle optait pour cette dernière voie en introduisant les opérations d'*open-market* (OMO).

Le passage de la PBoC d'un dispositif de caisse d'émission *de facto* à une monnaie fiduciaire est indispensable, mais risqué : son succès dépendra de la manière dont les facteurs à et hors de la portée de la PBoC seront gérés dans les années à venir. En effet, le marché monétaire interbancaire (i) ne doit pas comporter d'actifs financiers douteux (les banques doivent s'en être allégées) et (ii) doit proposer des actifs négociables de qualité. Les prêts directs que la PBoC accorde désormais aux banques ne peuvent pas servir à souscrire des actifs bancaires non viables.

Le gouvernement sera un acteur clé dans le succès du Big Bang monétaire de la PBoC, car il aura à financer l'essentiel de la restructuration du secteur financier. La tentation pourrait être d'échanger les actifs bancaires défaillants contre des emprunts d'État que les banques pourraient ensuite apporter à la PBoC en échange de liquidités, monétisant ainsi les difficultés des banques sous couvert d'un assouplissement quantitatif. La récente promesse de la PBoC de ne pas recourir à l'assouplissement quantitatif fournit le dernier élément de crédibilité nécessaire au succès du Big Bang monétaire.

L'abandon de l'ancrage sur le dollar est un moyen intelligent de se soustraire à l'« impossible trinité », qui veut que la politique monétaire ne peut être indépendante si le taux de change est ancré sur une autre devise alors que le capital est libre de circuler. La PBoC assoit sa crédibilité en (i) répétant sa promesse de ne pas réduire davantage le ratio de réserves obligatoires des banques ou recourir à des mesures d'assouplissement quantitatif, et (ii) en renforçant *de facto* les contrôles des capitaux. Désormais, les risques sont dans l'exécution plus que la conception.



en baisse rapide (voire négatifs) et (ii) à la hausse du coût de la dette en dollars, le maintien de l'ancrage au dollar menace désormais de virer en une déflation monétaire.

2.L'indépendance (2016-) : la PBoC doit désormais s'aventurer dans le monde de la monnaie fiduciaire pour gagner son indépendance

Le déclin parallèle³ de l'agrégat monétaire large (M2) et des réserves bancaires (M0) ne peut que se poursuivre, sauf à ce que la PBoC ne remplace les réserves de changes par des actifs domestiques (des obligations, par exemple) dans le processus de création monétaire. La PBoC a commencé à compenser la baisse des réserves de change (et bancaires) à compter de la mi-2014 en augmentant la quantité de « créances directes sur les banques et autres institutions financières », à savoir les prêts qu'elle accorde directement aux banques. Cette étape marque un premier pas dans le processus de transition dans la mesure où ces créances sont des actifs domestiques ne représentant qu'un sixième des actifs de la banque centrale (80 % pour les réserves de changes, voir graphique 2).

Les actifs négociables de qualité étant actuellement une denrée rare, la PBoC recourt à la fois à des injections transitoires de monnaie, directes (M1-M0) et indirectes (M0 ou base monétaire), pour soutenir la masse monétaire au sens large (M2). Dans ce contexte, les injections directes de monnaie qui ont été réalisées à la fin de l'année 2015 devraient être considérées comme le moyen immédiat pour la PBoC de compenser l'impact négatif de la pénurie de liquidité interbancaire sur les agrégats monétaires, jusqu'à ce que les injections de monnaie banque centrale déclenchent une reprise du crédit aux entreprises (et donc de la masse monétaire au sens large). L'objectif est de consolider la déconnexion naissante entre réserves de change et agrégats monétaires (voir les graphiques 3 et 4).

II/Le succès du Big Bang repose sur la séparation nette des bons et mauvais actifs du bilan de la PBoC

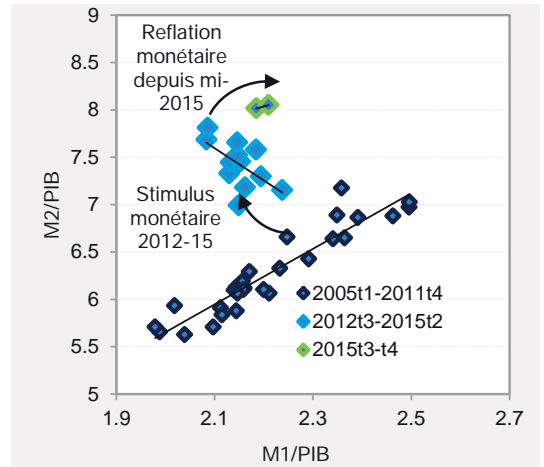
Phase 1 : faire de la place pour le prochain cycle de crédit en assainissant le système monétaire des actifs financiers douteux

À plus long terme, la confiance ne pourra être restaurée que si le marché monétaire interbancaire est débarrassé de tout risque systémique de liquidité: les bilans des banques doivent, dans un premier temps, être assainis de (la plupart) de leurs actifs douteux. À cet égard, l'annonce même du lancement des opérations d'*open-market* par la PBoC implique que le stock d'actifs bancaires défaillants est considéré comme (à peu près) maîtrisé. Cela semble logique dans la mesure où la PBoC s'est, en parallèle, sagement engagée à ne pas recourir aux baisses du taux de réserves obligatoires (TRO) pour gérer la liquidité (en libérant de la liquidité existante pour éviter d'en imprimer).

Bien que les réserves de change et les dépôts bancaires aient diminué de concert en 2015, une légère hausse de ces derniers en fin d'année pourrait être le signe d'un regain de stabilité sur le marché monétaire et d'une stabilisation des réserves de changes de la PBoC. C'est ce que les injections de devises effectuées lors de la Nouvelle Année Lunaire et la récente réévaluation de 1 % du yuan semblent suggérer. S'ils sont confirmés, ces premiers signes de croissance des dépôts bancaires seraient de bon augure pour un retour de la confiance interbancaire et une nouvelle expansion du crédit. Cependant, tant qu'il n'y aura pas suffisamment d'actifs de qualité dans le marché monétaire, la PBoC devra (continuer à) accorder des prêts aux banques pour gérer la liquidité (inter) bancaire, si ce n'est la soutenir.

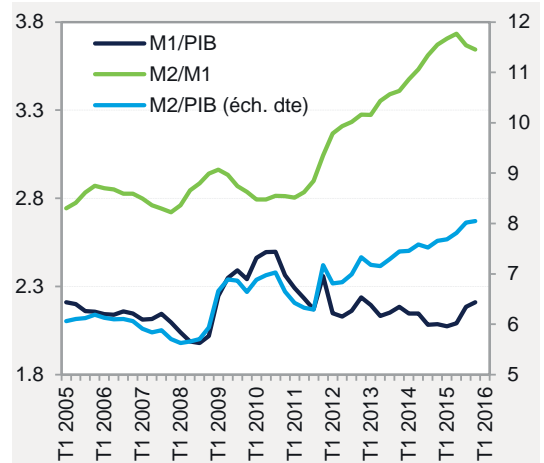
³ Cette baisse des agrégats n'est pas aussi symétrique que nous le suggérons ici, dans la mesure où la PBoC a abaissé le taux de réserves obligatoires (TRO) à plusieurs reprises ces dernières années, conduisant ainsi la masse monétaire (M2) à diminuer moins fortement que la base monétaire (M0). Cependant, la promesse faite récemment par la PBoC de ne pas abaisser le taux de réserves obligatoires restaurera intégralement cette corrélation (voir II.1).

1 Chine : Principaux agrégats monétaires



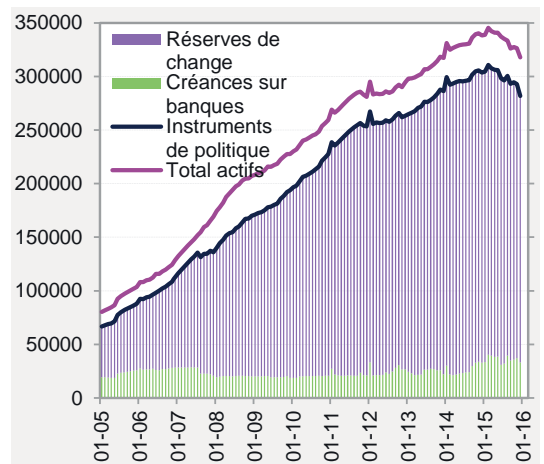
Source : FMI, Recherche Amundi

2 Chine : Principaux agrégats monétaires



Source : FMI, Recherche Amundi

3 Le bilan de la PBoC (actifs)



Source : FMI, Recherche Amundi

> Naissance et déclin du plus grand currency board au monde (2005-15)

En 2005, la Chine a décidé de baser son régime monétaire sur une caisse monétaire à parité glissante, en relevant en permanence le yuan par rapport au dollar, afin d'assurer la croissance des agrégats monétaires. À l'époque, la fonction de caisse d'émission de cette stratégie macro-monnaire visait à profiter de la crédibilité (du régime monétaire) de la monnaie d'ancrage par l'intermédiaire du taux de change. Comme un taux fixe aurait rendu la croissance des agrégats monétaires domestiques dépendante de l'accumulation des réserves de change, la tendance à l'appréciation a, dans le cas de la Chine, permis d'augmenter la masse monétaire tout en bénéficiant de la crédibilité du dollar.

