

Avril 2016



Allocation d'actifs
**FED, BCE,
Bundesbank**

Stabilité des prix aux États-Unis

**Allemagne : un pari
politique risqué**

**Hedge funds :
stratégies long-short equity**

**Japon : fusions
transfrontalières**

**Le streaming :
une opportunité pour
l'industrie de la musique**

Sommaire

Repères

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

Les banques centrales encore à la manœuvre...
un répit bienvenu


Page 4

Les marchés financiers restent très dépendants des banques centrales. La Fed et la BCE en ont encore fourni de bons exemples. La Fed tempère ses ambitions de resserrement monétaire, et la BCE active tout un arsenal de mesures. Dans le même temps, le prix du pétrole est remonté, les craintes de récession aux États-Unis s'estompent quelque peu, et la Chine rassure du mieux qu'elle peut. L'environnement de marchés s'améliore.

> FOCUS > Macro Hedging Stratégies

Facteurs de risque

Page 8

Contexte macroéconomique

Page 12

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 13

Politiques monétaires

1 Décisions récentes de la BCE :
quelles conséquences pour les marchés obligataires ?

Page 14

La BCE a pris de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire de grande ampleur le 10 mars. Nous tâchons dans ce texte de décrypter quelles conséquences ces mesures auront sur les marchés obligataires.

> FOCUS > Analyse détaillée de la distribution des rendements en zone euro

2 Fed : le grand retour d'une approche en termes
de risk management

Page 18

L'approche de risk management - qui vise à prendre en compte explicitement les risques et l'incertitude - est désormais explicitement privilégiée. Un rebond temporaire de l'inflation n'est pas vu comme une menace après des années d'inflation trop faible.

3 La rentabilité de la Bundesbank face aux politiques
non-conventionnelles de la BCE

Page 20

Les membres de la Bundesbank ont régulièrement critiqué les outils de politique monétaire non conventionnelle mis en place par la BCE depuis la mi-2014. En analysant ses comptes financiers, nous montrons que le programme PSPP pèse lourdement sur la rentabilité de la Bundesbank, ce qui peut en partie expliquer son positionnement sur la politique BCE.

> FOCUS > Le partage des risques lors des programmes d'achats de titres de l'Eurosystème

États-Unis

4 La stabilité des prix est-elle en risque aux États-Unis ?

Page 23

Si les prix du pétrole se stabilisent au niveau actuel, l'inflation va mécaniquement accélérer dans les mois qui viennent et dépasser temporairement la cible de la Fed (2 %). Il est clair que ce type de rebond ne préoccupe pas la banque centrale. En revanche, si les salaires et les autres postes prennent le relais, les enjeux ne seraient plus les mêmes.

> FOCUS > Le marché du travail américain est-il proche du plein-emploi ?

Allemagne

5 Le double pari d'Angela Merkel : trouver une solution unique aux problèmes politiques de l'Allemagne et de l'Europe

Page 27

En décidant d'accueillir subitement les réfugiés en Allemagne, la Chancelière Angela Merkel semble avoir improvisé un pari politique risqué dans la perspective des élections régionales et législatives, alors que l'existence même de l'Europe est menacée. En prenant très tôt à bras-le-corps la crise migratoire, M^{me} Merkel s'est placée au centre de la résolution d'une crise politique (allemande et européenne), qui aurait pu lui être fatale. Même si le plan de gestion de la crise migratoire semble plus abouti que celui sur l'euro, sa mise en œuvre porte en elle des risques, en Allemagne mais aussi en Grèce, pays auquel M^{me} Merkel a lié son destin.

Gestion alternative

6 Hedge funds : quelle valeur dans les stratégies long-short equity ?

Page 30

Plusieurs tendances de fond vont accroître la dispersion de performances et des prix des actions. Même si ces tendances sont dissimulées par une volatilité structurelle accrue sur le court terme, elles augmentent les opportunités à la disposition des gérants de stratégies d'achat/vente sur actions (long/short equity). Les plus à même d'en bénéficier seront les gérants intervenant sur des segments peu investis, avec une faible exposition nette au marché, des convictions solides dans leurs positions, et un processus robuste de construction de portefeuille. Ils seront en mesure de conserver leurs positions malgré la volatilité à court terme et d'exploiter les fluctuations des cours qui en résulteront.

Actions

7 Vues à long et court terme sur les marchés d'actions

Page 33

Les facteurs démographiques fournissent une piste intéressante pour anticiper une amélioration structurelle de la demande vers 2020-2025. À plus court terme, nous pensons que le contre-choc pétrolier et la prudence des banques centrales permettront de prolonger le cycle actuel. Les marchés d'actions pourraient conclure l'année en territoire positif en 2016, mais cette année boursière se caractérisera surtout par une forte rotation de styles.

8 Fusions transfrontalières des entreprises nippones : l'expansion en dernier ressort ?

Page 36

Avec le vieillissement de la population japonaise, on peut s'attendre à un net accroissement des fusions-acquisitions (et surtout des acquisitions) transfrontalières lancées par des entreprises nippones. Celles-ci ont tendance à vouloir rester compétitives dans leur cœur de métier sans trop se diversifier, et poursuivre leur stratégie. C'est d'ailleurs ce qui explique l'échec de certains rapprochements par le passé.

Éclairage sectoriel

9 Le streaming, une vraie opportunité pour l'industrie de la musique

Page 39

Après 20 ans de déclin lié à la migration vers les technologies numériques, l'industrie de la musique semble avoir passé le creux de la vague. Nous pensons même qu'elle est désormais proche d'un rebond grâce à la forte croissance attendue de la consommation de musique en streaming.

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

Les banques centrales encore à la manœuvre... un répit bienvenu

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Le début d'année compliqué (chute des marchés d'actions, forte hausse de la volatilité, élargissement des écarts de crédit, effondrement des valeurs bancaires...) a favorisé la résurgence de craintes majeures (récession mondiale, *hard landing* chinois, dévaluation du yuan...), des craintes que l'on retrouvait « pricées » dans les actions, les taux et les obligations d'entreprises. Depuis, les marchés – et les esprits – se sont calmés. Comme cela est fréquent depuis quelques années, ce sont les banques centrales qui continuent de jouer un rôle majeur dans les périodes d'accalmie comme dans les périodes de stress.

Les banques centrales à la manœuvre, une fois de plus

La BCE a ouvert le bal le 10 mars dernier. Certes, elle avait annoncé il y a quelques mois qu'elle souhaitait reconsidérer sa politique monétaire (il fallait comprendre qu'elle allait prendre de nouvelles mesures d'assouplissement), et elle n'a pas raté son rendez-vous avec des marchés déprimés. Difficile de faire davantage, et difficile de surprendre plus qu'elle ne l'a fait. La baisse des taux, l'extension de son programme d'achats d'actifs (+33 %), l'adoption d'un programme d'achat d'obligations d'entreprises *investment grade*, et une nouvelle série de TLTRO, voilà la réponse de la BCE à la dégradation de l'environnement international. On sait bien que les banques centrales ne peuvent pas régler à elles seules tous les problèmes actuels, mais l'ampleur de la réponse a néanmoins apporté un facteur de soutien.

La BCE a poursuivi la baisse des taux, mais a fort heureusement assorti cette décision de tout un arsenal de mesures. Que cherche-t-elle en réalité ? Des taux négatifs sont censés dissuader les banques de déposer leurs excès de cash auprès de la BCE ; les TLTRO ont pour vocation d'orienter la liquidité vers le crédit à l'économie et assurer une sélectivité-pays ; l'inclusion des obligations corporate dans le programme d'achat d'actifs vise à maintenir les *spreads* à de bas niveaux pour conforter la solvabilité et faciliter le financement sur les marchés de taux... Que peut-elle faire de plus ? À ce stade, la seule chose possible serait de conserver le QE plus longtemps que prévu. M. Draghi a laissé entendre qu'il était peu probable que la BCE aille plus loin dans la baisse des taux, déjà fortement négatifs. Une bonne décision, compte tenu de notre manque d'enthousiasme pour la poursuite de la politique de taux négatifs. Cela limite évidemment le potentiel d'appréciation des titres courts et rend leur risque plus asymétrique qu'avant.

Des mesures aussi larges et aussi variées montrent tout de même que l'environnement est préoccupant, ce que la Fed, par l'intermédiaire de Janet Yellen, a également confirmé.

Selon la banque centrale américaine, l'environnement est moins porteur qu'il ne l'était en décembre dernier, et cela justifie une prudence accrue. Certes, Mme Yellen a confirmé les anticipations de son institution (deux hausses de taux d'ici fin 2016), mais elle a également rappelé qu'elle pourrait avoir recours, si besoin est, à des mesures déjà utilisées depuis la crise financière, en d'autres termes un programme de quantitative easing. Nous indiquons depuis longtemps que, sans marge de manœuvre en termes de taux, la Fed n'aurait pas d'autre solution que de mettre en place un QE4. Propos confirmés, donc, par la Présidente de la Fed la semaine dernière. En parlant de hausse des taux et de QE, Mme Yellen a confirmé cependant qu'elle n'abandonnait pas l'objectif de recréer des marges de manœuvre, mais qu'un QE pouvait être l'instrument de compensation. Est-ce rassurant ou inquiétant ? Quoi qu'il en soit, les hausses de taux ne peuvent qu'être limitées, et ce d'autant plus, que selon elle, le taux naturel (le taux compatible avec une politique monétaire ni expansionniste, ni restrictive) est désormais proche

L'essentiel

Les marchés financiers restent très dépendants des banques centrales, sans aucun doute beaucoup trop tant il est évident que la réponse aux grands problèmes actuels (faiblesse de la croissance et de l'investissement, vigueur de la consommation, gains de productivité...) passe davantage par des réformes structurelles et la réorientation des politiques budgétaires et fiscales.

Cette dépendance aux banques centrales reflète bien l'absence de réelles politiques de croissance, Europe en tête. Leur crédibilité a été entamée, mais la Fed et la BCE font de leur mieux : alors que la première tempère ses ambitions de resserrement monétaire (ce qui nous conforte dans l'idée que la hausse du dollar est limitée), la seconde a activé tout un arsenal de mesures (baisse des taux, TLTRO, extension du QE, achat d'obligations d'entreprises *investment grade*...). Même si ces mesures ne peuvent à elles seules redonner du tonus à la croissance, ce sont des bonnes nouvelles dans le contexte actuel. Dans le même temps, le prix du pétrole a nettement progressé, les craintes de récession aux États-Unis s'estompent quelque peu, et la Chine rassure du mieux qu'elle peut : les indicateurs économiques sont corrects, et le changement de politique de change (gestion de la stabilité du yuan) est jusqu'ici efficace. Il n'est désormais plus question de craintes de dévaluation massive et brutale. L'environnement de marchés s'améliore. Les risques n'ont pas disparu, mais l'horizon s'éclaire, ce qui nous a incités à réduire les positions de protection des portefeuilles et donc à remettre du risque sur des classes d'actifs jusque-là malmenées.

“ La BCE adopte un arsenal de mesures le 10 mars ”

de zéro. Notons que cela contraste singulièrement avec d'autres études de la Fed qui tentaient, depuis la crise financière de nous convaincre que ce taux était encore de 2 %. Il faut voir dans ce commentaire de Mme Yellen l'influence de la baisse concomitante de l'inflation et de la croissance potentielle. Le paradoxe, c'est que la Fed parlait de hausse des taux quand les marchés étaient inquiets sur la croissance, et qu'elle adopte un ton plus « dovish » et fait référence à un QE potentiel quand les craintes de récession s'estompent. Ce n'est pas une erreur de communication, simplement une stratégie, plus plaisante il est vrai dans le contexte actuel, qui voit les anticipations de récession se replier au gré des récents indicateurs économiques.

En tout cas, on perçoit bien la difficulté de communication classique en phase de renversement monétaire, et a fortiori quand la banque centrale est derrière la courbe comme cela est le cas aujourd'hui.

La BoJ est entrée dans une phase de taux d'intérêt ultra-bas, à vrai dire en territoire négatif, et sans doute pour longtemps. En poussant ses taux courts en dessous de zéro, la BoJ a entraîné l'ensemble de la courbe en territoire négatif, et elle est en train de « tuer » ce qui restait de ses fonds monétaires.

Scénario macro et craintes de marchés : quoi de neuf ?

Notre scénario central reste globalement inchangé. On y retrouve les caractéristiques suivantes, des caractéristiques importantes pour justifier notre allocation d'actifs :

- La croissance mondiale devrait être inférieure au consensus, et elle devrait s'établir à 3 % en 2016 et 2017 ;
- L'écart entre pays « émergents » et pays « avancés » se réduit, grâce à une meilleure tenue des seconds ;
- Les pays avancés et plus globalement les pays importateurs de matières premières bénéficient du contre-choc pétrolier actuel ;
- La pression sur les pays producteurs de pétrole n'a pas disparu, en dépit de la récente remontée des cours du brut ;
- L'économie chinoise poursuit sa phase de ralentissement, mais son secteur manufacturier est en récession ;
- Un *hard landing* chinois devrait être évité ;
- Dans les pays avancés, la croissance reste tirée par la demande domestique (plutôt la consommation que l'investissement ou la dépense publique) ;
- Le ralentissement des pays émergents n'est pas sans effet sur les pays avancés ;
- L'économie américaine converge vers son potentiel de croissance (inférieur à 2 %) ;
- L'Europe croît à un rythme similaire à celui de 2015, ni plus, ni moins ;
- L'inflation cœur continue de fléchir en Chine ;
- L'inflation augmente faiblement dans les pays avancés ;
- Le commerce mondial contribue négativement à la croissance mondiale, et les cycles économiques deviennent davantage domestiques. Le risque – pays prend de ce fait davantage d'importance ;
- Aux États-Unis, le découplage entre secteur des services et secteur manufacturier est un élément – clef ; de même que la consommation : bien qu'elle ralentisse en ce moment, elle est encore suffisamment solide pour éviter le pire ;
- Les politiques monétaires restent globalement accommodantes ;
- L'inflation reste sous contrôle : il y a certes des effets de base, notamment aux États-Unis, mais un effet de base, ce n'est pas de l'inflation. On appelle inflation une hausse générale et cumulative des prix, voire toute hausse des prix qui entraînerait une modification des comportements d'épargne de consommation et d'investissement. On en est encore bien loin...
- Les risques déflationnistes n'ont pas disparu, mais ils sont davantage externes (commerce mondial, Chine, prix des matières premières...) qu'internes,



La Fed évoque hausses des taux et QE (si besoin est) le 29 mars



La BoJ est en train de « tuer » les fonds monétaires



Notre scénario central est inchangé



contrairement à l'après crise financière (États-Unis, Europe) ou à l'après crise de la dette (Europe).