Sur le long terme, les deux agrégats monétaires (base monétaire et monnaie en circulation) du passif de la PBoC ont fluctué de manière proportionnée et directe avec l'actif principal de la banque centrale (essentiellement la hausse de ses réserves de change):¹

- La monnaie en circulation (à savoir M1-M0) est liée aux réserves de change via une relation de long terme:

$$currency = 0.11 \cdot fx + 0.187 \cdot trend + 13.7 \quad (1)$$

- La base monétaire (ou réserves bancaires, M0) est également liée aux réserves de change via une relation de long terme:

$$banks = 0.90 \cdot fx - 0.0135 \cdot trend - 38.5 \quad (2)$$

À court terme, ce modèle macro-monnaire est stationnaire dans la mesure où les réserves de change sont le facteur exogène qui détermine la monnaie en circulation (sans rétroaction sur les réserves de change) et la base monétaire (avec une rétroaction modérée):

- Les variations des réserves de change ralentissent la création monétaire et relèvent les réserves des banques dans (1) sans aucune rétroaction:

$$d(currency) = -0.713 \cdot (currency - 0.11 \cdot fx - 0.187 \cdot trend - 13.7) \quad (1a)$$

$$d(banks) = +0.209 \cdot (currency - 0.11 \cdot fx - 0.187 \cdot trend - 13.7) \quad (1b)$$

- Les variations des réserves de change accélèrent la création monétaire et ralentissent les réserves des banques dans (2) avec une rétroaction:

$$d(currency) = -0.107 \cdot (banks - 0.90 \cdot fx + 0.0135 \cdot trend + 38.5) \quad (2a)$$

$$d(banks) = +0.086 \cdot (banks - 0.90 \cdot fx + 0.0135 \cdot trend + 38.5) \quad (2b)$$

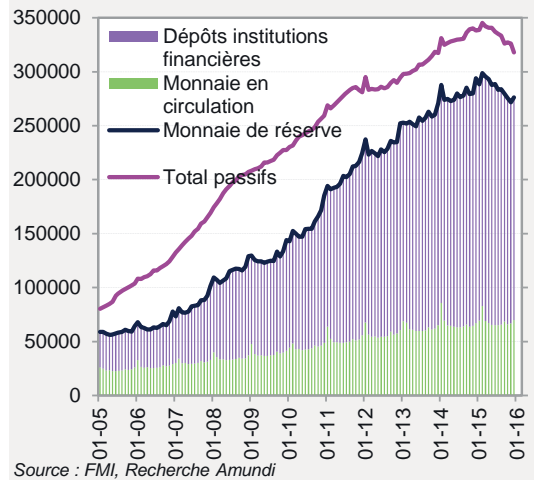
$$d(fx) = -0.023 \cdot (banks - 0.90 \cdot fx + 0.0135 \cdot trend + 38.5) \quad (2c)$$

¹ Le modèle présenté ici est estimé comme un modèle vectoriel à correction d'erreurs (VECM) à deux équations d'ordre 1 au moyen des données de l'IFS du FMI, pour la période qui s'étend du T1 2004 au T4 2015. Il comprend une tendance et une constante à la fois au sein de l'espace de cointégration et de la dynamique de court terme (puisque les données sont utilisées dans leur forme originale, soit en milliards de yuans), ainsi qu'une série de variables saisonnières et non saisonnières (c.-à-d. des variables d'intervention). Les deux équations étant estimées simultanément, les coefficients sur le change (fx) peuvent être considérés comme fournissant des pondérations puisqu'ils sont en outre testés sommer à l'unité avec une probabilité de 93%. La monnaie en circulation progresse avec un levier de dix par rapport aux réserves de change (soit de 1/0,1 = 10), tandis que les réserves bancaires augmentent avec un levier moindre de presque un-pour-un (soit de 1/0,9 = 1,11). Les résultats détaillés peuvent être fournis sur demande.

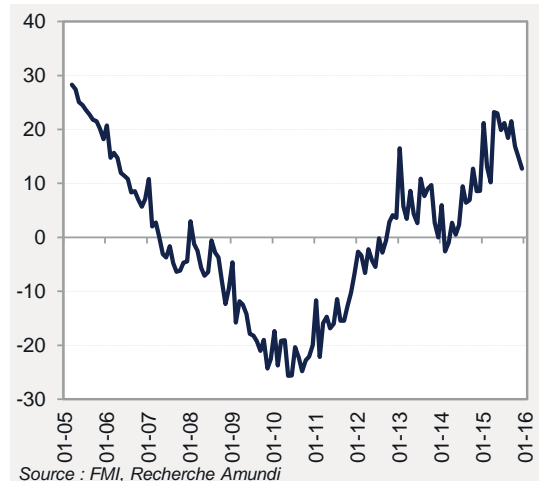
Phase 2: titriser les actifs de qualité pour accroître le bilan de la PBoC et gérer la liquidité interbancaire

Les prêts directs accordés par la PBoC dans le cadre de la mise en place du régime de monnaie fiduciaire ne peuvent être qu'une solution temporaire, car ces actifs ne sont pas directement négociables entre banques aussi longtemps qu'ils ne peuvent pas être intégralement titrisés. En effet, la titrisation des prêts individuels exige que les banques concernées jouissent d'un degré de confiance comparable à celui de toute autre banque: l'une des conditions préalables consiste à déléster toutes les banques participantes de leur risque de bilan non résiduel, de manière

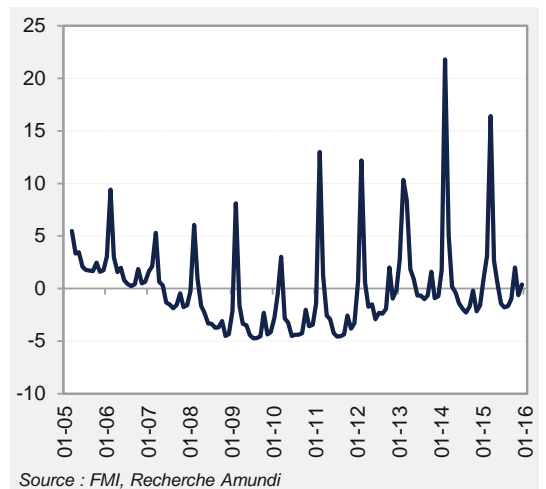
4 Le bilan de la PBoC (passifs)



5 La boucle réserves bancaires et change: écart à l'équilibre



6 La boucle monnaie en circulation et change: écart à l'équilibre



à écarter toute méfiance à l'égard du marché interbancaire. La PBoC ne fait donc qu'amorcer sa transition vers un système de billets du Trésor, en gérant la liquidité interbancaire par l'intermédiaire d'opérations de prise en pension.

En conséquence, les premiers pas de la transition vers une monnaie fiduciaire montreront indirectement les progrès effectivement réalisés en termes d'assainissement des mauvais actifs bancaires et de croissance des agrégats monétaires. En tout état de cause, ils permettront à la PBoC de procéder à un certain assouplissement du crédit « sur le côté » (en réalisant des injections de liquidités permanentes bien qu'en urgence) à travers les prêts directs aux banques en manque d'argent frais, mais pas en mesure d'en obtenir sur les marchés (ou de leurs actionnaires). Toutefois, si la PBoC doit préserver son propre bilan de tels risques (dans le but de garantir un marché monétaire sain), le gouvernement doit alors être prêt à payer pour les banques.

Conclusion

Le passage de la PBoC d'un dispositif de caisse d'émission *de facto* à un régime de monnaie fiduciaire est indispensable, mais risqué : son succès dépendra de la manière dont les facteurs à la portée et hors de portée de la PBoC seront traités dans l'année/les années à venir. En effet, le marché monétaire interbancaire (i) ne doit pas comporter d'actifs financiers douteux (les banques doivent s'en être allégées) et (ii) doit fonctionner au moyen d'actifs négociables de qualité (sachant que les prêts de la PBoC accordés directement aux banques ne sont que transitoires). En conséquence, les prêts directs que la PBoC accorde désormais aux banques ne peuvent pas servir à racheter des actifs bancaires non viables.

Le gouvernement sera un acteur clé dans le succès du Big Bang monétaire de la PBoC, car il aura à supporter la majeure partie des coûts de la restructuration nécessaire au secteur financier. Il serait en effet tentant d'échanger les actifs bancaires douteux contre des obligations d'État que les banques pourraient alors apporter à la PBoC en contrepartie de liquidités : cela ne reviendrait, bien sûr, qu'à monétiser les problèmes bancaires sous couvert d'un assouplissement quantitatif indirect. À cet égard, la récente promesse de la PBoC de ne pas recourir à l'assouplissement quantitatif fournit le dernier élément de crédibilité nécessaire au succès du Big Bang monétaire.

6 Le LBO en Europe. Une opportunité d'investissement ?

JEAN DAUMET, *Private Equity Funds*

Le *Leverage Buy Out* (LBO) est apparu en Europe au début des années 1980. Initialement considéré comme une technique financière permettant d'organiser des transmissions d'entreprises, le LBO est aujourd'hui perçu comme un mode de détention d'une entreprise associé à la mise en place d'une gouvernance efficace.

Pour les investisseurs, les opérations de LBO portant sur des entreprises européennes de *Mid-Market* constituent une classe d'actifs spécifique au sein des actifs non cotés dont les caractéristiques sont jugées suffisamment attractives pour susciter un intérêt toujours croissant.

Depuis plusieurs décennies, les opérations de LBO, en Europe, offrent aux investisseurs un niveau de rentabilité élevé, peu sensible aux fluctuations économiques.

En quoi consistent les opérations de LBO ? Quelles problématiques permettent-elles de résoudre ? Pourquoi ont-elles connu un essor important en Europe sur les entreprises de taille moyenne ? Comment analyser la performance de cette classe d'actifs ? Nous tentons d'apporter, ci-après, une réponse à ces questions.

Le LBO en Europe: de quoi s'agit-il ?

Rappelons que le LBO peut être défini comme « l'acquisition du contrôle d'une entreprise (la cible) au moyen d'un endettement destiné à être remboursé par les flux financiers issus de la cible ».

En pratique, le LBO est organisé autour d'une société holding (*holdco*) dont le capital sera souscrit par un fonds de *private equity*. Cette *holdco* s'endettera afin de financer l'acquisition de la cible.

Il existe plusieurs types de LBO que la pratique a progressivement identifiés :

- Le *Leverage Management Buy Out* ou LMBO : opération par laquelle une entreprise est rachetée par un fonds de *private equity* en association avec son management.
- Le *Leverage Management Buy In* ou LMBI : l'entreprise est, dans ce cas, acquise avec un nouveau management, recruté pour conduire l'opération.
- Le *Buy In management Buy Out* ou BIMBO : opération réalisant la combinaison des deux types précédents.
- *Owner Buy Out* ou OBO : opération qui peut être considérée comme un « achat à soi-même » monté par un actionnaire avec l'aide d'un fonds de *private equity* et un recours à l'endettement.

Les opérations de LBO sont organisées pour résoudre différents types de problématiques actionnariales :

- La transmission des entreprises familiales. L'opération permet à la famille de se désengager totalement ou partiellement et de réaliser une transition managériale.
- Le désinvestissement des groupes portant sur une activité jugée non stratégique. La cession d'une filiale (ou d'une activité filialisée pour la circonstance) permet au groupe de se recentrer sur les activités jugées *core*. La cession, réalisée sous forme de LBO, n'est peut-être pas le moyen qui permet une maximisation du prix, mais elle conduit à une séparation (*carve out*) évitant, le plus souvent, les conflits sociaux, une communication difficile à maîtriser.
- La sortie de bourse. Ces opérations portent sur des entreprises dont le marché des titres est peu liquide. Les investisseurs délaissent ce type de sociétés. Il devient pour celles-ci impossible de se financer par le marché.

L'essentiel

Les opérations de LBO portant sur des entreprises du Mid Market européen concentrent la plus grande partie des flux investis par les fonds de *private equity*.

L'investissement réalisé par les fonds aux côtés des managers des entreprises permet d'engager ces dernières dans des projets stratégiques de moyen terme.

La forte convergence d'intérêts créée entre les gérants des fonds et le management des entreprises explique les performances économiques des entreprises « sous LBO » et la rentabilité élevée des opérations d'investissement. Le LBO européen est ainsi une opportunité de diversification attractive pour l'investisseur.



Le LBO est une technique financière qui permet de résoudre les problématiques actionnariales des sociétés non cotées



Les opérations de LBO se sont développées en Europe depuis les années 1980



La sortie de bourse permet de résoudre une problématique d'actionariat et, le cas échéant, une problématique de financement. Ce type d'opérations est dénommé *P to P* (*Public to Private*).

Le Mid Market Européen : un gisement d'opportunités

Les études, consacrées aux opérations de LBO, mettent souvent l'accent sur le champ d'application très étendu de cette technique financière qui permet d'organiser la transmission d'entreprises de toute taille : des très petites entreprises aux entités d'une valeur de plusieurs milliards, voire de dizaines de milliards d'euro. L'histoire du LBO, en Europe comme aux États-Unis, compte effectivement des « mega » LBO. Cependant, les opérations de LBO portant sur des entreprises du *Mid Market* sont celles qui caractérisent le *private equity* européen.

Le *Mid Market* est défini par les associations professionnelles comme étant la population des entreprises dont la valeur (*enterprise value*) est comprise entre 50 et 500 millions d'€.

Ces entreprises sont présentes dans toute l'Union européenne, mais plus particulièrement concentrées dans les 4 pays suivants :

- Allemagne,
- Royaume Uni,
- France,
- Italie.

Le poids économique du *Mid Market* peut être illustré par 2 rapprochements :

- Les entreprises du *Mid Market* génèrent 1/3 du PIB de ces 4 pays,
- L'économie d'un pays fictif, constitué par les entreprises *Mid Market* des 4 pays considérés, se classerait au 10^e rang mondial.

Ces entreprises appartiennent à des secteurs d'activité variés. Elles présentent, le plus souvent, les caractéristiques suivantes :

- Elles produisent des biens à forte valeur ajoutée,
- Elles sont exportatrices,
- Elles sont orientées vers l'innovation,
- Enfin et surtout, elles sont gérées par un management de qualité, engagé dans une démarche de valorisation à moyen terme.

Ces entreprises, qui ont été qualifiées par certains auteurs de « *hidden champions* », constituent les cibles des fonds de *private equity*.

Les performances accomplies par les entreprises du *Mid Market* européen méritent d'être observées. On peut remarquer que depuis plus de vingt ans, et après avoir traversé de nombreux épisodes de crise, ces entreprises, dans leur ensemble, affichent un taux de croissance supérieur à celui du PIB de la zone et sont un contributeur important à la création d'emplois.

Les entreprises du *Mid Market* européen constituent donc un gisement d'opportunités attractif pour les investissements.

Il est possible de caractériser cette activité par quelques éléments quantitatifs.

Le nombre des opérations de LBO *Mid Market*, entre 2010 et 2014 est d'environ 250 à 300 opérations par an, soit un montant d'investissement de 20 à 25 milliards d'€. Ce montant est à rapporter au flux annuel d'investissement en *private equity*, toutes stratégies confondues, qui est en moyenne de 40 milliards pour la même période. L'investissement en *buy out Mid Market* représente ainsi plus de la moitié des montants investis dans la classe d'actifs en Europe.

Ces fonds sont gérés par des équipes qui se sont spécialisées, au cours du temps, dans ce type d'opérations.



Les entreprises de taille moyenne (50 à 500 M€ de valeur) génèrent environ 1/3 du PIB des 4 pays : Allemagne, Royaume Uni, France, Italie.

Ces entreprises dynamiques sont des cibles pour les opérations de LBO



Des gérants spécialisés sur ce segment

L'apparition du LBO en Europe date de la décennie 80 mais il faut attendre les années 90 pour constater un réel développement de ces opérations.

Plusieurs conditions d'environnement sont en effet nécessaires pour permettre la réalisation des opérations de transmission d'entreprises :

- Un cadre législatif adapté: le mécanisme du LBO est facilité par diverses dispositions telles que la possibilité de donner en garantie des prêts contractés pour le rachat de l'entreprise, des actifs appartenant à la cible,
- Un système fiscal permettant la déductibilité des intérêts des emprunts contractés en vue du rachat de la cible. Rappelons qu'en France cette possibilité n'a été offerte qu'à partir de 1987.
- Enfin, et il s'agit sans doute d'un facteur essentiel, l'existence, au sein des entreprises cibles, de managers aspirant à devenir entrepreneurs. Ce facteur, qui peut être qualifié de culturel, est celui qui a la plus grande influence. Ainsi, l'Allemagne qui possède le gisement le plus important d'entreprises *Mid Market* ne réalisait, sur la période 2007-2012 que 175 opérations LBO *Mid Market* contre 306 pour le Royaume Uni et 223 pour la France. Ce relatif retard de l'Allemagne dans le développement des opérations de LBO est généralement imputé à la distinction forte, existant dans le monde des affaires allemand, entre le statut d'entrepreneur-actionnaire et celui de manager.