Les facteurs de risque sont développés succinctement dans les pages 8 à 11.

Sur les dernières semaines, plusieurs points ont attiré notre attention :

- En premier lieu, le *programme d'achats d'actifs de la BCE, élargi aux obligations d'entreprises*. Certes, la BCE ne va pas acheter de très gros montants (il serait d'ailleurs bien difficile de le faire), mais le fait de retrouver un acteur majeur comme la Banque Centrale Européenne sur ce marché a de quoi favoriser le resserrement des *spreads* de crédit ;
- Ensuite, les *craintes de récession* se sont calmées aux États-Unis, grâce à des indicateurs plus favorables (indices de confiance, rapport sur l'emploi, consommation notamment) ou stabilisés (secteur manufacturier...). Les déclarations de la présidente de la Fed ont également participé à cette accalmie.
- La *Chine*, autre grand sujet de préoccupation, continue son ralentissement « ordonné ». La stabilisation des réserves de change et du yuan apporte un peu de répit.
- La remontée des *prix du pétrole* (plus de 30 % depuis le point bas) a redonné un peu de vigueur à des économies émergentes qui avaient bien besoin de messages positifs comme la hausse du brut, la prudence de la Fed ou la stabilisation de quelques indicateurs en Chine. Certes, les agences de notation continuent de dégrader les pays producteurs de matières premières (Arabie Saoudite, Oman, Bahreïn et Kazakhstan pour ne citer que les plus récents), mais rien de bien nouveau sur ce plan.

Ce qui précède est significatif pour nous car ce sont, ni plus ni moins, tous les prérequis mis en avant lors des précédentes éditions pour conserver notre allocation d'actifs. Certes, ce qui est évoqué ci-dessus est encore insuffisant pour se ruer sur les marchés émergents, les matières premières, les devises sous-évaluées, les actifs délaissés... mais cela nous paraît suffisant pour légitimer notre approche, plutôt constructive sur ces actifs et sous-classes d'actifs. Les titres longs et les titres d'entreprises (et autres papiers à *spreads* comme les pays périphériques) gardent nos faveurs. Le potentiel d'appréciation du dollar s'éteint peu à peu, tandis que nous restons en retrait des valeurs britanniques (change et actions), risque sur le Brexit exige. Les actions européennes restent selon nous les plus attractives, même si certains moteurs de performance se sont éteints, comme par exemple la faiblesse de l'euro et son impact sur les profits. C'est ce que reflètent les tableaux ci-contre.

“ Les craintes de récession refluent ”

“ Allocation d'actifs inchangée, mais augmentation du budget de risque ”

> Macro Hedging Stratégies

	Variation sur 1 mois	0	+	++	+++
Long US Treasuries	↓	□	□		
Long Bunds	↓	□			
Long USD	↓	□			
Long JPY	↓	□			
Long volatilité	↓	□	□		
Long cash USD	↓	□			
Long Or	↓	□	□		

Les récents développements (hausse du prix du pétrole, éloignement des craintes de récession ou de dévaluation du yuan, attitudes des banques centrales, Fed et BCE en tête...) incitent à reprendre du risque dans les portefeuilles, et donc à réduire les stratégies de macro-hedging. Conserver une position longue en volatilité et en obligations américaines (dollar et portage) reste encore raisonnable. Les niveaux atteints sur les taux allemands nous incitent à penser que rester long bunds ne représente plus l'une des meilleures stratégies de macro-hedging.

Le tableau ci-dessus prend en compte un horizon court, entre 1 et 3 mois. Les modifications (colonne 2) reflètent les vues exprimées lors de notre dernier comité d'investissement. Les lignes expriment notre aversion au risque et nos stratégies de macro hedging. Elles sont à mettre en relation avec les tableaux d'allocation d'actifs. Une vue négative en allocation d'actifs n'incitera pas à hedger, mais à ne pas investir. Une vue positive moyen terme mais négative court terme (transitoire) peut nous inciter à protéger le portefeuille sans remettre en question nos vues.

Allocation d'actifs : vues et convictions multi-classes

	Variation sur 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions / Govies	↑					□		
Obligations corporates / Govies	↑						□	
Actions / Obligations corporates	→					□		
Duration	→				□	□		
Corporate bonds	↑					□		
Pétrole	↑					□		
Or	→				□			
Cash EUR	→			□				
Cash USD	→					□		

Le tableau ci-dessus prend en compte un horizon entre 6 et 12 mois. Les modifications (colonne 2) reflètent les vues exprimées lors de notre dernier comité d'investissement. Les lignes expriment notre vue multi-classes d'actifs à horizon 6/12 mois. Les vues, variations de vues et les avis sur les classes d'actifs reflètent la direction attendue (+/-) et les forces de convictions (+/+/+/+); elles sont indépendantes des contraintes et considérations relatives à la construction de portefeuille.

Allocation d'actifs : vues et convictions relatives par grande classe d'actifs

	Variation sur 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions	Actions US	→			□			
	Actions Japonaises	→			□			
	Actions Euro	→				□		
	Actions UK	↓				□		
	Actions Pacifique excl. Japon	→				□		
	Actions Marchés émergents	↑				□		
Obligations gouvernementales	US bonds, court	→		□				
	US bonds, long	→						
	Euro core, court	→		□				
	Euro core, long	→			□			
	Euro périphériques	↑				□	□	
	UK bonds	↓			□			
	Japanese bonds	→			□			
Obligations d'entreprises	IG US	→			□			
	HY US	→			□			
	IG EURO	↑			□			
	Euro HY	↑				□		
	Dettes EMG devises "dures"	↑				□		
	Dettes locale EMG	→			□			
Change	USD	↓			□	□		
	EUR	→			□			
	JPY	→			□			
	GBP	↓		□	□			

Le tableau ci-dessus prend en compte un horizon entre 6 et 12 mois. Les modifications (colonne 2) reflètent les vues exprimées lors de notre dernier comité d'investissement. Les lignes expriment notre vue multi-classes d'actifs à horizon 6/12 mois. Les vues, variations de vues et les avis sur les classes d'actifs reflètent la direction attendue (+/-) et les forces de convictions (+/+/+/+); elles sont indépendantes des contraintes et considérations relatives à la construction de portefeuille.

Type de portefeuille

> Portefeuilles d'actions

- Bêta du portefeuille autour de 1
- Préférer actions zone euro
- Neutre US et Japon
- Marchés émergents: choix pays clivant mais biais de nouveau positif globalement
Au sein des pays émergents:
 - Surpondéré: Inde, Thaïlande, Mexique, Pérou, Europe, Philippines
 - Neutre: Indonésie, Russie
 - Sous-pondéré: Taïwan, Brésil, Grèce, Malaisie, Chine, Afrique du Sud, Pologne
- Conserver le biais short GBP, Long USD / Short JPY, Long JPY/ Short EUR, mais mouvements à venir sans doute limités
- Augmentation des positions longues en devises EMG

> Portefeuilles obligataires

- Surpondération crédit. Préférence secteur pour les financières
- Long duration Euro, court duration en GBP, USD et JPY
- Dettes émergentes:
 - Préférer la dette en devises dures (long USD)
 - Augmenter la poche dette en monnaie locale
 - Jouer des thématiques sur les EMG
- Conserver le biais short GBP, Long USD/Short JPY, Long JPY / Short EUR, mais mouvements à venir sans doute limités
- Augmentation des positions longues en devises EMG

> Portefeuilles diversifiés

- Préférer les actions zone euro, se mettre neutre à sous-pondéré Japon, légèrement positif sur US (pétrole et USD)
- Jouer le thème « value » en zone euro, et le thème « quality » aux US
- Passer graduellement surpondéré actions émergentes
- Long govies US (portage + macro-hedging)
- Obligations d'entreprises: neutre sur HY, légèrement positif sur IG
- Surpondérer les obligations périphériques euro par rapport au cœur... mais « fair value » proches ou atteintes
- Augmentation des positions sur dette émergente
- Conserver le biais short GBP, Long USD / Short JPY, Long JPY / Short EUR, mais mouvements à venir sans doute limités
- Augmentation des positions longues en devises EMG



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 » et les récents propos de Janet Yellen vont dans ce sens). 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, excessive 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 est visible, le poids de la dette enfle, la (faible) compétitivité de l'industrie s'étiolle, les gains de productivité sont en retrait... en clair, 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 avons récemment assisté 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

Facteurs de risque

écart (souvent peu soutenable dans l'histoire) entre le secteur des services (solide) et le secteur manufacturier (plus fragile). La question de fond est de savoir si tout cela va se maintenir. Les indicateurs 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. C'est ce qu'a semblé indiquer implicitement Janet Yellen, tout récemment. 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 – et sa capacité – de 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 continuation des tendances observées en début d'année, 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



Facteurs de risque

des déséquilibres budgétaires, les écarts de compétitivité entre pays, le caractère encore inachevé du mécanisme de soutien aux pays en difficulté, la sous-estimation des interdépendances entre pays membres (même si le dispositif anti-contagion de la BCE a fortement progressé, il n'en est pas de même du côté budgétaire)... bref, de répondre à l'illusion de la convergence. Une nouvelle crise européenne, si elle devait avoir lieu, pourrait être fatale... à moins d'un grand saut vers le fédéralisme. Les concessions accordées au Royaume-Uni tentent d'autres pays de l'Union, qui l'ont signalé haut et fort. 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 lasser – sur le plan politique – de supporter économiquement et financièrement les pays en difficulté.

[RISQUE # 8] Une crise de liquidité

[PROBABILITÉ] **20 %**

ANALYSE Outre les scénarios de risque présentés ci-dessus et qui pourraient inciter à des liquidations de positions et/ou de portefeuilles, il convient de rappeler encore une fois que les contraintes actuelles de liquidité incitent à une prudence supplémentaire : depuis la crise financière de 2008, la baisse des inventaires des banques d'investissement, les contraintes réglementaires qui ont poussé des grands acteurs à acheter beaucoup d'obligations et à les conserver, la réduction des activités de *prop-trading* et *market-making*, la domination des banques centrales via les QE... tout cela a « asséché » les marchés de taux, et fermer une position ou un portefeuille prend désormais davantage de temps (7 fois plus de temps qu'avant la crise financière de 2008 si l'on en croit la Banque d'Angleterre). Même si les *bid-offer spreads* se sont resserrés depuis la crise financière (du fait notamment de la chute des taux d'intérêt), les quantités que l'on peut traiter sont en net repli, ainsi que la rapidité d'exécution, deux critères majeurs reflétant la liquidité... ou l'absence de liquidité.

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 se sont également repliés. 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 le « repricing » important des niveaux attendus de taux longs pourrait se poursuivre, particulièrement aux États-Unis où les anticipations de hausses des taux nous semblent encore excessives, et les prévisions de croissance trop optimistes. En d'autres termes, les courbes de taux pourraient rester plates plus longtemps qu'escompté.

[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 tout 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. Nous n'avons évidemment pas de vue sur l'issue du référendum, les sondages ne permettant nul confort à ce sujet. Le vote final des électeurs actuellement indécis emportera sans doute le morceau, et tout risque bien de dépendre de la force de conviction des leaders du « oui » et des leaders du « non ».

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

AVRIL		
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 et une légère baisse de <i>momentum</i> 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 (au maximum deux) 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. > La crise politique a pris une nouvelle tournure et le processus de destitution de l'actuelle Présidente D. Rousseff fait son chemin. Les marchés sont divisés entre ceux qui pensent à une sortie « heureuse » et ceux qui au contraire y voient de nouvelles complications d'autant que le scandale touche tous les bords politiques. 	<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 déjà disponibles concernant le T1 sont mitigés le climat des affaires s'est détérioré mais la consommation est restée 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 l'environnement international peu porteur, voire par les incertitudes politiques internes. > Dans un contexte d'inflation toujours très basse et de montée des risques, la BCE conservera une politique monétaire très accommodante. 	<ul style="list-style-type: none"> > Contagion des difficultés économiques et/ou financières des émergents > Intensification des pressions déflationnistes > 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. > 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. L'industrie se stabilise après un passage à vide fin 2015 mais 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 (exposition au ralentissement émergent, incertitudes politiques) augmentent. La reprise de l'investissement reste très insuffisante.
- Brésil:** 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 et ce contrairement au consensus qui mise sur une forte récession cette année (-3,5 %) et un retour à des taux de croissance positifs en 2017. Nous estimons que l'inflation sous le poids de la détérioration du marché du travail pourrait diminuer et que les réductions de dépenses publiques être moindres que prévu. Toutefois, à noter que dans la situation actuelle où le pays s'enlise dans la crise politique, toute prévision économique demeure extrêmement fragile.
- Russie:** la croissance est ressortie à -3,7 % en 2015 avec un T4 toujours très faible (-4 %). Bien qu'en moyenne annuelle, la récession est moindre que ce que nous avions anticipé, la tendance observée ne présage pas d'une reprise rapide et ce d'autant que les cours du pétrole sont toujours au plus bas. Nous maintenons donc notre prévision d'une récession marquée en 2016 à -1,8 %.

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
États-Unis	2,4	2,0	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	1,7	1,6	1,7	0,1	0,5	1,4
France	1,2	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	1,8	2,0	0,0	0,8	1,6
Russie	-3,7	-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* deux fois en 2016. L'accélération de l'inflation à venir fournira à la Fed des arguments pour continuer le cycle actuel. Cela dit, toute détérioration du contexte macrofinancier l'amènera à être plus prudente.
- BCE:** les annonces de la BCE du 10 mars ont été conséquentes. Ses prévisions sont déjà pessimistes et il faudrait un choc externe majeur pour qu'elle fasse de nouvelles annonces en 2016.
- BoJ:** dans un contexte économique très médiocre, l'affaiblissement des perspectives d'inflation et l'appréciation du yen, la BoJ pourrait faire de nouvelles annonces d'assouplissement monétaire cette année.
- BoE:** la BoE ne devrait pas remonter ses taux en 2016.