Ces conditions d'environnement expliquent les spécificités des différents territoires du *Mid Market* européen.

Dès lors, il n'est pas étonnant qu'une première catégorie de gérants soit constituée par des équipes nationales, opérant à titre quasi exclusif dans leur pays.

Ces équipes, qui gèrent des *country funds*, sont constituées de professionnels disposant de réseaux leur permettant une bonne implantation dans l'univers des entreprises de taille moyenne. Elles ont également de nombreuses relations auprès des intermédiaires dont le rôle est croissant dans cette activité.

Une seconde catégorie de gérants appartient à la catégorie des pan-européens ou fonds multi-pays. Il s'agit, le plus souvent, de firmes nées au Royaume-Uni qui ont progressivement ouvert des bureaux dans les différents pays de l'Europe continentale. Les représentants de ces firmes, dans leurs diverses implantations européennes, essaient de s'adapter aux particularités de leur marché tout en apportant une ouverture européenne aux entreprises.

Dans les deux cas, on est en présence d'équipes dans lesquelles les partenaires les plus senior peuvent faire état d'une expérience supérieure à 20 ans. Ces firmes adhèrent aux associations professionnelles nationales et européennes (Invest Europe). Elles sont engagées dans le respect des Codes de déontologie et mettent en place les « bonnes pratiques » de la profession.

Il est possible d'estimer à environ 200 le nombre d'équipes spécialisées dans l'investissement LBO *Mid Market* en Europe ce qui représente environ 2500 professionnels.

Pourquoi investir dans le LBO *Mid Market* ?

Le LBO européen concentre donc des flux d'investissements importants répartis essentiellement sur les entreprises du *Mid Market*. Quel intérêt pour l'investisseur ?

Pour apporter un début de réponse à cette question, examinons tout d'abord un indicateur simple, caractéristique de la rentabilité, le taux de retour sur investissement.

Les études menées par l'association professionnelle européenne Invest Europe, sur une période longue (1990-2011) font état d'un taux annuel de rendement net de 17,1 %.

Trois remarques peuvent être proposées pour commenter cette observation :

- L'investissement dans le *Mid Market* européen est un placement de long



Une profession de gérants spécialisés dans le *LBO Mid Market* s'est constituée en Europe. Elle peut aujourd'hui faire valoir une expérience longue de l'investissement et le respect de bonnes pratiques



Différentes études ont permis de mettre en évidence une surperformance du *LBO Mid Market* par rapport aux marchés d'actions cotées. Les gérants du *LBO Mid Market* génèrent un véritable alpha



terme mais son rendement, supérieur à celui d'autres types de placement, permet d'obtenir une rémunération du risque et de l'illiquidité.

- Cette performance est robuste dans le temps et est donc peu dépendante des cycles économiques,
- Elle est assez homogène dans les différentes zones géographiques : les différences de performance d'un pays à l'autre sont peu significatives.

Ces remarques étant faites, il est nécessaire de s'interroger sur la manière dont cette performance est réalisée.

Pour certains, cette performance serait issue d'une approche spéculative de l'investissement dans laquelle des gérants utiliseraient des inefficiences de marché. Si de telles opérations ont eu lieu dans le passé, le marché est devenu, au fil du temps, de plus en plus efficient et il faut rechercher d'autres explications à cette performance.

Cette recherche a fait l'objet de différentes publications parmi lesquelles nous retiendrons celle du Professeur Kaserer : *Return Attribution in Mid Market Buy Out Transactions - New Evidence from Europe*.

Cette étude porte sur les performances de 332 transactions de *buy out* en Europe intervenues entre 1990 et 2011.

Les résultats suivants peuvent être mis en évidence :

- La performance des opérations de LBO est obtenue pour environ les 2/3 par une augmentation des ventes réalisées par les cibles et l'amélioration de leurs marges mesurées par l'EBITDA,
- 1/3 de la performance est attribuable à l'effet de levier,
- L'« arbitrage de multiple » n'intervient pas de façon significative dans la performance des opérations.

Nous pouvons donc conclure que l'investissement dans le LBO européen génère un *absolute return* attractif. Est-il supérieur à celui qu'aurait procuré un placement boursier sur la même période ? En d'autres termes, le *private equity* génère-t-il un véritable alpha ?

C'est à cette question qu'a tenté de répondre le Professeur Oliver Gottschalg, enseignant à HEC, à partir de données relatives à 5 600 transactions intervenues entre les années 1977 et 2014.

Afin de mettre en évidence l'existence ou non d'un alpha spécifique au *private equity*, Oliver Gottschalg procède à un retraitement des performances portant sur 3 facteurs :

- L'effet de levier afin d'éliminer cette composante dans le rendement de l'opération,
- Le secteur d'activité,
- Le « *market timing* ».

Après ces différents ajustements, l'étude met en évidence un alpha de 8,6 % sur la période. L'analyse de l'évolution de l'alpha dans le temps apporte également un enseignement intéressant :

- Pendant les périodes d'expansion fortes ou modérées, l'alpha du *private equity* est relativement faible à 5 %,
- Dans un environnement économique stable, l'alpha généré est plus fort et s'élève à 11 %,
- Enfin en période de récession, on peut mettre en évidence un alpha de 19 %.

Il est ainsi possible de conclure que l'investissement dans le *private equity* est un moyen de capter la croissance de l'économie par une autre voie que celle de l'investissement sur les marchés d'actions cotées.



L'investissement dans le LBO européen génère un *absolute return* attractif



L'investissement dans le *private equity* est un moyen de capter la croissance de l'économie par une autre voie que celle de l'investissement sur les marchés d'actions cotées



Le LBO: un mode efficace de gestion des entreprises ?

Si, comme nous l'avons vu plus haut, les cibles sous LBO sont des entreprises en croissance et rentables, comment peut-on expliquer l'efficacité économique de ce mode de gestion des entreprises ?

Différentes réflexions peuvent nous aider à répondre à cette question :

L'opération de LBO va conduire l'entreprise à un nouveau mode de gouvernance. La transmission de l'entreprise implique un changement d'actionariat et un changement de statut du management en place ou l'arrivée de nouveaux managers. Le fonds de LBO, nouvel actionnaire et le management se sont associés pour la mise en œuvre d'un projet stratégique commun qui doit conduire à une valorisation de la cible à moyen terme. Ce projet nécessite un suivi rigoureux fondé sur une gouvernance efficace afin de valider l'achèvement des différentes étapes, décider des inflexions nécessaires...

La gestion de la cible est orientée dans une perspective de moyen terme. Ainsi, il est possible de mettre en œuvre une véritable politique de développement sans être soumis à la pression des résultats trimestriels comme l'est une société cotée.

L'opération de LBO repose sur une convergence d'intérêts entre l'actionnaire (le fonds) et le management qui sont fortement intéressés financièrement à la valorisation de la cible. Ce point a été largement développé par la littérature universitaire américaine qui a mis en évidence la notion d'*agency effect*. Selon ces auteurs, la gestion des sociétés cotées en bourse serait souvent le lieu d'un conflit, plus ou moins révélé, entre le management d'une part et les actionnaires d'autre part. Le management mettrait en œuvre différentes manœuvres pour empêcher les actionnaires de disposer du *free cash-flow* de la firme. On explique ainsi la naissance des conglomérats, formés dans les années 1960: les diversifications « tous azimuts » de ces firmes permettaient au management de conserver la maîtrise du *cash-flow* de la firme. Au contraire, dans une opération de LBO, le management et l'actionnaire voient leurs intérêts converger pour une utilisation optimale des ressources de la cible afin de valoriser celle-ci par le désendettement, l'investissement, les acquisitions stratégiques... le conflit d'agence est ainsi supprimé.

Le montage d'une opération de LBO repose sur un effet d'endettement. Ce mécanisme a fait l'objet de nombreuses critiques soulignant, en particulier, la limitation des capacités d'investissement de la cible du fait de l'endettement contracté en vue de son acquisition. Cette critique est pertinente en particulier, dans les situations de recours important à l'effet de levier. Cependant, une utilisation raisonnable de la dette a pour effet vertueuse d'orienter la gestion de la cible vers une culture de *cash generation* qui implique une gestion financière optimisée. L'effet de levier constitue donc une « mise sous tension » de l'entreprise particulièrement efficace.

Le LBO en Europe: un avenir en croissance

En conclusion, les entreprises du *Mid Market* européen constituent des cibles de qualité pour les fonds de LBO. Une détention de ces cibles, pendant une période plus ou moins longue, permet la réalisation d'un projet de développement à moyen terme et une rationalisation de la gestion. Le LBO peut donc être considéré comme un outil de transformation, un « atelier de réparation » des entreprises, comme l'ont dénommé certains auteurs.

La performance du LBO *Mid Market* est attractive historiquement et on peut se poser la question de sa persistance dans le futur: le succès du LBO européen n'est-il pas lié à une conjonction de facteurs circonstanciels ?

Nous ne le pensons pas. En effet, le besoin d'organiser des transmissions d'entreprises est permanent: les entreprises familiales doivent faire face à des problématiques de transmission à intervalles plus moins longs, les groupes remodelent en permanence leur périmètre d'activité, le « *delisting*



Une partie des performances des opérations de LBO peut être expliquée par l'efficacité de la gouvernance liée à ces opérations



Le LBO, outil efficace pour transformer les entreprises, devrait voir sa croissance se poursuivre en Europe, offrant de nombreuses et attractives opportunités d'investissement



ou PtoP » (retrait de la cote) résout certaines situations financières. Enfin les opérations, dites secondaires, de fonds à fonds constituent des étapes dans le développement d'une entreprise permettant un renouvellement de l'actionariat et l'évolution du management.

Le LBO permet donc une allocation des ressources en capital des investisseurs entre différents types d'entreprises, différents pays, différents secteurs. Il joue ainsi un rôle analogue à celui des marchés financiers pour les sociétés cotées et assure une fonction économique clé pour les entreprises du *Mid Market*.

Ainsi, le LBO *Mid Market* en Europe constitue toujours une opportunité attractive. Pour l'investisseur, décidé à acquérir une exposition sur ce segment, il est nécessaire de pouvoir accéder aux meilleurs gérants européens. C'est cet accès complexe qui peut décourager parfois certains investisseurs.



Le LBO permet une allocation des ressources en capital des investisseurs entre différents types d'entreprises, différents pays, différents secteurs



 Vous pouvez contacter également Bernard Arock (bernard.arock@amundi.com) pour toute question concernant cette publication.

7 Dans un environnement de prix bas des matières premières, la croissance mexicaine résistera-t-elle au ralentissement de l'économie américaine ?

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique*

L'économie mexicaine a bien résisté à la chute des prix des matières premières et aux effets du ralentissement chinois

Les indicateurs de croissance, d'inflation et de finances publiques se sont bien tenus en 2015.

Après avoir fortement décliné en 2013 (1,4 % contre 4 % en 2012), la croissance mexicaine a rebondi en 2014 à 2,2 %. Malgré un environnement économique international défavorable aux exportateurs nets de matières premières, la croissance devrait avoir encore légèrement augmenté en 2015, puisque selon les dernières estimations celle-ci serait de 2,5 % sur l'année (cf. graphique n° 1). Par ailleurs, alors que le peso s'est déprécié de plus de 30 % en deux ans vis-à-vis du dollar, les effets *pass-through* ont été limités, l'inflation ne dépassant que très rarement la cible supérieure de la Banque Centrale fixée à 4 %. Cette maîtrise de l'inflation est d'autant plus remarquable que la politique monétaire a été accommodante avec une baisse de taux de 150 points de base sur la période (cf. graphique n° 2). En effet, ce n'est que mi-décembre, le 17 exactement soit le lendemain de l'annonce de la hausse des taux américains que la Banque Centrale du Mexique (Banxico) a relevé ses taux de 25pb. Contre toute attente, Banxico a de nouveau procédé à une hausse de taux de 50 pb le 17 février dernier à 3,75 %. Nous reviendrons plus bas sur cette décision inattendue.

Du côté des finances publiques, 2015 apparaît également de bon augure avec un déficit qui ne devrait pas dépasser 3,5 % du PIB. En effet, en 2014 le déficit public avait atteint plus de 4,5 % du PIB en raison des effets mixtes de la mise en œuvre de la réforme fiscale annoncée en 2012. Entre autres, cette réforme s'était traduite par une baisse « temporaire » des revenus de -3,3 % par rapport à 2013. En 2015, les revenus ont de nouveau crû (+2,5 %) et le gouvernement a stabilisé les dépenses publiques à leur niveau de 2014 de sorte que le déficit public a été réduit de 1 point de pourcentage de PIB. Bien que la dette publique du Mexique n'ait cessé d'augmenter depuis la crise de 2008, elle reste limitée se situant aujourd'hui à un peu plus de 45 % du PIB.

En revanche, les composantes de la balance des paiements (compte courant et compte financier) suggèrent une certaine prudence

De notre point de vue, le déficit courant et le compte de capital constituent un petit bémol à ce panorama plutôt rassurant pour l'année 2015. En effet, alors que le consensus prévoit un déficit courant de -2 % du PIB pour 2015 soit proche de celui de 2014, nos estimations à partir de données trimestrielles issues de la base de données International Financial Statistics (IFS) du FMI, suggèrent un déficit de plus forte ampleur compris entre 2,5 % et 3 % du PIB (cf. graphique n° 3). La balance commerciale, du fait d'une forte détérioration des échanges pétroliers, s'est fortement dégradée enregistrant un déficit de près de 5 % du PIB sur l'année en moyenne selon nos estimations. Les flux entrants des émigrants (2 % du PIB) ont compensé partiellement cette détérioration mais pourraient ralentir en 2016.

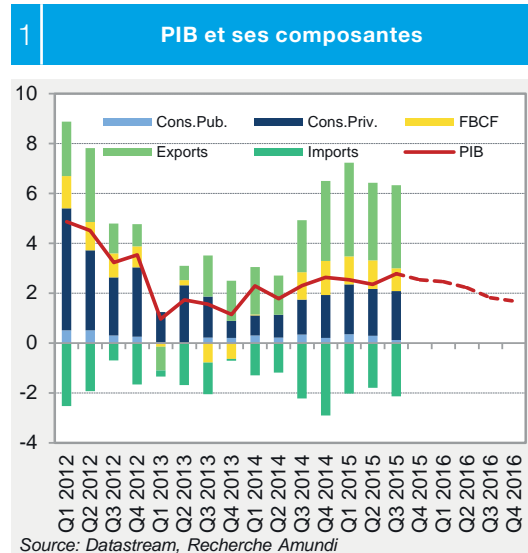
La publication de ces résultats pourrait perturber les marchés et ajouter de nouvelles pressions baissières sur le peso ce qui de toute évidence comme nous le montrons plus bas semble être ce que redoutent les autorités mexicaines. En outre, en moyenne sur l'année 2015, les flux d'investissement directs étrangers (IDE) ont été relativement faibles (2 % du PIB) (cf. graphique n° 4), sans compter qu'au dernier trimestre ont été enregistrées des sorties de flux de portefeuille. Le compte de capital apparaît donc extrêmement vulnérable à un choc de confiance.

L'essentiel

À l'instar de l'ensemble des pays exportateurs de matières premières, le Mexique a fortement été pénalisé par la chute des prix de ces biens.

Toutefois, le dynamisme de l'économie américaine combiné à un *policy-mix* adapté et proactif a permis à l'économie mexicaine de résister avec un taux de croissance en 2015 de 2,5 %. Cependant, il se pourrait que 2016 soit une année encore plus compliquée pour le Mexique. Sans nette amélioration des conditions extérieures et notamment sans rebond des cours des matières premières, nous estimons que la croissance mexicaine ne devrait pas dépasser 2 % en 2016.

“ L'économie mexicaine a bien résisté à la chute des cours des matières premières en 2015 ”



“ Les composantes de la balance des paiements suggèrent toutefois une certaine prudence ”

2016 pourrait être une année critique pour l'économie mexicaine

La croissance mexicaine pourrait être rattrapée par le ralentissement de l'économie américaine.

Les exportations et la consommation des ménages, soutenues par le dynamisme de l'économie américaine, ont été les principaux contributeurs à la croissance mexicaine. Les exportations en volume ont augmenté à un rythme supérieur à celui des importations (10 % en moyenne annuelle contre 6 % pour les importations), de sorte que le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance réelle en 2015. La consommation des ménages représente environ 65 % du PIB mexicain et a crû de près de 3 % en 2015. Cette dynamique de la consommation des ménages s'explique par plusieurs facteurs : i) une nette amélioration du marché du travail avec un taux de chômage très bas (4,3 %) et de fortes créations d'emplois, ii) une hausse des salaires réels en raison d'une légère augmentation des salaires nominaux et d'une inflation contenue, iii) un accroissement (+20 %) des revenus en provenance des émigrants libellés en dollars et qui convertis en pesos représentent des montants substantiels du fait de la dépréciation de la monnaie mexicaine.