	07/04/2016	Amundi + 6m.	Consensus T3 2016	Amundi + 12m.	Consensus T1 2017
États-Unis	0,50	0,75	0,75	1,00	1,10
Zone euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
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. Nous privilégions les obligations périphériques.
- 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					
	07/04/2016	Amundi + 6m.	Consensus T3 2016	Amundi + 12m.	Consensus T1 2017
États-Unis	0,73	0,80/1,00	1,07	1,00/1,20	1,48
Allemagne	-0,50	-0,40/0,20	-0,45	-0,40/0,20	-0,35
Japon	-0,24	-0,20/0,00	-0,24	-0,20/0,00	-0,25
Royaume-Uni	0,38	0,40/0,60	0,82	0,60/0,80	1,22

Taux 10 ans					
	07/04/2016	Amundi + 6m.	Consensus T3 2016	Amundi + 12m.	Consensus T1 2017
États-Unis	1,74	1,80/2,00	2,07	2,00/2,20	2,42
Allemagne	0,11	0,20/0,40	0,34	0,40/0,60	0,61
Japon	-0,05	0,00/0,20	-0,04	0,00/0,20	0,03
Royaume-Uni	1,38	1,60/1,80	1,83	1,60/1,80	2,10

PRÉVISIONS DE CHANGE

- EUR:** nous nous attendons à une relative stabilité de l'euro sur les mois à venir.
- USD:** l'appréciation du dollar depuis la mi-2014 a été de plus de 20 % en termes effectifs. Il a probablement atteint son pic en janvier. Nous nous attendons à ce qu'il évolue autour des niveaux actuels dans les mois à venir, pris entre le rebond (limité) des prix du pétrole et les velléités de resserrement de *fed funds* du FOMC.
- 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.

	07/04/2016	Amundi + 6m.	Consensus T3 2016	Amundi + 12m.	Consensus T1 2017
EUR/USD	1,14	1,10	1,09	1,10	1,09
USD/JPY	108	110	116	110	118
EUR/GBP	1,41	1,47	1,45	1,47	1,49
EUR/CHF	0,96	1,00	1,01	1,00	1,04
EUR/NOK	8,31	8,36	8,55	8,18	8,52
EUR/SEK	8,16	8,32	8,45	8,27	8,4
USD/CAD	1,31	1,35	1,34	1,35	1,31
AUD/USD	0,76	0,75	0,72	0,75	0,72
NZD/USD	0,68	0,65	0,64	0,65	0,63



1 Décisions récentes de la BCE : quelles conséquences pour les marchés obligataires ?

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

Pour la BCE, la situation devenait de plus en plus compliquée : inflation (totale et sous-jacente) proche du plus bas historique, anticipations d'inflation au plus bas, taux de change effectif de l'euro qui menace de remonter, perspectives de croissance globale en berne. L'institution a d'ailleurs nettement abaissé ses prévisions de croissance et d'inflation pour 2016, respectivement de 1,7 à 1,4 % et de 1 à 0,1 %. La prévision d'inflation pour 2018 n'est que de 1,6 %. Au passage, le nouveau jeu de prévisions est bien plus pessimiste que celui des prévisionnistes professionnels et des autres institutions internationales. Il était donc nécessaire d'agir et de surmonter la déception née du conseil des gouverneurs de décembre 2015 (extension dans le temps du PSPP (*Public Sector Purchase Programme*)) et passage du taux de dépôt à -0,30 %. Le 10 mars, la BCE est allée beaucoup plus loin :

- Baisse des taux : le taux de refinancement et le taux de prêt marginal ont été abaissés de 5 points de base à respectivement 0 % et 0,25 %. Surtout, le taux de dépôt a été abaissé de 10 points de base à -0,40 %.
- Augmentation du rythme des achats de titres mensuels de 60 à 80 Mds €.
- Extension des titres éligibles aux obligations des entreprises non-financières *Investment Grade* dans le cadre du CSPP (ou *Corporate Sector Purchase Programme*).
- Nouvelle série de prêts bancaires de très long terme (TLTRO-2), chacune pour une durée de 4 ans à un taux compris entre -0,40 % et 0 %. Les banques pourront emprunter à ce titre jusqu'à 30 % de l'encours de crédits aux entreprises non financières et aux ménages (hors crédits immobiliers), à la date de janvier 2016.

Ces nouvelles actions témoignent de la « volonté » incontestable de la BCE d'agir et de frapper fort. Mais que devons-nous en penser et surtout quelles seront les implications des décisions de la BCE pour les marchés de taux ?

Baisse des taux d'intérêt : le dernier acte ? La BCE a de nouveau abaissé ses taux directeurs. Les marchés attendaient tout particulièrement la décision portant sur le taux de dépôt, qui a été abaissé à -0,40 %, mais pour lequel les marchés anticipaient une baisse de plus grande ampleur. Durant la conférence de presse, Mario Draghi a clairement signalé que la BCE n'avait pas l'intention de baisser davantage le taux de dépôt (même si cette option n'est pas définitivement écartée, comme l'a rappelé quelques jours plus tard, Peter Praet, le chef économiste de la BCE). La BCE semble avoir changé de cap le 10 mars. Elle semble renoncer à la course à la baisse des taux directeurs et à la politique de dépréciation de l'euro pour se concentrer sur la transmission de la politique monétaire, notamment en ce qui concerne la distribution de crédit. Ce revirement a constitué un signe d'apaisement pour les banques qui s'inquiétaient pour leur rentabilité.

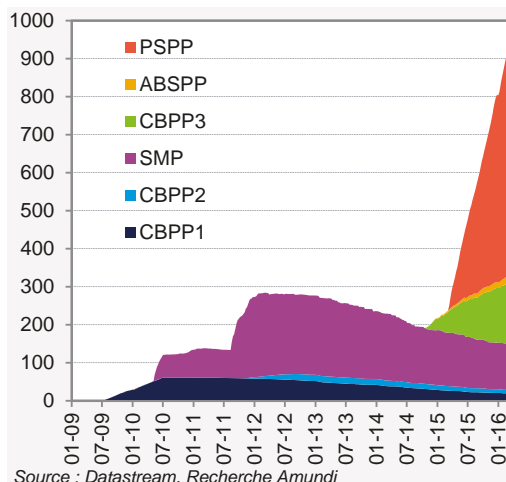
La BCE a surpris les marchés en annonçant un élargissement de son QE aux obligations d'entreprises privées à partir de la fin du T2 2016. La BCE n'achètera que des obligations bien notées émises par des entreprises non-financières domiciliées en zone euro, ce qui représente un marché de 644 Mds €. En s'engageant implicitement à financer ces entreprises, la banque centrale a cherché à limiter les tensions observées ces dernières semaines sur le marché du crédit en euro. Très ironiquement, la montée de la volatilité avait résulté en partie du rendement trop bas atteint par la catégorie des titres IG euro, conséquence directe du QE et d'un taux 10 ans allemand approchant les 0,20 %. Les investisseurs ont en effet été réticents à se positionner sur la partie longue de la courbe et sur le haut rendement car le rendement était insuffisant. Nous avons à ce stade très peu d'informations sur les modalités pratiques du CSPP :

L'essentiel

La BCE a pris de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire de grande ampleur le 10 mars. Nous tâchons dans ce texte de décrypter quelles conséquences ces mesures auront sur les marchés obligataires.

La BCE semble renoncer à la course à la baisse des taux directeurs et à la politique de dépréciation de l'euro pour se concentrer sur la transmission de la politique monétaire, notamment en ce qui concerne la distribution de crédit. Nous estimons que le montant des achats d'obligations d'entreprises par l'Eurosystème sera compris entre 3 et 4 Mds € par mois et nous pensons qu'il sera difficile pour l'Eurosystème d'acheter les obligations d'entreprises exactement au prorata des indices de crédit. En retenant cette hypothèse, nos projections d'achats de titres indiquent que la pression sur les taux européens mais également sur les *spreads* souverains restera forte tant que la BCE ne communiquera pas sur une fin hypothétique du PSPP. Par ailleurs, il est clair que le thème de la faisabilité du PSPP en ce qui concerne le segment souverain allemand referra surface. Les investisseurs du marché corporate euro seront les vrais bénéficiaires des récentes mesures de la banque centrale mais il faut garder à l'esprit que les rendements trop bas sur les marchés obligataires euro pourraient poser un vrai problème à moyen terme pour les investisseurs et générer une forte volatilité en cas de stress, en particulier sur les émetteurs qui ne sont pas protégés par le programme de la BCE.

1 Les programmes d'achats de la BCE (Mds €)



• Selon nos estimations, les achats mensuels de l'Eurosystème avoisineraient 3 à 4 Mds € par mois. Nous avons constaté que les achats mensuels de la BCE représentent 0,6 % de la taille totale de marché, qu'il s'agisse du programme d'achats de titres souverains (PSPP) ou du troisième programme d'achats de covered bonds (CBPP3). En utilisant ce même ratio pour les obligations d'entreprises non-financières domiciliées en zone euro, les montants d'achats mensuels opérés dans le cadre du CSPP s'élèveraient à environ 4 Mds €. Méthode alternative: la faible liquidité disponible sur le marché secondaire des obligations d'entreprises conduira l'Eurosystème à se positionner davantage sur le marché primaire. Nous supposons que 1) les entreprises concernées par le programme de la BCE émettent 120 Mds € par an et que 2) les achats de la BCE ne dépassent pas 33 % par émission afin de ne pas assécher le marché. Ces hypothèses nous permettent de conclure que les achats d'obligations d'entreprises dépasseraient les 3 Mds € par mois.

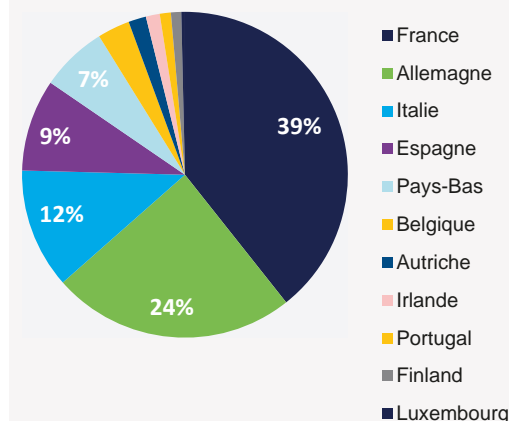
Les achats devraient être majoritairement effectués au niveau des banques centrales nationales. Dans le cadre des programmes CBPP, SMP et PSPP, plus de 90 % des achats sont ou ont été effectués par les banques centrales nationales. Les montants d'achats qui seront effectués par les banques centrales nationales dans le cadre du CSPP dépendront du poids de chacune au capital de la BCE. Toutefois, cela ne donne aucune indication quant à la nationalité des obligations d'entreprises qui seront achetées. Le 18 mars, Peter Praet a souligné que les achats d'obligations d'entreprises seraient « proches de l'indice » afin d'éviter les distorsions de prix or la répartition par nationalité des émetteurs diffère fortement du poids des banques centrales nationales au capital de la BCE (cf. graphiques 2 et 3 ci-contre).

Comment le programme d'achats de titres souverains (PSPP) va-t-il évoluer une fois que le CSPP aura débuté? En retenant l'hypothèse que l'Eurosystème achètera 4 Mds € d'obligations d'entreprise chaque mois, le rythme d'achats mensuels de titres souverains augmenterait de 16 Mds € et passerait de 50 à 66 Mds € par mois. Après le début du CSPP, les achats mensuels de l'Eurosystème pourraient ressembler à :

(Mds€)	Moyenne des achats mensuels de l'Eurosystème 03/2015 - 02/2016	Possible nouvelle structure des achats mensuels de l'Eurosystème
Allemagne	11,7	15,8
France	9,3	12,6
Italie	8,0	10,8
Espagne	5,8	7,8
Pays-Bas	2,6	3,5
Belgique	1,6	2,2
Autriche	1,3	1,7
Portugal	1,1	1,5
Finlande	0,8	1,1
Irlande	0,8	1,0
Slovaquie	0,5	0,6
Slovénie	0,2	0,3
Luxembourg	0,1	0,2
Lettonie	0,1	0,1
Lituanie	0,1	0,1
Malte	0,0	0,0
Chypre	0,0	0,0
Estonie	0,0	0,0
Supra	6,0	6,6
PSPP	50,1	66,1
PSPP hors supra	44,1	59,5
CBPP3	-9,0	9,0
ABSPP	1,3	1,3
CSPP	/	4,0

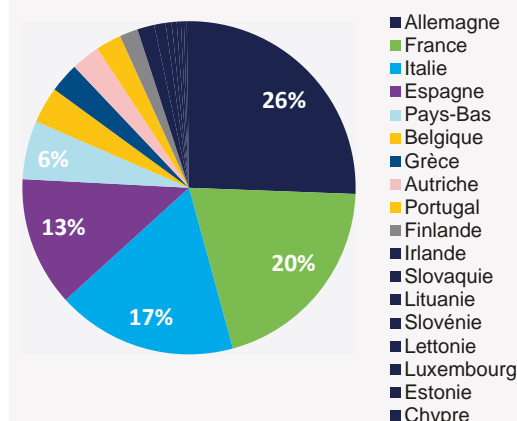
N.B. : nous prenons ici en compte le fait que la proportion de titres achetés dans le cadre du PSPP et portant sur des institutions supranationales passe de 12 à 10 %.

2 Décomposition par pays de l'indice euro des sociétés non-fin domiciliées en zone euro



Source: Bloomberg, Recherche Amundi

3 Poids des banques centrales nationales au capital de la BCE



Source: Bloomberg, Recherche Amundi



Il est clair que le thème de la faisabilité du PSPP en ce qui concerne le segment souverain allemand fera surface et que la pression sur les taux européens mais également sur les *spreads* souverains restera forte tant que la BCE ne communiquera pas sur une fin hypothétique du PSPP



Dans ces conditions, le rythme d'achats mensuels de titres souverains allemands passerait donc à près de 16 Mds, soit environ 190 Mds par an alors que les émissions nettes de titres de l'administration centrale allemande prévues pour 2016 sont de zéro ou presque. Selon nos estimations, les contraintes pesant sur le PSPP (maturité comprise entre 2 et 31 ans, rendement à maturité supérieur au taux de dépôt, limite de 33 % pour chaque souche et chaque émetteur) rendraient le PSPP impossible pour l'Allemagne aux alentours de la mi-2017. Si ces estimations sont très approximatives car très sensibles à l'évolution de la courbe des taux, **il est clair que le thème de la faisabilité du PSPP en ce qui concerne le segment souverain allemand fera surface et que la pression sur les taux européens mais également sur les spreads souverains restera forte tant que la BCE ne communiquera pas sur une fin hypothétique du PSPP** (équivalent des déclarations sur le *tapering* du QE de la Fed réalisées par Ben Bernanke en mai 2013). Une extension du QE de la BCE au-delà de sa date de fin théorique (mars 2017) poserait à coup sûr la question de la nature des achats de titres.