Eu égard aux inquiétudes grandissantes sur la croissance américaine, il apparaît approprié de s'interroger sur la résilience de l'économie mexicaine. Les États-Unis représentent 80 % des exportations totales du Mexique et la première terre d'expatriation des Mexicains. Aussi, alors que l'ensemble des acteurs économiques ont revu leur prévision de croissance américaine à la baisse et que certains émettent même l'hypothèse d'une récession, nul doute que l'économie mexicaine sera fortement affectée. En effet, non seulement les exportations mexicaines seront pénalisées par une décélération de l'économie américaine mais les transferts des migrants pourraient être massivement revus à la baisse. La consommation des ménages pourrait alors ralentir et freiner le dynamisme du secteur des services. Par ailleurs, il est difficile dans le contexte actuel (prix du pétrole bas et réductions des dépenses publiques annoncées par les autorités mexicaines) d'envisager un rebond du secteur industriel. En décembre, le secteur minier enregistrait une baisse de 4,8 % en glissement annuel et celui de la construction de -1,4 %.

Les autorités sont d'ores et déjà à pied d'œuvre pour maintenir la confiance des investisseurs internationaux mais pourraient aller trop loin dans leur resserrement monétaire et budgétaire.

Les autorités mexicaines ont surpris les marchés à la mi-février en annonçant une série de mesures monétaires et budgétaires pour renforcer la crédibilité des fondamentaux de l'économie mexicaine et limiter les risques liés à la forte volatilité des marchés. Du côté de la politique budgétaire, l'objectif affiché est de ramener le déficit à 3 % du PIB en 2016. Dans un contexte de prix du pétrole bas, cela revient à couper les dépenses publiques de 0,7 % du PIB par rapport au budget voté en 2015. A priori, ce serait les dépenses d'investissement qui seraient concernées, ce qui devrait donc peser notamment sur le secteur de la construction. Par ailleurs, le Congrès a voté le fait que les excédents des revenus d'exploitation nets pourront être affectés à la réduction de la dette, signal positif pour les marchés. Du côté de la politique monétaire, deux annonces ont été faites : i) hausse supplémentaire de taux directeur (+50 pb), ii) interventions discrétionnaires sur le marché des changes pour stabiliser le peso si besoin.

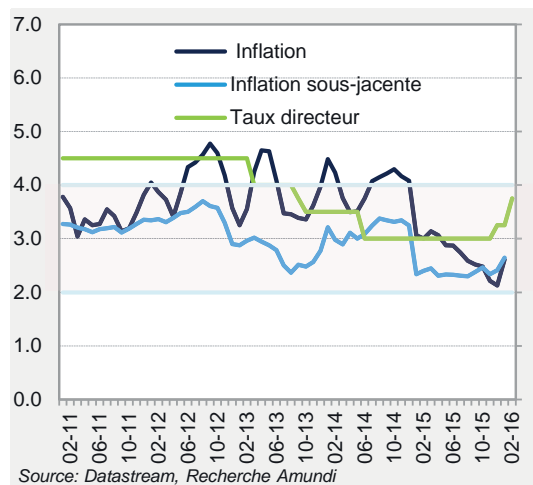
Clairement, ces décisions ont pour objectif de se prémunir d'un amalgame entre les différentes économies émergentes et de nouvelles pressions baissières sur la monnaie mexicaine qui pourrait se traduire par une hausse de l'inflation via les effets *pass-through*. En effet, si on considère l'inflation courante et les anticipations d'inflation, celles-ci demeurent relativement contenues et n'expliquent pas ce changement de cap de la politique monétaire en l'espace de deux semaines. Pour mémoire, un conseil de politique monétaire avait eu lieu le 4 février à l'issue duquel la Banque Centrale avait décidé de maintenir ses taux inchangés. A priori, il s'agit donc d'un mouvement en anticipation d'une



Le ralentissement de l'économie américaine n'augure rien de positif pour la croissance mexicaine



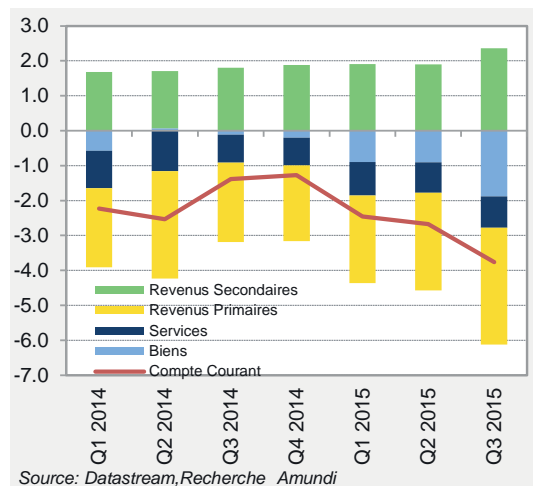
2 Politique Monétaire



Le caractère proactif du *policy-mix* mexicain est a priori de bon aloi à condition cependant qu'il demeure modéré



3 Compte Courant et ses composantes (% du PIB)

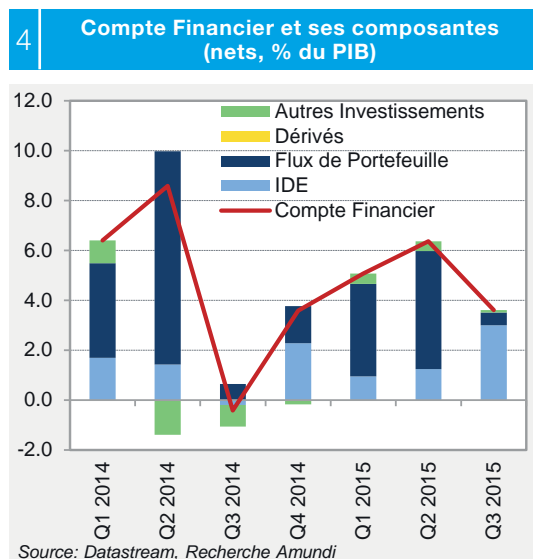


nouvelle hausse des taux américains. Cette décision bien que compréhensible pourrait s'avérer toutefois contre-productive. Il existe de notre point de vue deux risques majeurs. Le premier c'est que les marchés interprètent ces annonces comme un changement de régime de la Banque Centrale d'un ciblage de l'inflation à un ciblage du taux de change. Si tel était le cas, les marchés « priceront » pour chaque baisse du peso une nouvelle hausse de taux qui in fine aurait un impact négatif sur l'économie réelle. Le second risque c'est que cette politique pourrait renforcer le peso, ce qui pèserait sur la compétitivité mexicaine et détériorerait la balance courante. Il faut donc rester vigilant et voir quelles seront les prochaines mesures annoncées par Banxico. Le risque serait un resserrement trop important des taux qui étoufferait la croissance réelle de l'économie. Nous restons cependant relativement confiants et pensons que les autorités mexicaines resteront prudentes.

Conclusion

Au mois de novembre dernier, nous avons prévu une croissance de 2,8 % pour l'économie mexicaine en 2016. Aujourd'hui, face à un environnement économique et financier fortement dégradé, nous avons reconsidéré ce chiffre. En effet, la faiblesse de la demande mondiale — liée principalement au ralentissement des émergents — combinée i) à un moindre dynamisme de l'économie américaine, ii) à un resserrement de la politique monétaire donc à un resserrement des conditions de financement pour les entreprises et les ménages mexicains et iii) à des marges de manœuvre budgétaires limitées, va peser sur la croissance mexicaine. Aussi, d'après nos estimations issues d'une régression linéaire de la croissance mexicaine sur la croissance américaine, sans nette amélioration des conditions extérieures et notamment sans rebond des cours des matières premières, nous nous attendons à une décélération de la croissance mexicaine en 2016 aux alentours de 2 %.

Notre prévision se situe donc dans le bas du consensus qui en moyenne prévoit une croissance de 2,6 % en 2016. Alors que les estimations du FMI (2,6 %) sont en ligne avec celles du consensus, la Banque Mondiale et l'OCDE sont sur des rythmes un peu plus élevés avec respectivement 2,8 % et 3,1 %. L'amplitude des estimations indique à quel point, dans l'environnement actuel, il est difficile d'établir des prévisions. Si notre prévision s'avère correcte, il faut donc s'attendre à ce que les nouvelles en provenance du Mexique soient cette année moins bonnes qu'espéré par les marchés. Dans ce contexte, les pressions baissières sur la monnaie mexicaine pourraient être importantes et compliquer la mise en œuvre du *policy-mix* mexicain.