Nous sommes sceptiques quant à l'impact de l'extension du QE aux obligations d'entreprise sur la croissance. Les émetteurs IG jouissent déjà de conditions de financement exceptionnelles : les taux d'intérêt atteignent des plus bas historiques. En outre, cette mesure va très probablement exacerber la différence en termes d'accès au financement entre sociétés ciblées par le CSPP et les autres.

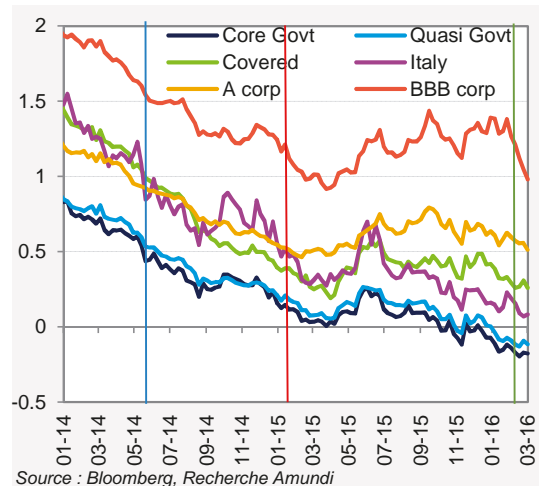
Les investisseurs présents sur le marché des obligations d'entreprise en euro seront les vrais bénéficiaires des dernières mesures de la banque centrale. Jusqu'à présent, l'inclusion de ce segment de marché au QE de la BCE a induit une vraie différence en termes de performance (et de volatilité). Comme le montrent les graphiques 4 et 5, depuis que Mario Draghi a pré-annoncé l'augmentation du bilan de la BCE en juin 2014 (barre verticale bleue), et plus particulièrement depuis l'annonce officielle du QE en janvier 2015 (barre rouge), les principaux bénéficiaires des mesures de la BCE (jusqu'à sa dernière réunion en mars dernier) ont été les classes d'actifs directement concernées par le programme d'achat. Les graphiques se focalisent sur le segment des titres d'échéance de 1 à 5 ans de la zone euro et montrent à quel point les emprunts d'État *core*, les obligations quasi-gouvernementales, les obligations sécurisées et les obligations souveraines des pays périphériques (les seuls segments jusqu'ici visés par les achats de titres de la BCE) ont surperformé les obligations d'entreprise IG (notées A et BBB) et les obligations d'entreprise HY.

Le rendement à l'échéance moyen des emprunts d'État *core*, les obligations quasi-gouvernementales, les obligations sécurisées a chuté de 60 à 70 pb depuis juin 2014. Parallèlement, dans les classes d'actifs concernées par le QE, ce sont les obligations souveraines des pays périphériques qui ont le plus surperformé : les BTP italiens d'échéance 1 à 5 ans offrent désormais un rendement à l'échéance proche de zéro, alors que ce dernier était de 100 pb en juin 2014.

Sur la même période et après une phase initiale marquée par une corrélation élevée, les obligations d'entreprise notées A et BBB ont davantage souffert que les autres segments précités des effets négatifs dus aux facteurs de risque extérieurs. Comme ces titres n'étaient pas inclus directement dans le programme d'achat de la BCE, leur volatilité a augmenté et ils sont devenus vulnérables à la montée de l'aversion au risque en raison de la baisse des prix du pétrole et des craintes de ralentissement des marchés émergents. Pour certaines catégories de titres, le retour du risque idiosyncrasique a clairement aggravé l'incidence ces facteurs extérieurs. Les obligations spéculatives notées BB et B ont été en première ligne, malgré une exposition bien plus faible au secteur énergétique que les titres américains. Par conséquent, à l'heure où nous écrivons, les obligations d'entreprise notées BB en euro offrent un rendement supérieur de quasiment 1 point de pourcentage à celui de juin 2014.

Après le conseil des gouverneurs du 10 mars, les obligations d'entreprise vont probablement devenir les titres les plus performants sur le segment 1-5 ans. Depuis la toute dernière réunion de la BCE (barre verte), les obligations

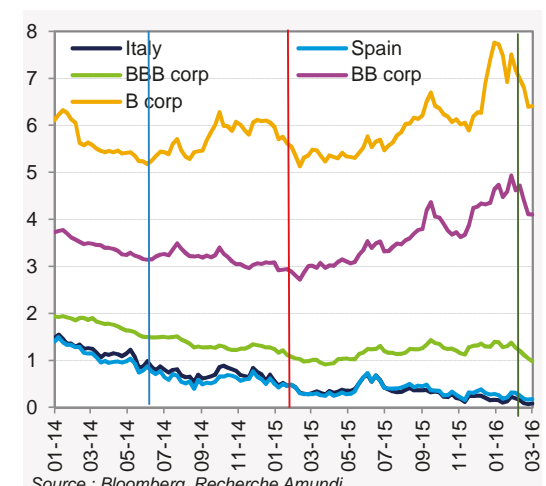
4 Effet du "QE1" sur les obligations IG € : rdt à maturité du segment 1 - 5 ans



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

“ Les investisseurs présents sur le marché des obligations d'entreprise en euro seront les vrais bénéficiaires des dernières mesures de la banque centrale ”

5 Effet du « QE1 » sur les obligations zone euro : rdt à maturité du segment 1 – 5 ans



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

d'entreprise ont nettement surperformé et leur rendement devrait encore baisser. Comme l'indique le graphique, les titres notés BBB ont eu tendance à surperformer la plupart des obligations d'entreprise IG, alors que les titres HY, bien qu'ils ne fassent pas partie du programme d'achat, ont rapidement ressenti la force de gravité de la politique de la BCE. L'évolution récente du secteur financier confirme que les produits de *spread* sont les grands gagnants des dernières annonces, du moins à court terme. En effet, les opérations de refinancement à très long terme (TLTRO2) ont réduit le risque systémique dans le système financier, elles vont freiner l'offre de titres des banques et soutiendront pendant encore longtemps ces dernières via des financements moins onéreux et plus stables. En ne réduisant que de 10 pb le taux sur les dépôts, la BCE a clairement réduit — aux yeux du marché — les risques pesant sur la rentabilité des banques, mais les opérations TLTRO2 semblent plus favorables aux détenteurs d'obligations car elles n'améliorent que partiellement les perspectives de résultats des établissements bancaires.

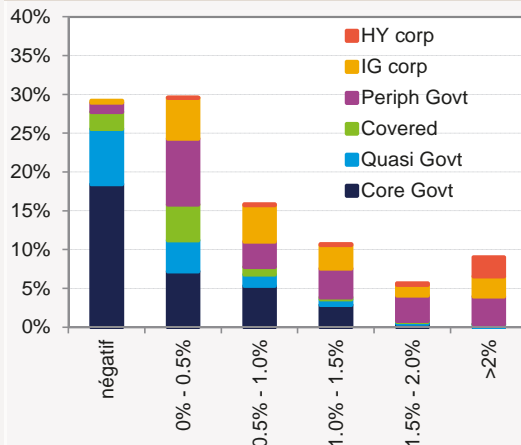
La politique monétaire a des avantages mais elle n'est pas suffisante! Mario Draghi a déclaré, assez légitimement, que sans le QE de la BCE, la zone euro serait tombée dans la déflation. Il faut aussi reconnaître que les mesures non conventionnelles de politique monétaire sont responsables de la défragmentation financière de ces 18 derniers mois. Mais la politique monétaire ne peut pas résoudre tous les problèmes. Il devient de plus en plus évident que sans le levier de la politique budgétaire, la bataille de la BCE est une cause perdue.

> Analyse détaillée de la distribution des rendements en zone euro

En seulement deux mois, la BoJ a adopté une politique de taux d'intérêt négatifs et les dernières mesures de la BCE ont entraîné une redistribution des rendements sur les marchés obligataires en euro.

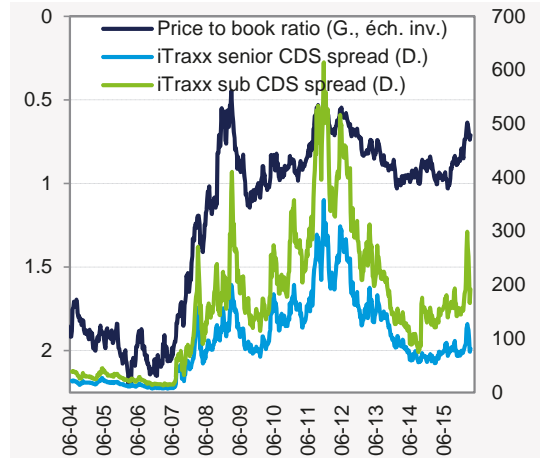
En fait, depuis la fin janvier :
1) la proportion de dette avec un rendement négatif a atteint quasiment 30 % de la totalité du marché obligataire en euro, contre 22 % précédemment ;
2) la part de la dette dont le rendement est nul ou proche de zéro a aussi augmenté, de 25 % à 30 %, sous l'influence des titres souverains de la périphérie et des obligations d'entreprise IG, 3) à l'autre extrémité, la part des titres offrant un rendement supérieur à 2 % a chuté pour la toute première fois en-deçà de 10 % (9 % pour être précis). Les dernières mesures de la BCE devraient entraîner un mouvement vers la gauche, en particulier pour les barres orange et violette.

Distribution de rendement pour le marché obligataire de la zone euro



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

6 Décomposition par pays de l'indice euro des sociétés non-fin domiciliées en zone euro



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



La politique monétaire a des avantages mais elle n'est pas suffisante !



2 Fed : le grand retour d'une approche en termes de « risk management »

DIIDER BOROWSKI, Recherche Stratégie et Analyse

Dans un contexte où l'inflation tend à se redresser, le discours prononcé le 29 mars par Janet Yellen devant le Club économique de New York était très attendu. Le titre de sa communication — « *Perspectives, incertitude et politique monétaire* » — avait en effet de quoi retenir l'attention. Ses propos accommodants ne constituent pas une surprise : J. Yellen délivre le même message que lors du FOMC du 16 mars dernier. En revanche, la « fonction de réaction » de la Fed se dessine un peu plus clairement. Comment la Fed évalue-t-elle les risques ? Comment réagirait-elle si ces derniers se concrétisaient ? Comment l'incertitude sur les perspectives pèse-t-elle sur ses décisions actuelles ? Autant de questions qui n'avaient pas reçu de réponse précise depuis décembre dernier et sur lesquelles les propos de Janet Yellen nous éclairent.

J. Yellen remet au goût du jour une approche en termes de « risk management ». Cette approche — popularisée en son temps par Alan Greenspan — consiste, *dans certains cas*, à prendre davantage en considération les risques (afin de s'en prémunir) que les fondamentaux. Ainsi certains risques — au premier rang desquels ceux perçus comme potentiellement systémiques — peuvent infléchir la politique monétaire indépendamment des fondamentaux usuels (croissance, emploi, inflation). Les règles usuelles de politique monétaire (comme la règle de Taylor) passent alors au second plan.

Aujourd'hui, avec des taux qui sont proches de zéro, il y a une asymétrie qui est dommageable à la crédibilité de la Fed¹. En effet, si la conjoncture s'améliore fortement, la Fed peut toujours remonter ses taux pour ancrer les anticipations d'inflation ; en revanche, si les perspectives se détériorent, les marges de manœuvre en termes de baisse de taux sont évidemment très limitées. Si « l'argument d'asymétrie » semble valable, Janet Yellen en relativise la portée. Car la Fed peut toujours, si besoin, assouplir les conditions monétaires en faisant baisser les taux d'intérêt à long terme. Janet Yellen précise que, pour ce faire, la Fed peut modifier son bilan de deux façons :

1. elle peut en augmenter la taille en reprenant les achats de titres du Trésor et de MBS (mortgage backed securities) d'agences financés par création monétaire (i.e. opter pour un QE4),
2. elle peut en augmenter la seule duration en vendant les titres de maturité courte pour en acquérir de maturité plus longue pour un même montant (i.e. remettre en place une opération Twist)².

Il y a un an, l'argument d'asymétrie permettait d'expliquer l'absence de remontée des taux de la Fed. Cette approche est aujourd'hui mise en avant par J. Yellen pour justifier une approche prudente et graduelle, plus graduelle que ne le dicterait une fonction de réaction basée sur les seuls fondamentaux. **La force du dollar et les risques d'affaiblissement de la croissance mondiale sont explicitement mentionnés.**

Comment mesurer finalement l'intensité des risques ? L'évolution du dollar, du pétrole, les données économiques et plus généralement les marchés financiers donnent des indications. Mais ce sont les indices de « stress financier » qui nous semblent finalement le mieux capturer la perception des risques par les acteurs de marché. Quand ces indices dépassent un certain seuil, c'est la probabilité d'un accident systémique qui augmente brutalement. **En février, l'indice de stress financier construit par la Fed de Cleveland a sonné l'alarme en atteignant**

¹ Janet Yellen fait référence à une approche formalisée dans un papier réalisé il y a un an par des membres de la Fed de Chicago (« *Risk management for monetary policy near the zero Lower bound* », Evans, Fisher, Gourio and Krane, BPEA Conference draft, mars 2015).

² En évitant de mentionner la possibilité de mettre les taux en territoire négatif, J. Yellen révèle implicitement que cette option est (actuellement) écartée par la Fed.

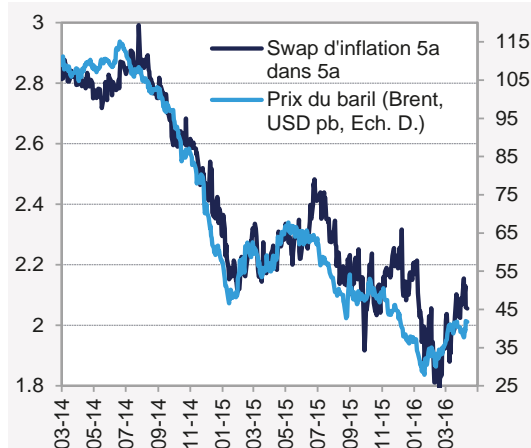
L'essentiel

Le discours prononcé le 29 mars par Janet Yellen devant le Club économique de New York était très attendu. J. Yellen a délivré le même message que lors du FOMC du 16 mars dernier. En revanche, la « fonction de réaction » de la Fed se dessine un peu plus clairement.

Comment la Fed évalue-t-elle les risques ? Comment réagirait-elle si ces derniers se concrétisaient ? Comment l'incertitude sur les perspectives pèse-t-elle sur ses décisions actuelles ? Autant de questions qui n'avaient pas reçu de réponse précise depuis décembre dernier et sur lesquelles les propos de Janet Yellen nous éclairent. Une approche en termes de *risk management* - qui vise à prendre en compte explicitement les risques et l'incertitude - est désormais explicitement privilégiée. Un rebond temporaire de l'inflation n'est pas vu comme une menace après des années d'inflation trop faible.

“ Au voisinage de taux zéro les risques sont perçus comme asymétriques ”

1 États-Unis : anticipations d'inflation vs prix du pétrole



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

des niveaux qui n'ont été observés qu'à trois reprises au cours des 25 dernières années : en 1998 avec la faillite du fonds LTCM (post défaut russe), en 2007-08 puis en 2011 avec la contagion de la crise grecque. Parmi ces trois épisodes, on dénombre certes deux fausses alertes (1998 et 2011). Mais on note que dans tous les cas, la politique de la Fed s'est infléchi, ce qui a contribué à apaiser le stress ; en particulier, la Fed a baissé ses taux en 1998 et mis en place l'opération Twist en 2011 (opération prolongée en 2012). Aujourd'hui, le niveau élevé de l'indice de Cleveland retient sans doute l'attention de la Fed.

On peut soutenir que la Fed a, d'une certaine façon, déjà infléchi sa politique monétaire le 16 mars en revoyant à la baisse ses propres perspectives de hausses de taux directeurs. Janet Yellen vient de confirmer cette inflexion le 29 mars en précisant davantage les raisons du gradualisme. Ni le dollar (en baisse), ni la bourse (en hausse) ne s'y sont d'ailleurs trompés.

En définitive, cela signifie qu'il faudrait bien davantage qu'une simple accélération de l'inflation pour que la Fed change son fusil d'épaule et accélère le calendrier des hausses de taux. On peut avancer au moins trois raisons à cela :

1. La plupart des études montrent que le « taux d'intérêt naturel »³ a chuté et se trouve désormais proche de zéro. Même si l'inflation sous-jacente évolue aux alentours de 2 % dans les mois qui viennent, cela signifie que la Fed a moins besoin de remonter ses taux que par le passé pour enlever l'excès d'accommodation monétaire ;

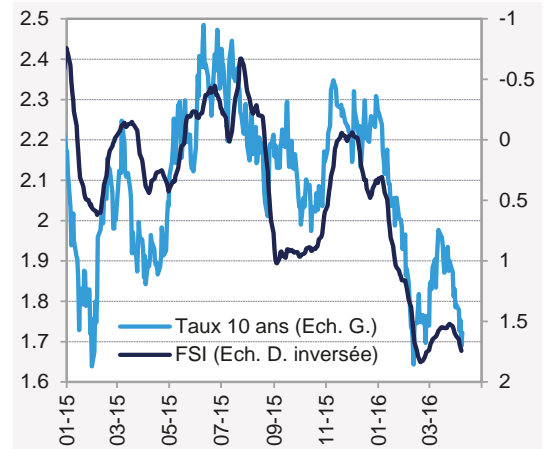
2. aux facteurs de risque mentionnés ci-dessus vient s'ajouter l'incertitude quant au Brexit. Si elle est votée lors du référendum du 23 juin, la sortie du Royaume-Uni de l'UE risque de provoquer de graves tensions politiques et financières dans toute l'Europe, de peser sur les perspectives de croissance et sur les bourses et de rétroagir sur les États-Unis. Le principe de *risk management* rend donc très improbable une hausse de taux lors du FOMC du 15 juin (8 jours avant le référendum) ;

3. l'inflation anticipée, telle que mesurée par les variables de marché, demeure excessivement faible et menace de peser à terme sur l'inflation observée : cet argument est explicitement mis en avant par J. Yellen ;

4. la mesure privilégiée par la Fed pour jauger les pressions inflationnistes sous-jacentes (le déflateur de la consommation hors alimentation et énergie) est restée inférieure à la cible de la Fed (2 %) quasiment sans interruption depuis le début du cycle d'expansion actuel, il y a sept ans. Dans ces conditions, la Fed pourrait fort bien faire valoir qu'il convient que l'inflation reste au-dessus de sa cible pendant une période de temps limitée, sans pour autant mettre en péril l'ancrage des anticipations d'inflation. Ce type d'argument, absent du discours de Yellen, a cependant pu être mis en avant dans le passé par la Fed.

Nous maintenons, pour finir, notre scénario : nous n'attendons pas plus de deux hausses de taux cette année. En l'absence d'accélération notable de l'inflation d'ici l'été, la Fed laisserait probablement passer les élections présidentielles de novembre et attendrait le mois de décembre avant de remonter ses taux.

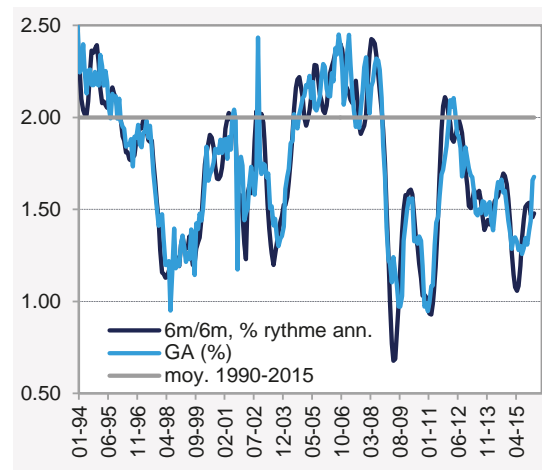
2 Taux 10 ans vs indice de stress financier (FSI) de la Fed de Cleveland



Source : Datastream, Recherche Amundi

“ D'une certaine façon la Fed a déjà infléchi sa politique monétaire en communiquant de la sorte ”

3 Déflateur de la consommation des ménages hors alimentation et énergie (core PCE)



Source : Datastream, Recherche Amundi

³ Le taux d'intérêt réel neutre est défini par Janet Yellen dans son speech comme « le niveau réel des fed funds qui n'est ni expansionniste, ni récessif quand l'économie tourne près de son potentiel ».

3 La rentabilité de la Bundesbank face aux politiques non-conventionnelles de la BCE

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

Depuis la mi-2014, l'Eurosystème (qui regroupe la Banque Centrale Européenne et les banques centrales nationales) a mis en place des outils de politique monétaire non-conventionnelle inédits (plan d'achats d'actifs massif, taux d'intérêt négatif, prêts de très longue durée aux banques). Ces décisions d'une ampleur sans précédent amènent à s'interroger sur les coûts et bénéfices directs qu'elles occasionnent pour les banques centrales de la zone euro. Les critiques récurrentes des membres de la Bundesbank face aux politiques non-conventionnelles de la BCE nous ont conduits à nous pencher sur les rapports annuels de la banque centrale allemande et en particulier sur sa rentabilité.

Les profits de la Bundesbank en baisse tendancielle

Le graphique n° 1 représente l'évolution du profit annuel des quatre banques centrales nationales les plus importantes de la zone euro. Nous pouvons constater qu'elles ont toutes obtenu un résultat positif sur les dix dernières années. Cela dit, les montants en question ne sont pas très élevés : pour l'année 2014, le résultat net agrégé des quatre plus grandes banques centrales nationales (Bundesbank, Banque de France, Banque d'Italie et Banque d'Espagne) ne s'est élevé qu'à 10,5 Mds € (nous n'avons les chiffres de 2015 que pour la Bundesbank). De plus, il convient de mesurer les profits des banques centrales par rapport à la taille de leur bilan, qui ont fortement augmenté ces dernières années avec la mise en place des différents programmes d'achats d'actifs et les prêts de longue durée aux banques (LTRO puis TLTRO). Le bilan de la Bundesbank s'élevait à 1 012 Mds € en fin d'année 2015 et son bénéfice pour l'année (3,2 Mds €) ne représentait donc que 0,3 % des actifs totaux.

L'essentiel

Depuis la mi-2014, l'Eurosystème (qui regroupe la Banque Centrale Européenne et les banques centrales nationales) a mis en place des outils de politique monétaire non conventionnelle inédits (plan d'achats d'actifs massif, taux d'intérêt négatif, prêts de très longue durée aux banques) que les membres de la Bundesbank ont régulièrement critiqué.

La rentabilité de la Bundesbank s'est érodée au fil des années et est désormais grevée par le programme PSPP. En revanche, la baisse du taux de dépôt contribuera de plus en plus positivement au compte de résultat. Même si la Bundesbank, tout comme les autres banques centrales nationales de l'Eurosystème, n'établit pas sa politique avec un objectif de rentabilité, nous pouvons imaginer que l'analyse de l'impact des principales mesures non-conventionnelles sur son compte de résultat ait pu influencer ses grandes orientations.

Compte de résultat pour la Bundesbank en 2015

Revenus d'intérêt nets	2299	
	Revenus d'intérêt	3260
	<i>Revenus d'intérêt en devises étrangères</i>	354
	<i>Revenus relatifs aux MRO/LTRO</i>	40
	<i>Taux de dépôt négatifs</i>	248
	<i>TARGET 2</i>	279
	<i>Portefeuille SMP</i>	1684
	<i>Portefeuille CBPP1 et CBPP2</i>	255
	<i>Portefeuille CBPP3</i>	50
	<i>Portefeuille PSPP</i>	-11
	<i>Autres</i>	360
	Charges d'intérêt	962
Résultat net des opérations financières, amortissements et provisions pour risques	1654	
Autres revenus	675	
Revenus nets totaux	4627	
Charges de personnel	722	
Autres coûts	715	
Charges nettes totales	1437	
Bénéfices pour l'année	3189	

Comme pour les banques, la majorité des profits de banques centrales provient de la marge nette d'intérêt, c'est-à-dire de la différence entre revenus d'intérêt et dépenses d'intérêt. Sur le graphique n° 2, nous avons représenté la marge nette d'intérêt en % des actifs. Pour la Bundesbank, lors de la dernière

décennie, le revenu net d'intérêt n'a jamais été aussi faible et converge vers zéro, ce qui est beaucoup moins marqué pour les banques centrales nationales, française, italienne et espagnole. Il semble que la question de la rentabilité se pose de plus en plus en ce qui concerne la Bundesbank. Le tableau suivant représente le compte de résultat pour l'année 2015.

Les revenus de la Bundesbank proviennent en bonne partie du programme SMP

L'examen dans le détail des revenus d'intérêt de la Bundesbank pour l'année 2015 montre qu'environ la moitié de ses revenus d'intérêt provient de la détention des titres acquis dans le cadre du SMP, c'est-à-dire des obligations souveraines périphériques (Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal). Sans le programme SMP, la marge nette d'intérêt de la Bundesbank aurait été encore beaucoup plus faible. L'ironie de l'histoire est que Jens Weidmann, le président de la Bundesbank, avait déclaré en décembre 2011 qu'il n'était pas « un fan du SMP ». Par ailleurs, notons que les revenus provenant des titres SMP ont baissé continûment au fil des années et qu'ils continueront à baisser, les titres arrivant graduellement à maturité (fin 2015, la Bundesbank en détenait encore 28 Mds €).

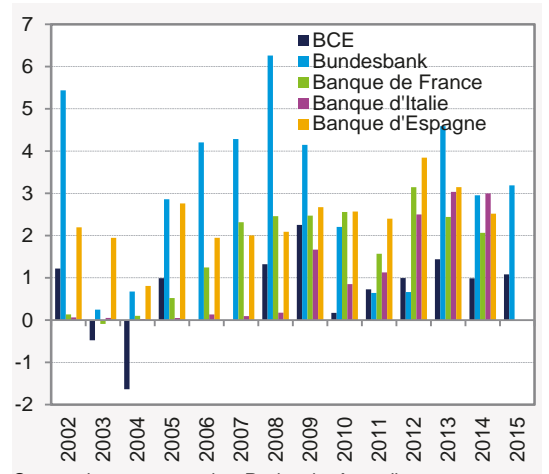
Il est particulièrement frappant de voir que les revenus d'intérêt liés aux titres PSPP (détention de 104 Mds € à la fin de l'année 2015) ont été négatifs pour le compte de résultat 2015, à moins 11 millions d'euros. La Bundesbank a perçu 39 millions d'euros des titres acquis à un rendement à maturité positif et a perdu 50 millions d'euros pour les titres acquis à un rendement à maturité négatif. Le bilan de la Bundesbank est donc en train de se gorger, dans le cadre du PSPP, de grandes quantités de titres qui lui coûtent de l'argent. *In fine*, sur l'année 2015, la décision du non-partage des risques liés au PSPP (seuls 20 % des risques liés au PSPP sont partagés, cf. encadré) coûte donc assez cher à la Bundesbank. Le PSPP va vraisemblablement lui coûter de plus en plus cher car la courbe des taux allemande a sombré en territoire négatif depuis le début de l'année 2016 jusqu'à la maturité 8 ans environ. **On peut donc aisément comprendre les réticences de la Bundesbank devant l'accroissement du rythme de QE de 60 à 80 Mds € par mois** décidé le 10 mars dernier : selon nos calculs, le rythme d'achats PSPP de la Bundesbank passera d'environ 125 Mds € par an à environ 170 Mds € par an. Dans l'hypothèse où le QE de la BCE devrait être étendu au-delà de mars 2017, une modification de la structure des achats PSPP vers moins de titres allemands et davantage de titres souverains d'autres pays (France, Italie, Espagne) aurait l'intérêt de jouer positivement sur le compte de résultat de la Bundesbank. Jens Weidmann a néanmoins appelé à plusieurs reprises que davantage de mutualisation des risques en ce qui concerne la dette publique n'était concevable qu'en cas de contrôle budgétaire accru de la part des autorités européennes.