“ Si notre prévision s'avère correcte, il faut donc s'attendre à ce que les nouvelles en provenance du Mexique soient cette année moins bonnes qu'espéré par les marchés ”



8 Flux d'investissements : de l'abattement à l'espoir ?

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique*

Depuis la fin du *tapering*, les investisseurs se sont généralement détournés des actifs risqués pour privilégier la sécurité. Après un rappel de l'évolution des flux des principales classes d'actifs en 2015, nous ferons un zoom particulier sur les flux à destination des marchés émergents et les mouvements des fonds souverains du Golfe qui concentrent de nombreuses interrogations. Pour 2016, en distinguant les effets du *taper tantrum* — vraisemblablement voués à s'atténuer si la Fed reste mesurée — du ralentissement économique à l'œuvre chez les émergents, les flux devraient demeurer caractérisés par beaucoup de prudence, aussi longtemps que les interrogations autour de la Chine et des prix du pétrole ne se seront pas atténuées.

Un désengagement des classes d'actifs les plus risquées

Au fil de 2015, les marchés sont devenus de plus en plus dubitatifs. En termes de flux, ceci s'est traduit par un désengagement des actifs les plus risqués — comme les actifs émergents, les actions et les emprunts américains à haut rendement — et un **retour sur les placements les plus sûrs** comme les obligations souveraines des pays développés.

Cette quête de sécurité s'est accélérée depuis l'arrivée à sa fin du *tapering* à l'automne 2014 (cf. graphique 1). Ainsi, de début novembre 2014 à fin janvier 2016, les actions américaines ont subi une décollecte nette de 131 Mds de dollars USD, alors que dans le même temps, près de 112 Mds s'investissaient sur les obligations américaines. De la même manière, la collecte en faveur de la catégorie de crédit la plus risquée, le haut rendement, s'est réduite de 23 Mds quand l'*investment grade*, plus sûr, engrangeait 33 Mds. Enfin, les actions et les obligations émergentes, toutes deux considérées comme risquées, ont subi une décollecte respective de -95 Mds et -34 Mds. Au final, dans ce mouvement généralisé de reflux vers la qualité, seules les actions japonaises et européennes — toutes deux portées par des banques centrales très actives — auront fait figure d'exception en parvenant dans le même laps de temps à engranger respectivement 66 et 119 Mds (cf. graphique 3).

Au plan sectoriel, pour les marchés d'actions, ce mouvement de repli par rapport à des marchés émergents frappés de surcapacité s'est traduit par un **recul des flux envers l'industrie, les infrastructures et les matériaux de base mais également les services collectifs** ; les producteurs d'électricité étant indirectement touchés par la baisse des prix de l'énergie. À l'inverse, les opérateurs ont plébiscité des secteurs défensifs comme la santé et les télécom, mais aussi, ce qui est plus surprenant, l'énergie où le profil des majors cotées en bourse a finalement incité à des rachats à bon compte (cf. graphique 3).

Des flux envers les marchés émergents sous forte pression

En 2015, entre les difficultés de la Chine, la chute des cours des matières premières et les perspectives de remontée des taux de la Fed, les flux financiers à destination des marchés émergents se sont effondrés. **Différentes approches**, de la plus large à la plus restrictive, attestent de ce fameux *taper tantrum*.

Selon l'acceptation la plus large tirée de la **balance des paiements**¹, en 2015, pas moins de **736 Mds de dollars USD** se sont retirés des marchés émergents d'après l'*Institute of International Finance* (IIF) contre -111 Mds en 2014 (cf. tableau ci-après). Alors même qu'au plus fort de la crise financière de 2008-2009 ou de la crise asiatique de 1998 ces flux étaient demeurés positifs, il s'agit là de **montants sans précédent** depuis que ces statistiques ont commencé à être publiées en 1978 (cf. graphique 4).

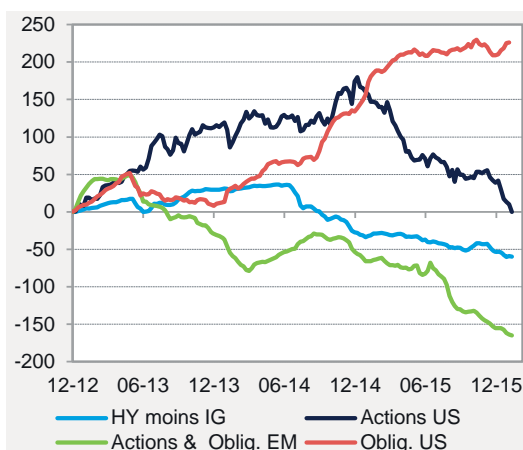
¹ Solde de la balance des capitaux, ajusté des variations de réserves et des erreurs et omissions.

L'essentiel

Depuis la fin du *tapering*, les investisseurs se sont généralement détournés des actifs risqués pour privilégier la sécurité.

Ainsi, de novembre 2014 à janvier 2016, les actions américaines ont subi 131 Mds de dollars de retrait, quand les obligations américaines collectaient près de 112 Mds. De même, le haut rendement s'est contracté de 23 Mds quand l'*investment grade*, plus sûr, engrangeait 33 Mds. Enfin, toutes deux risquées, actions et obligations émergentes, ont subi une décollecte respective de -95 Mds et -34 Mds. Pour 2016, en distinguant les effets du *taper tantrum* — vraisemblablement voués à s'atténuer si la Fed reste mesurée — du ralentissement économique à l'œuvre chez les émergents, les flux devraient demeurer caractérisés par beaucoup de prudence, aussi longtemps que les interrogations autour de la Chine et des prix du pétrole ne se seront pas atténuées.

1 Le désengagement des actifs risqués a bénéficié aux obligations américaines (flux cumulés en Mds de USD)



Source: EPFR, Recherche Amundi

“ En dehors des actions japonaises et européennes, le désengagement des actifs risqués est la règle depuis la fin du *tapering* ”

Flux nets de capitaux envers les marchés émergents

Mds USD	2014	2015	%	Var. en Mds	2016	%	Var. en Mds
Flux entrants des non-résidents	1 087 313	293 326	-73 %	-793 987	528 295	80 %	234 969
Chine	387 122	-107 478	-128 %	-494 600	-521	-100 %	106 957
Autres marchés émergents	700 191	400 804	-43 %	-299 387	528 816	32 %	128 012
Flux sortants des résidents¹	-1 198 848	-1 029 227	-14 %	169 621	-976 220	-5 %	53 007
Chine	-488 000	-568 022	16 %	-80 022	-551 679	-3 %	16 343
Autres marchés émergents	-710 848	-461 205	-35 %	249 643	-424 541	-8 %	36 664
Flux nets de capitaux	-111 535	-735 901	560 %	-624 366	-447 925	-39 %	287 976
Chine	-100 878	-675 500	570 %	-574 622	-552 200	-18 %	123 300
Autres marchés émergents	-10 657	-60 401	467 %	-49 744	104 275	-273 %	164 676

¹ Net de la variable des réserves, erreurs et omissions.

Source: IIF

De même, toujours selon l'IIF, lorsque l'on restreint l'approche de la balance des paiements aux simples **flux nets de portefeuilles** (i.e. hors balance courante et investissements directs...) des marchés émergents, ceux-ci seraient tombés à 41 Mds de dollars en 2015 contre 301 Mds en 2014 soit une **chute de 86 %**.

Enfin, selon la base de données **EPFR**, qui mesure les **entrées et sortie de fonds sur OPCVM**, la décollecte cumulée entre actions et obligations émergentes aurait atteint **99 Mds** de dollars contre 25 Mds l'année précédente. Bien que d'une approche à l'autre la méthodologie (cf. encadré) et donc les résultats diffèrent, le constat est pourtant le même, les flux financiers envers les émergents se sont fortement réduits.

Un tel plongeon est avant tout imputable à la Chine (-676 Mds en 2015 sur un total de -736 Mds, cf. tableau ci-dessus) qui a dû notamment défendre le yuan et faire face au remboursement accéléré des dettes locales libellées en USD suite aux craintes de nouvelles dévaluations. Quoi qu'il en soit, **les autres pays émergents ont également connu une chute des flux de capitaux** (de -11 Mds en 2014 à -60 Mds en 2015) sur fond de détérioration de leurs perspectives de croissances et de leur solvabilité. Si cette chute est particulièrement forte au niveau des flux entrants des non-résidents, tombés de 700 Mds en 2014 à 401 Mds en 2015 (-43 %) à l'inverse, les flux sortants des résidents se sont réduits de 35 % après le pic de 2014 lié à l'éruption de la crise russo-ukrainienne.