En revanche, la baisse du taux de dépôt va améliorer le compte de résultat de la Bundesbank. La Bundesbank a perçu 248 millions € grâce aux taux de dépôt négatifs en 2015 et ces revenus sont amenés à grimper sous l'effet de la baisse du taux de dépôt à -0,40 % mais aussi de l'accroissement tendanciel des réserves excédentaires des banques allemandes qui ont crû de 11 Mds € en moyenne chaque mois depuis le début du PSPP. En faisant l'hypothèse que cette tendance se poursuivra en 2016 et que le taux de dépôt sera maintenu à -0,40 %, la Bundesbank pourrait percevoir environ un milliard d'euros en 2016 par le canal des taux de dépôt négatifs. Évidemment, les banquiers centraux européens sont conscients que continuer à baisser le taux de dépôt poserait un problème global de rentabilité pour la communauté financière (banques et compagnies d'assurances). En outre, permettre des achats PSPP à des rendements inférieurs au taux de dépôt exacerberait les problèmes de rentabilité de la Bundesbank.

Conclusion

Même si la Bundesbank, tout comme les autres banques centrales nationales de l'Eurosystème, n'établit pas sa politique avec un objectif de rentabilité, nous

1 Bénéfice des banques centrales (en Mds €)



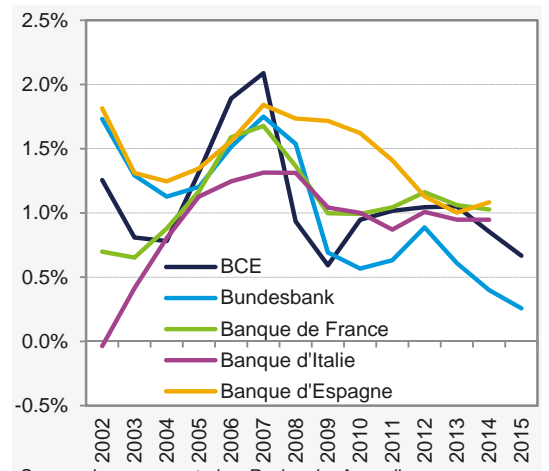
Source : banques centrales, Recherche Amundi



Le bilan de la Bundesbank est donc en train de se gorger, dans le cadre du PSPP, de grandes quantités de titres qui lui coûtent de l'argent



2 Banques centrales : marges nettes d'intérêt (en % des actifs totaux)



Source : banques centrales, Recherche Amundi



pouvons imaginer que l'analyse de l'impact des principales mesures non-conventionnelles sur son compte de résultat ait pu influencer ses grandes orientations. L'analyse du bilan et du compte de résultat de la Bundesbank permet de comprendre pourquoi son président Jens Weidman s'est récemment prononcé une nouvelle fois contre le PSPP.

> Le partage des risques lors des programmes d'achats de titres de l'Eurosystème

Depuis 2009, l'Eurosystème s'est lancé dans une succession de programmes d'achats d'actifs : trois programmes d'achats de covered bonds (CBPP1, CBPP2 et CBPP3), un programme d'achats d'ABS (ABSPP), deux programmes d'obligations souveraines (SMP et PSPP) et prochainement un programme d'achats d'obligations d'entreprises (CSPP). Les achats de titres sont effectués en très grande majorité par les banques centrales nationales et de façon minoritaire par la BCE (par exemple, fin 2015, la BCE détenait environ 8 % des achats réalisés par l'Eurosystème dans le cadre des programmes CBPP, SMP et PSPP). Cela dit, en soi, le fait que les achats de titres soient réalisés principalement par les banques centrales nationales ne donne aucune indication sur le partage des risques ni sur la valorisation comptable.

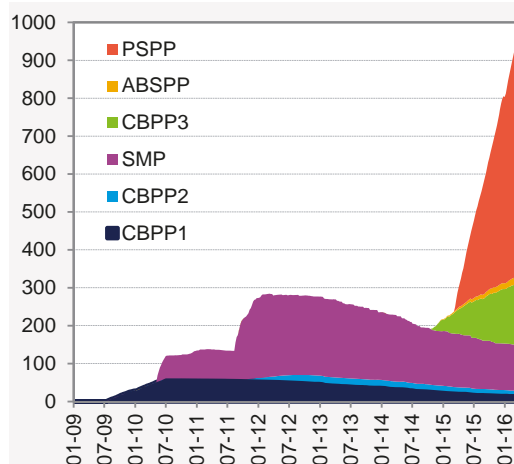
Alors que les risques liés au SMP et au CBPP3 sont entièrement mutualisés entre les banques centrales nationales, les risques liés aux titres CBPP1 et CBPP2 sont assumés en totalité par les banques centrales nationales. Les risques n'ont pas été mutualisés pour CBPP1 et CBPP2 car les critères de sélection n'avaient pas été harmonisés au sein de l'Eurosystème. En ce qui concerne le PSPP, seuls 20 % des risques du programme sont mutualisés (achats d'obligations souveraines réalisés directement par la BCE et achats d'obligations d'institutions supranationales réalisés par les banques centrales nationales). Comme l'avait expliqué Mario Draghi en janvier 2015, c'est surtout l'ampleur du PSPP, le programme d'achats le plus ambitieux de l'Eurosystème, qui a amené les gouverneurs à décider de ne partager qu'une partie des risques. Il est fort probable que les risques relatifs aux achats réalisés dans le cadre du CSPP soient partagés, le programme devant être de taille modeste selon nos estimations.

Comment les titres achetés sont-ils considérés d'un point de vue comptable ?

Puisque les titres de dette achetés dans le cadre des opérations de politique monétaire (les trois CBPP, le SMP, l'ABSPP, le PSPP et bientôt le CSPP) sont destinés à être détenus à maturité, le conseil des gouverneurs a décidé qu'ils seraient valorisés au coût amorti et soumis à dépréciation, et qu'ils ne feraient donc pas l'objet d'une réévaluation aux prix du marché. Il n'y a donc pas de plus-values ou moins-values latentes inscrites dans le compte de réévaluation. Les portefeuilles contenant ces titres ne sont donc pas exposés au risque de taux d'intérêt découlant de la valeur de marché.

Les obligations apparaissent dans le compte de résultat pour prendre en compte les coupons mais aussi l'amortissement entre leur valeur d'acquisition et leur valeur faciale. C'est notamment pour cette raison que le PSPP contribue négativement au compte de résultat de la Bundesbank pour l'année 2015.

3 Programmes d'achats d'actifs de l'Eurosystème (en Mds €)



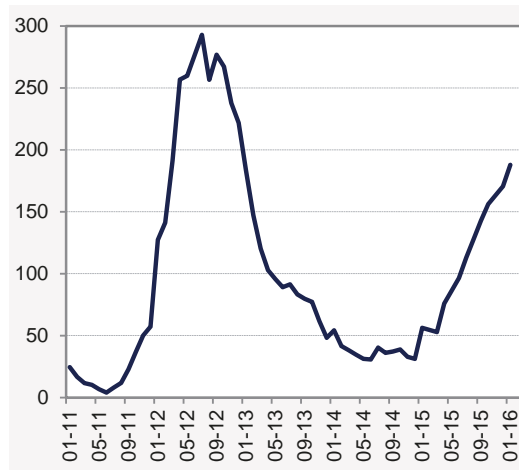
Source : Datastream, Recherche Amundi



La baisse du taux de dépôt va améliorer le compte de résultat de la Bundesbank



4 Allemagne : réserves excédentaires des banques (en Mds €)



Source : Datastream, Recherche Amundi

4 La stabilité des prix est-elle en risque aux États-Unis ?

DIDIER BOROWSKI, *Recherche Stratégie et Analyse*
TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique*

La Fed a publié, lors de son Comité de politique monétaire (FOMC) du 16 mars, des prévisions d'inflation très modérées. Pourtant, l'inflation sous-jacente donne déjà, depuis quelques mois, des signes d'accélération qui, au vu de certains indicateurs du marché du travail, pourraient s'amplifier au second semestre. Qu'en est-il ? La remontée récente de l'inflation menace-t-elle la stabilité des prix ?

Compte tenu de la chute des prix des matières premières, et de leur rebond sur la période récente, il est plus que jamais essentiel de distinguer les mesures d'inflation totale de celles d'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie). Si les prix du pétrole se stabilisent au niveau actuel, l'inflation va mécaniquement accélérer dans les mois qui viennent et dépasser temporairement la cible de la Fed. Il est clair que ce type de rebond ne préoccupe pas la banque centrale. En revanche, si les salaires et les autres postes prennent le relais, les enjeux ne seraient plus les mêmes. Car une telle évolution pourrait, si elle est soutenue, faire déraiper les anticipations d'inflation. Nous soutenons non seulement qu'une accélération temporaire de l'inflation – totale et sous-jacente – ne mettrait pas en péril la stabilité des prix mais aussi qu'elle permettrait de mieux ancrer des anticipations d'inflation qui sont excessivement faibles. Nous revenons sur les évolutions récentes ainsi que sur les termes du débat.

Le constat s'impose : l'inflation se redresse légèrement

Seule une très forte rechute des cours du pétrole pourrait empêcher une accélération d'ici la fin de l'année. Comme le montre le graphique 1, la hausse annuelle de l'indice général d'inflation (CPI) va très probablement accélérer de façon notable au second semestre, lorsque la base de comparaison se fera avec un niveau de prix intégrant, 12 mois plus tard, des cours du pétrole déjà très bas. Il n'est d'ailleurs même pas certain qu'un nouvel effondrement du cours du baril puisse empêcher un tel scénario (la courbe bleue sur le graphique suppose, en effet, une élasticité constante, fixée ici à 0,25, de la composante énergie du CPI au cours du pétrole, alors qu'en réalité cette élasticité baisse avec le prix du brut, réduisant sa contribution négative au CPI).

Au-delà de l'effet pétrole, l'inflation sous-jacente se redresse lentement, le poste immobilier n'est plus le seul grand contributeur positif. À 2,3 % en février, la hausse annuelle de l'indice sous-jacent (hors pétrole et alimentation, « core CPI ») est déjà à son niveau le plus élevé depuis la Grande Récession. Du point de vue sectoriel, alors qu'au cours des derniers mois le seul poste Shelters (immobilier, représentant 33 % de l'indice) expliquait l'essentiel de la contribution positive à cet indice, d'autres postes (à commencer par l'inflation des services médicaux) se redressent également (cf. graphique 2).

Les principaux déterminants de l'inflation plaident pour une reflation graduelle

Les excès de capacité sont en voie de disparition. La majorité des estimations d'output gap indique également que l'économie s'approche de sa pleine capacité en 2016-2017, non pas tant en raison d'une croissance intrinsèquement forte que d'un potentiel durablement affaibli (fait généralement attribué à une conjonction de nombreux facteurs tels que la démographie, le ralentissement des gains de productivité, le vieillissement des infrastructures, voire des problématiques de répartition des revenus).

Les effets désinflationnistes de la hausse du dollar vont s'amenuiser au fil de l'année. Les simulations de la Fed indiquent ainsi qu'une hausse de 10 % du taux de change effectif du dollar apporte une contribution de -0,5pp au niveau général de l'inflation sous-jacente. On remarque cependant qu'une grande partie de cet effet est obtenue très rapidement (au bout de 2 trimestres). Si l'on s'en tient à ces estimations, il est donc probable qu'une grande partie de la hausse

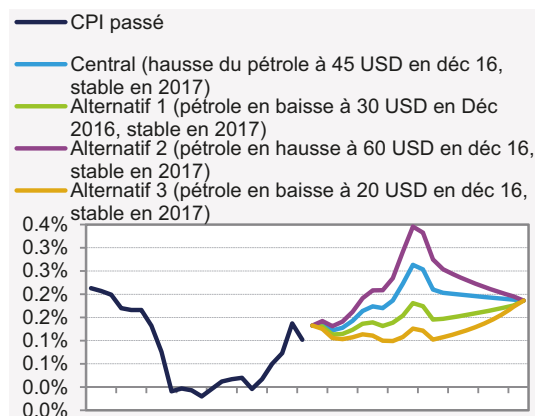
L'essentiel

Si les prix du pétrole se stabilisent au niveau actuel, l'inflation va mécaniquement accélérer dans les mois qui viennent et dépasser temporairement la cible de la Fed (2 %). Il est clair que ce type de rebond ne préoccupe pas la banque centrale. En revanche, si les salaires et les autres postes prennent le relais, les enjeux ne seraient plus les mêmes.

Car une telle évolution pourrait, si elle est soutenue, faire déraiper les anticipations d'inflation. Nous soutenons non seulement qu'une accélération temporaire de l'inflation - totale et sous-jacente - ne mettrait pas en péril la stabilité des prix mais aussi qu'elle permettrait de mieux ancrer des anticipations d'inflation qui sont excessivement faibles.

“ Avec la faiblesse des gains de productivité, les hausses de salaires menacent de se transmettre à l'inflation plus rapidement que par le passé ”

1 Inflation (CPI) en fonction de 4 scénarios pétrole (Inflation hors énergie stable à 2 % par an)



Source : Datastream, Recherche Amundi

de 20 % du dollar entre mi-2014 et fin 2015 est déjà « passée dans les prix ». Si l'on ajoute que le dollar s'est replié depuis début 2016 et que nous ne prévoyons pas d'appréciation supplémentaire du dollar en 2016, le change devrait beaucoup moins peser sur l'inflation dans les mois qui viennent.

Les coûts salariaux unitaires (CSU) devraient accélérer en 2016. Les CSU n'ont pas validé, en 2015, le dépassement d'un rythme de 2 % par an (cf. graphique 3). La situation devrait, cependant, évoluer en 2016. Le rythme de hausse des salaires a atteint, en décembre 2015, un plus haut depuis la Grande Récession (2,6 %) avant de se replier légèrement. Cette tendance à l'accélération semble confirmer que l'économie se rapproche du plein-emploi. Il existe toutefois une incertitude sur la « distance » réelle au plein-emploi (cf. encadré).

> Le marché du travail américain est-il proche du plein-emploi ?

Le taux de chômage baisse quasi-continûment depuis la fin 2009 et se rapproche progressivement de son niveau d'équilibre (passé d'un pic à 9,9 % au T4 2009 à 4,9 % au T4 2015). Le taux structurel de chômage a beaucoup baissé au cours des derniers trimestres, si l'on s'en tient aux estimations de la Réserve Fédérale et du Congressional Budget Office.

Le marché du travail s'est considérablement renforcé au cours des deux dernières années. L'amélioration récente la plus notable est la remontée du taux de participation qui a repris 0,6pp depuis le mois de septembre dernier. Mais ce sont en réalité toutes les métriques qui attestent que l'économie s'approche du plein-emploi ; on citera en particulier, l'augmentation du taux de démissions (indicateur que les salariés sont de plus en plus nombreux à être en position de réclamer, et d'obtenir, des augmentations de salaires) ou la hausse du nombre de chefs de petites et moyennes entreprises qui déclarent qu'ils vont devoir augmenter les salaires.

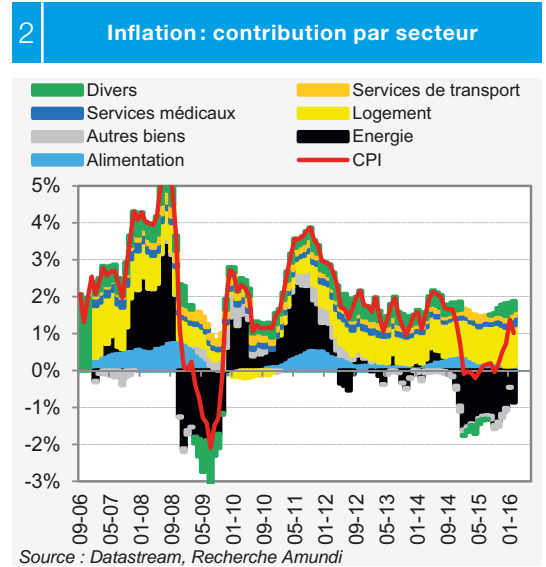
En ce qui concerne le taux de participation, plusieurs études estiment que plus des deux tiers de sa baisse depuis 2007 est structurelle. Si tel est le cas, le taux de participation doit remonter jusqu'à son niveau de la fin 2011 (i.e. les deux tiers de la baisse totale du taux de participation se sont produits entre fin 2007 et cette date-là). Si l'on recalcule le taux de chômage avec ce taux de participation, le taux de chômage actuel ne serait pas de 5 % mais de 6 % (cf. graphique 5). En supposant que le marché du travail continue de s'améliorer au même rythme que depuis septembre dernier, le taux de chômage atteindrait son « niveau d'équilibre » - défini ici comme le taux de chômage d'équilibre avec un taux de participation lui-même à son niveau d'équilibre - d'ici au mois d'octobre (soit un mois avant les élections présidentielles!).

Néanmoins, d'autres métriques, même si elles s'améliorent, montrent qu'il y a encore du mou sur le marché du travail. La durée moyenne de chômage a certes beaucoup diminué mais elle reste très au-dessus de sa moyenne historique. On observe la même évolution pour le chômage de longue durée (supérieur à un an) : il s'est nettement replié depuis le pic de la crise mais reste deux fois plus élevé que sa moyenne de long terme (cf. graphique 7).

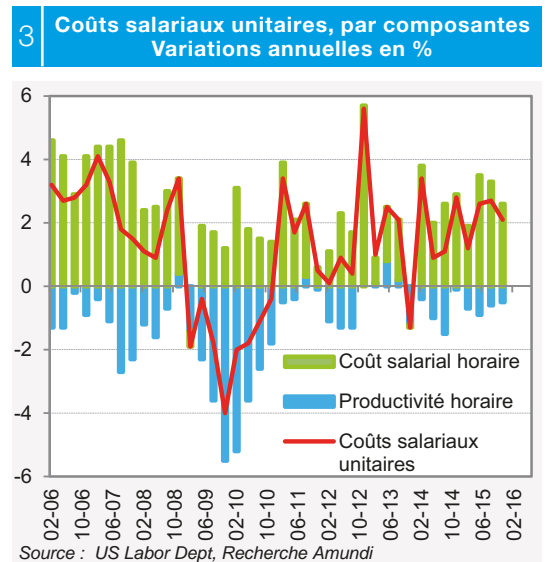
Ces éléments peuvent contribuer à expliquer la faiblesse des hausses de salaires. Les créations d'emplois se produisent en grande partie dans des services où le niveau de qualification est faible et où le pouvoir de négociation de salariés restés durablement en dehors du marché du travail est amoindri. Ajoutons au demeurant que le ralentissement spectaculaire des gains de productivité au cours des dernières années ne joue pas en faveur d'une hausse des salaires réels.

... d'autant plus que les gains de productivité du travail ont chuté. En moyenne, les gains de productivité se sont accrus de 0,5 % au cours des cinq dernières années, le rythme le plus faible depuis 1982¹. Les raisons de l'affaiblissement des gains de productivité ne sont pas complètement élucidées. On ne sait pas en pratique distinguer les composantes structurelles et conjoncturelles dans ce ralentissement, sans compter les problèmes de mesures statistiques. Quoi qu'il en soit, une chose est sûre, la productivité n'exercera pas de rôle d'amortisseur en 2016-2017 et les hausses de salaires sont donc susceptibles de se répercuter plus rapidement que par le passé dans les CSU. On observe sur longue période

¹ La productivité a continué de ralentir au 1er trimestre 2016 : la croissance s'annonce faible (sans doute inférieure à 1 % en rythme annualisé) tandis que les créations d'emplois ont continué d'être très vigoureuses.



“ L'économie est proche du plein-emploi mais le chômage de longue durée est toujours deux fois plus élevé que sa moyenne de long terme ”



une bonne corrélation entre CSU et inflation sous-jacente. Sauf à considérer une compression des marges des entreprises, les prix à la consommation ne tarderaient donc pas à accélérer avec les salaires, avec un délai d'ajustement écourté. C'est le scénario que craignent le plus ceux qui appellent la Fed à resserrer sa politique monétaire de façon plus rapide afin d'assurer l'ancrage des anticipations d'inflation.

L'aplatissement de la courbe de Phillips est-il à l'origine de la faible inflation salariale ?

En ce qui concerne le lien salaires/chômage, il y a deux questions bien distinctes qu'il n'est pas toujours facile en pratique de séparer. Il y a, d'une part, la mesure du plein-emploi et, d'autre part, la sensibilité des salaires à l'état du marché du travail. De nombreux travaux conduisent à penser que la courbe de Phillips s'est considérablement aplatie (i. e. que le lien entre chômage et salaires s'est affaibli). Ce phénomène, identifié bien avant la grande récession, a même été mis en avant pour expliquer la « désinflation manquante » suite à la grande récession (l'inflation aurait dû ralentir beaucoup plus que ce que l'on a observé). De la même façon, à ce stade du cycle, la reprise sur le marché du travail aurait dû conduire à davantage d'inflation salariale. Plusieurs explications ont pu être avancées pour expliquer l'aplatissement, notamment en lien avec l'ouverture croissante des économies (salaires de moins en moins sensibles à la conjoncture domestique, prix de plus en plus sensibles aux prix importés). En définitive, les salaires seraient donc devenus structurellement moins sensibles au chômage, ce qui pourrait expliquer la faiblesse actuelle des hausses de salaires.

Certains travaux économétriques récents tendent néanmoins à démontrer que cet aplatissement est surestimé au cours des années 2000 (Blanchard). Il convient de noter que l'affaiblissement du commerce mondial plaide dans le même sens. Ce dernier croît désormais deux fois moins vite qu'avant la grande récession, à un rythme voisin de la croissance mondiale, de sorte que les moteurs de la croissance tendent à devenir plus domestiques. On devrait donc logiquement voir ressurgir une sensibilité plus forte des salaires au chômage local. On peut d'ailleurs défendre l'idée que l'absence d'inflation salariale aux États-Unis s'explique par le fait que, malgré un taux de chômage officiel à moins de 5 %, il existe encore un grand réservoir de main-d'œuvre (taux de participation faible) (cf. encadré). Le lien taux de chômage/salaires traduit très imparfaitement « la courbe de Philips », notamment depuis la grande récession car le taux de chômage est une mesure très imparfaite du déséquilibre entre offre et demande de travail.

La Fed respecte-t-elle en moyenne sa cible d'inflation ?

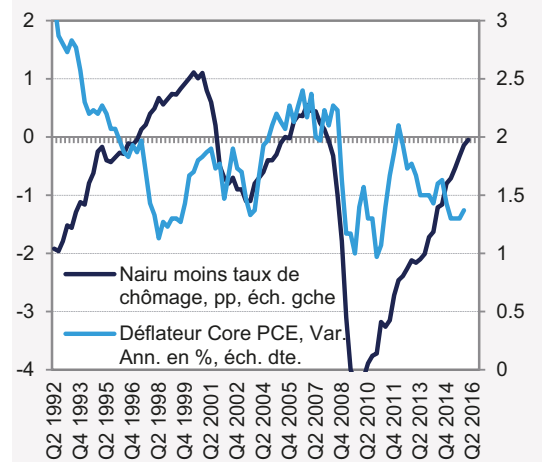
Compte tenu des implications potentielles d'un redressement de l'inflation sur la politique monétaire, la question mérite qu'on s'y attarde. La mesure d'inflation privilégiée par la Fed est le déflateur de la consommation privée (PCE). La Fed estime qu'un taux d'inflation de 2 % (tel que mesuré par le PCE) est celui qui est « le plus compatible sur longue période avec son mandat de stabilité des prix et d'emploi maximal »². Sur longue période doit s'entendre comme « en moyenne ». Pour éviter les effets de base liés aux fluctuations brutales des matières premières, c'est naturellement l'évolution du core PCE qui retient l'attention dans l'analyse à court terme (PCE et core PCE tendent à converger sur longue période).

On observe que les deux taux d'inflation (PCE et core PCE) sont restés très inférieurs à la cible de la Fed sur ce cycle, à environ de 1,5 % en moyenne au cours des 6 dernières années³. En d'autres termes, cela signifie que la Fed ne remplit pas son mandat malgré une politique très accommodante. L'inflation sous-jacente est d'ailleurs en deçà de la cible de la Fed depuis le début

² Il y a un écart d'environ 0,5pp entre le core CPI le core PCE en moyenne au cours des 25 dernières années, ce qui signifie que la cible de 2 % sur le PCE correspond à une cible d'environ 2,5 % sur le CPI. Les taux d'inflation sous-jacents et totaux convergent sur longue période.

³ Les glissements annuels la période 2010-2015 capturent l'ensemble du cycle actuel qui a débuté au printemps 2009)

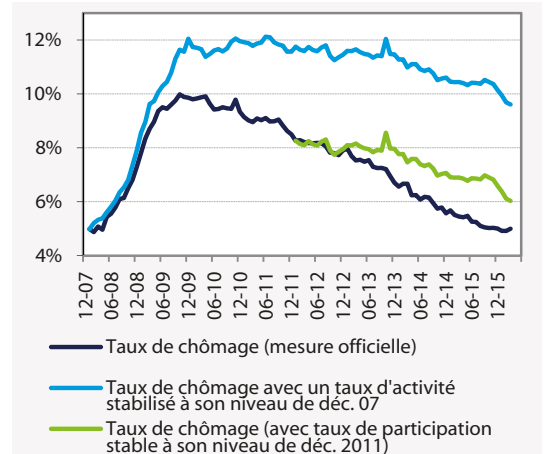
4 Inflation Core PCE et écart entre Nairu et taux de chômage (tel qu'estimé par le CBO)



Source : CBO, Datastream, Recherche Amundi

“ L'inflation demeure très en deçà de la cible de la Fed ”

5 Taux de chômage dans divers scénarios de taux de participation



Source : Datastream, Recherche Amundi

des années 2000. Pour respecter son mandat, la Fed peut (doit) accepter un cycle de reprise avec un taux d'inflation temporairement supérieur à cette cible. L'idée de tolérer de façon temporaire des taux d'inflation supérieurs à la cible n'est pas nouvelle et semble avoir regagné certains esprits au sein du FOMC. Cette stratégie est possible tant que les anticipations d'inflation demeurent bien ancrées. **Cette approche revient implicitement à raisonner sur le « niveau de prix »** : la Fed peut prendre le danger d'un léger dépassement de sa cible tant que les prix restent très en deçà de ce qu'ils auraient été si le core PCE s'était maintenu à 2 % au cours des dernières années. Cette approche éviterait qu'une remontée temporaire de l'inflation ne précipite, par le jeu des anticipations, un durcissement inopiné des conditions monétaires.

Anticipations d'inflation : que nous disent-elles ?

Les anticipations d'inflation jouent un rôle essentiel dans la formation des prix et des contrats. La façon dont elles se forment au fil du temps reste obscure à bien des égards, avec une forte sensibilité aux cours des prix des matières premières et au taux de change, notamment en ce qui concerne les anticipations de marché. **La chute des anticipations (de marché) d'inflation est ainsi étroitement liée (aux États-Unis comme dans la zone euro) à celle des prix du pétrole.** Si tel est le cas, les anticipations d'inflation pourraient remonter avec le prix du pétrole et il ne faudrait pas leur accorder trop d'importance.

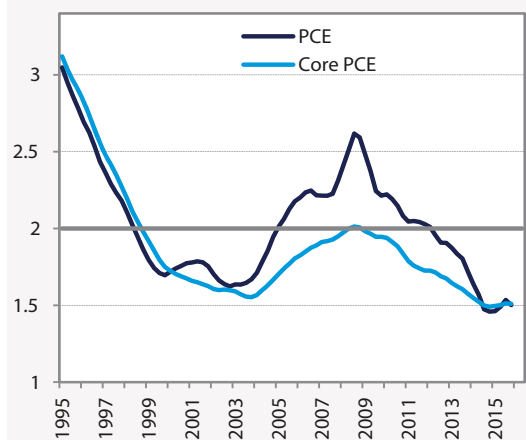
Malgré les doutes sur leur mesure, la baisse des anticipations d'inflation préoccupe la Fed. Car les risques sont asymétriques quand on est proche de taux zéro. Un choc externe pourrait rapidement précipiter l'économie américaine en récession et les pressions déflationnistes se manifesteraient alors assez rapidement. L'argument d'asymétrie est explicitement avancé dans le dernier discours de Janet Yellen (cf. Cross Asset Mensuel avril 2016 — *Fed : le grand retour d'une approche en termes de risk management*), ainsi que dans les minutes du FOMC des 15-16 mars pour justifier l'absence de hausse de taux. La Fed craint en particulier que les anticipations d'inflation ne finissent par chuter à mesure que les agents économiques constateront que le Fed n'est pas en mesure de remplir son objectif de stabilité des prix.

Conclusion : des pressions inflationnistes probables mais temporaires

La Fed est prudente dans ses prévisions : au mois de mars l'inflation « core PCE » prévue à 1,6 % sur un an fin 2016, alors que son dernier rythme observé, fin 2015, est de 1,7 % ; tandis que la prévision pour 2017 a été abaissée de 1,9 % à 1,8 %.