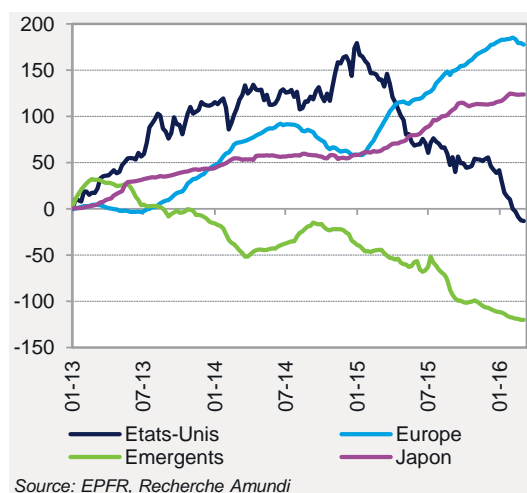
Une pression vendeuse des fonds souverains du Golfe appelée à se poursuivre

La **chute des prix du pétrole** aurait conduit les fonds souverains du Golfe à céder environ **8 % de leurs actifs en 2015**. Gérant près de 2 800 Mds de dollars, ces fonds souverains auraient vendu de **185 Mds à 250 Mds** en 2015 selon différentes estimations de JP Morgan et du FMI, soit de 7 à 9 % de leurs actifs.

Le **seuil d'équilibre budgétaire** de ces pays étant généralement au-dessus de 80 \$ le baril, cette pression vendeuse des fonds souverains ne devrait donc pas se démentir dans les années à venir, même si les cours du pétrole venaient à repartir à la hausse.

Cette pression vendeuse devrait particulièrement peser sur les actions. Selon State Street, le portefeuille des fonds souverains du Golfe est principalement composé d'obligations (43 % du total) et d'actions (38 %); le solde étant constitué d'actifs de diversification (19 %) moins liquide comme la *private equity*, l'immobilier et les infrastructures. Entre la faible liquidité des

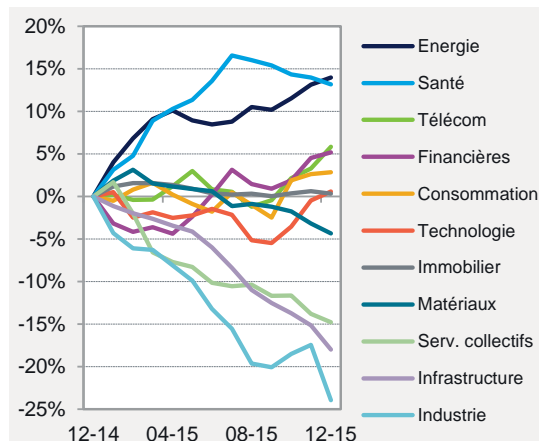
2 Actions: flux cumulés par région en Mds USD du 1/1/2013 to 2/3/2016



Source: EPFR, Recherche Amundi

“ Premiers signes de stabilisation pour les flux émergents. Une accalmie à confirmer ”

3 Actions Monde: Flux cumulés par secteur en % des actifs



Source: EPFR, Recherche Amundi

actifs de diversification et les vertus protectrices des obligations souveraines (*Treasuries, Bunds...*) dont le prix varie généralement en sens inverse des cours du pétrole, il est fort à prévoir que les dégagements continueront de s'exercer en priorité sur le portefeuille d'actions.

Des flux 2016 encore sous la marque de la prudence

Les premières semaines de l'année ont été marquées par un nouvel accès de faiblesse des marchés financiers sur fond de nouveaux plus bas des prix du pétrole et de nouvelle dépréciation de la monnaie chinoise. En retour, ces événements ont prolongé le désengagement des actifs les plus risqués et le repli sur les supports refuges. Ainsi, selon EPFR, du 1^{er} janvier au 24 février 2016, les actions américaines et les actions et obligations émergentes ont subi une décollecte globale de **67 Mds** de dollars. À l'inverse, les *Treasuries* américaines, les Bunds allemands et les supports monétaires ont engrangé un montant quasiment équivalent avec **70 Mds**.

Pour ce qui concerne plus spécifiquement les flux nets de portefeuille des marchés émergents on notera toutefois la note d'espoir de l'*Institute of International Finance*, qui, après sept mois négatifs d'affilée a enregistré un quasi-retour à l'équilibre en février (cf. graphique 5).

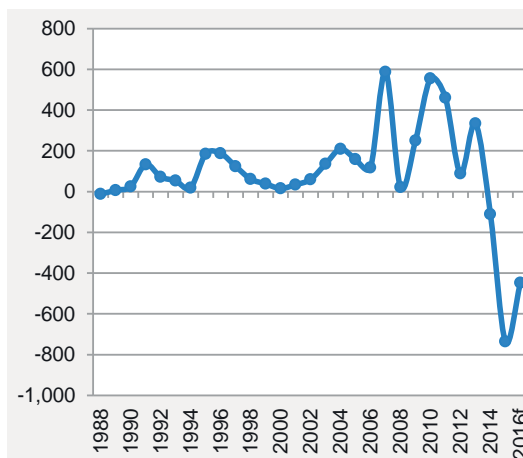
Un point isolé ne fait certes pas une tendance, mais, si cette note d'espoir se confirme, ceci corroborerait les prévisions de l'IIF qui tablait en début d'année sur une réduction des sorties nettes de capitaux des pays émergents de près de 40 % ; celles-ci revenant à -448 Mds en 2016 contre -736 Mds l'année précédente. Au final, pour que cette amélioration se poursuive, trois conditions devront être réunies : une politique de la Fed qui demeure graduelle et ne surprenne donc pas les marchés, un prix du pétrole qui commence à se stabiliser puis légèrement progresser et une Chine qui parvienne à rassurer sur l'assainissement de son économie et sa politique de change. Si les deux premières conditions semblent accessibles, la problématique chinoise devrait continuer de hanter les marchés pendant plusieurs mois. Dans l'intervalle, les performances et les flux sur actifs risqués devraient demeurer volatils enchaînant les phases d'abattement et de rebond.

> Différences méthodologiques entre l'*Institute of International Finance* et EPFR

Les statistiques en matière de flux financiers produites par IIF et EPFR comprennent d'importantes différences en matière de méthodologie. Les deux indicateurs peuvent donc parfois, comme c'est le cas depuis deux ans, fournir des résultats différents.

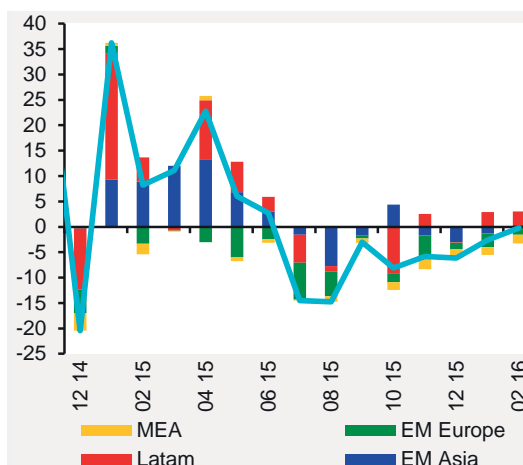
L'indicateur de l'IIF fournit une estimation des flux de portefeuille des non-résidents envers les marchés émergents selon les conventions de la balance des paiements alors que EPFR mesure les flux entrants et sortants de différents types d'OPCVM (actions, dettes, ETF...) et couvre près de 80 % des gestions d'actifs. Ainsi, selon l'IIF un flux de capital correspond à un transfert de propriété d'un actif financier entre un résident et un non-résident d'un pays donné, enregistré par le compte des capitaux de la balance des paiements. En revanche, les flux mesurés par EPFR ne correspondent pas nécessairement à des échanges entre résidents et non-résidents d'un pays donné. Par exemple, si un OPCVM dédié aux actions émergentes, localisé à Paris doit céder des actions du Brésil, la contrepartie ne sera pas nécessairement un résident brésilien. Dans ce cas, la transaction ne sera pas enregistrée par la balance des paiements. De même, si ce fonds perçoit des flux entrants d'un résident du Brésil et achète des actions brésiliennes auprès d'un autre résident brésilien, il n'y aura pas de flux au sens de la balance des paiements.

4 Flux nets de capitaux envers les marchés émergents en Mds de USD



Source : IIF, Recherche Amundi

5 Flux nets de portefeuilles (Actions et Dettes) en Mds USD



Source : IIF, 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

- **La BCE a-t-elle atteint ses limites? Bilan avant le conseil des gouverneurs du 10 mars**
VALENTINE AINOZ, BASTIEN DRUT – *Recherche, Stratégie et Analyse*
- **La Banque du Japon à bout de souffle**
AKIO YOSHINO – *Recherche, Stratégie et Analyse*
- **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*

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 _ultraforma_