L'ensemble des facteurs évoqués plaide cependant pour un relèvement un peu plus prononcé de l'inflation sous-jacente en 2016, où le core PCE pourrait s'approcher de la cible de la Fed (2 %) en fin d'année. Mais compte tenu du fait que nous anticipons un ralentissement graduel de l'activité (moins de 2 % de croissance en moyenne en 2016-2017), sous l'effet de facteurs structurels mais aussi d'une attitude plus prudente des entreprises (dont les profits tendent à baisser et qui, de ce fait, pourraient freiner progressivement leurs embauches), ces tensions inflationnistes ne devraient pas durer. Les conditions pour que la boucle prix-salaires soit hors de contrôle ne sont pas toutes remplies. En tout état de cause, en cas de « surprise à la hausse », la Fed peut s'offrir un peu de temps avant de réagir sans mettre en péril sa propre définition de la stabilité des prix.

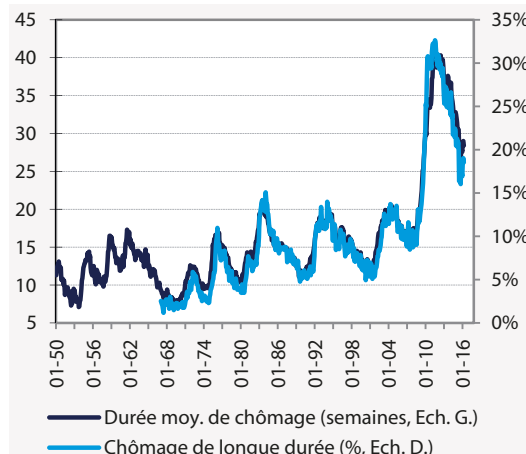
6 PCE et core PCE sur les 20 dernières années (% GA, moy. mob. sur 6 ans)



Source : Datastream, Recherche Amundi

“ Une accélération temporaire de l'inflation ne mettrait pas en péril la stabilité des prix ”

7 États-Unis : durée du chômage et chômage de long terme



Source : Datastream, Recherche Amundi



5 Le double pari d'Angela Merkel : trouver une solution unique aux problèmes politiques de l'Allemagne et de l'Europe

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique*

En décidant d'accueillir subitement les réfugiés en Allemagne, la Chancelière A. Merkel semble avoir improvisé un pari politique risqué dans la perspective des élections régionales et législatives, alors que l'existence même de l'Europe est menacée. Après avoir subi une moins forte baisse dans les sondages que son parti (qui a aussi perdu du terrain lors du dernier scrutin régional), Angela Merkel doit gérer un tournant dans sa stratégie à long terme la conduisant aux élections législatives prévues à l'automne 2017. Elle n'a d'autres choix que de mener à bien les négociations avec la Turquie afin d'éviter à l'Europe une nouvelle crise dangereuse, tout en limitant la perspective d'une « saignée électorale » en parvenant à intégrer les réfugiés.

I/Les enjeux : « préempter » la crise des réfugiés avant un point de fusion politique en Allemagne et en Europe

1. Problème européen, la crise migratoire ne pouvait qu'aggraver la crise de l'euro et secouer la situation politique allemande

Après le désastre du sommet européen de juillet dernier, M^{me} Merkel a compris le risque politique que prenait l'Allemagne en ostracisant le point d'entrée des migrants : pousser la Grèce (ainsi que l'Europe) dans le précipice. D'un point de vue plus national, laisser s'installer l'idée selon laquelle l'Allemagne a un double problème (économique et politique) avec la Grèce revenait à pousser cette dernière à la lisière (voire complètement en dehors) du projet européen/de monnaie unique, et laissait donc augurer la sortie d'autres pays de la zone euro. Cette prise de conscience est intervenue au moment même où le parti AfD¹ s'est choisi un nouveau leader, qui a donné une impulsion droitiste à un parti qui était jusque-là anti-euro mais centriste.

Comme la montée en puissance d'AfD, qui venant après celle des Pirates, allait à coup sûr couper M^{me} Merkel (d'une partie) de son aile droite, la Chancelière semble avoir décidé d'anticiper le problème en ouvrant vers l'électorat centriste/de gauche. L'un des objectifs était sûrement d'éviter à l'Allemagne l'embarras d'une crise politique, qui serait venue se greffer à l'impasse institutionnelle persistante de l'Europe. Ce pari semble se révéler gagnant dans la mesure où M^{me} Merkel a réussi à limiter la dégradation de son image (et de celle de son pays) et les pertes électorales. Elle reste même la personnalité en dernier recours de son peuple, comme l'ont montré le résultat des dernières élections régionales et les sondages (cf. graphiques 1 à 3.)

2. En aggravant les maux de la Grèce, la crise des réfugiés ne pouvait que se répercuter sur le projet euro(péen)

Un corollaire (si ce n'est l'objectif indirect non avoué) de la manœuvre de M^{me} Merkel est de remettre la Grèce au centre du jeu, non comme la source de la crise européenne, mais comme la clé de voûte de la solution. On peut notamment s'en convaincre par l'absence de retour du plan de sauvetage de la Grèce et des inquiétudes sur la dette du pays dans les grands titres de la presse : toutes les sources de friction potentielle ont été étouffées ces dernières semaines (notamment sur les retraites), et l'affrontement attendu sur l'allègement de la dette grecque a été relégué au second plan. Autre signe palpable (bien que timide), la déclaration du Ministre des Finances Schäuble selon laquelle la Grèce ne peut pas être abandonnée dans les circonstances actuelles².

¹ *Alternative für Deutschland (AfD) a pris le relais des « Pirates » comme la première force de protestation de tendance droitiste. Jusqu'à ce que Frauke Petry reprenne le flambeau du créateur du parti, le message d' AfD mettait surtout en avant les dommages infligés à l'Allemagne par le projet de monnaie unique.*

² « *Creditor infighting threatens Greek bailout* », *Financial Times*, 7 mars 2016.

L'essentiel

En décidant d'accueillir subitement les réfugiés en Allemagne, la Chancelière A. Merkel semble avoir improvisé un pari politique risqué dans la perspective des élections régionales et législatives, alors que l'existence même de l'Europe est menacée. Après avoir subi une moins forte baisse dans les sondages que son parti (qui a aussi perdu du terrain lors du dernier scrutin régional), Angela Merkel doit gérer un tournant dans sa stratégie à long terme la conduisant aux élections législatives prévues à l'automne 2017. Elle n'a d'autres choix que de mener à bien les négociations avec la Turquie afin d'éviter à l'Europe une nouvelle crise dangereuse, tout en limitant la perspective d'une « saignée électorale » en parvenant à intégrer les réfugiés.

En prenant très tôt à bras-le-corps la crise migratoire, Mme Merkel s'est placée au centre de la résolution d'une crise politique (allemande et européenne), qui aurait pu lui être fatale (ou, du moins, à son héritage politique, si elle avait décidé de ne pas se représenter). Même si M^{me} Merkel s'est imposée comme leader du processus pour un autre mandat de chancelière, sa stratégie a l'avantage de protéger le projet européen (voire de le faire avancer), et donne l'occasion à l'Allemagne d'être à la hauteur de ses responsabilités européennes. C'est ce qui s'appelle « faire d'une pierre deux coups » (voire plus).

Même si le plan de gestion de la crise migratoire semble plus abouti que celui sur l'euro, sa mise en œuvre porte en elle des risques, en Allemagne mais aussi en Grèce, pays auquel M^{me} Merkel a lié son destin. C'est dans une large mesure, la meilleure garantie que M^{me} Merkel pouvait offrir en vue d'un dénouement positif : en effet, elle pourrait aussi décider de quitter le paysage politique allemand après trois mandats et, ainsi, ne pas mettre en péril son héritage historique. Avec deux scrutins régionaux dans les six mois et les élections législatives de 2017 un an après, M^{me} Merkel a du pain sur planche.



En aggravant les maux de la Grèce, la crise des réfugiés ne pouvait que se répercuter sur le projet euro(péen)



Outre les autres complications, le plan Europe/Turquie sur la crise des réfugiés, en cours de négociation sous la houlette de M^{me} Merkel, a conduit un représentant de l'UE à déclarer que « nous [l'Europe] avons une semaine pour bâtir un état grec »³. Le défi à relever est donc exactement celui requis pour une mise en œuvre effective du plan de sauvetage de la Grèce. Aux cours des dernières années, l'incapacité avérée des gouvernements grecs successifs (ou de la *task force* dédiée de l'UE créée début 2012) à assainir la gouvernance du pays a clairement confirmé cet état de fait. Cette fois-ci, la stratégie de M^{me} Merkel pour l'Europe est de « ne pas gâcher une bonne crise »⁴.

II/Le pari: passer de la suprématie nationale au leadership européen, pour combler le vide politique

1. Angela Merkel est en passe de rester Chancelière, ne serait-ce qu'en l'absence d'alternatives crédibles

À ce stade, les dernières élections régionales ont témoigné d'une certaine désaffection envers M^{me} Merkel mais pas au point de saper sa crédibilité et d'ouvrir une alternative au sein de son parti. La plupart de ses adversaires potentiels ont enregistré des résultats médiocres lors des élections ou ne sont pas jugés aptes à la fonction (notamment M. Schäuble). Parallèlement, compte tenu des règles internes de son parti, il est très difficile pour tout candidat potentiel de la contester. De même, son principal critique à droite, Horst Seehofer, ne peut pas non plus la contester en sa qualité de président du CSU, le parti de Bavière associé à la CDU, le parti minoritaire de la CDU.

Aucun des autres partis (sauf l'AfD) n'a profité des déboires du parti de M^{me} Merkel dans les sondages et les dernières élections régionales, faisant de la Chancelière le seul et unique recours (cf. graphiques 1 à 3). De fait, l'évolution de la politique allemande semble se calquer sur la tendance observée ailleurs en Europe: les échecs du parti au pouvoir ne bénéficient pas au principal parti gouvernemental d'opposition, mais aux partis marginaux, dans ce cas de la droite. Cette évolution, si elle se confirmait, revêtirait naturellement une signification historique, incitant l'électorat allemand à resserrer les rangs derrière son leader élu.

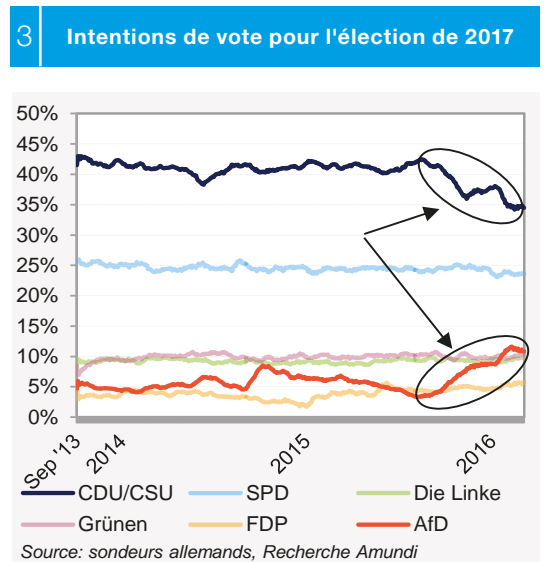
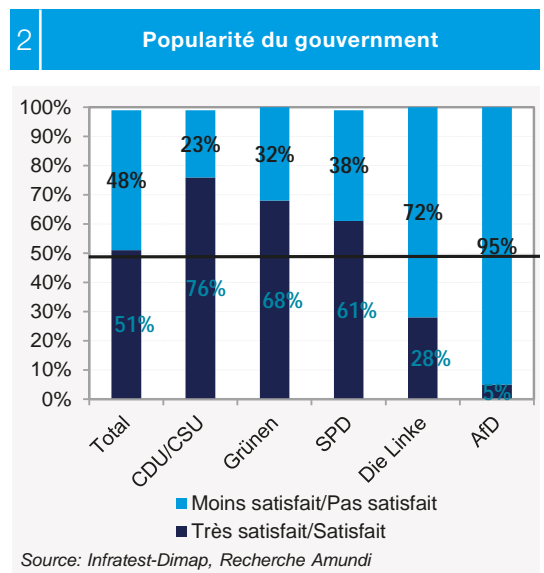
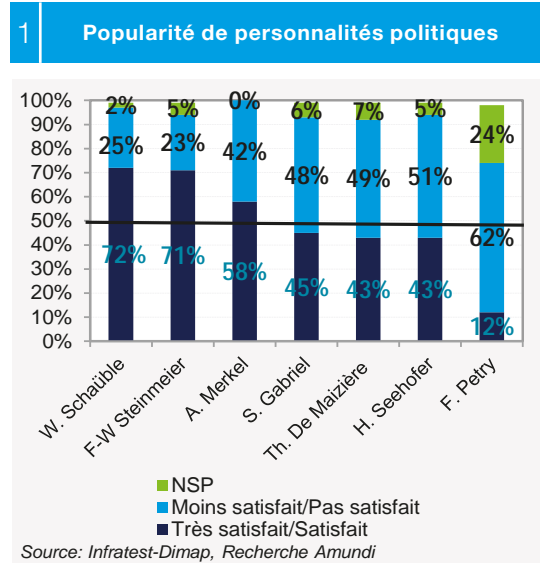
2. Angela Merkel profite d'une menace politique inattendue pour relancer la construction européenne

Compte tenu de sa nature confédérale, l'UE a été prise au dépourvu par la crise des réfugiés et son existence même est désormais menacée: M^{me} Merkel a habilement transformé cette menace existentielle en un signal d'alarme. En effet, maintenir le cap fixé lors du sommet européen de juillet dernier aurait ouvert la boîte de Pandore avec la crise migratoire à venir. Une fois la Grèce évincée de la zone euro, les autres pays de la périphérie auraient été rapidement voués au même destin. Sauf à ce que le processus de sortie soit aussi bien conçu que le plan de gestion de la crise migratoire, il aurait sûrement eu des conséquences contre-productives, alors que les difficultés de la Chine commençaient à se faire sentir dans le monde entier.

Avec deux plans tout aussi complexes l'un que l'autre à mettre en place (l'un pour défaire le processus d'unification et l'autre pour le promouvoir), M^{me} Merkel a certainement estimé qu'il était plus judicieux de poursuivre le projet (euro)péen, en particulier face à la menace potentielle du Brexit. Alors que l'essayer n'interdit pas la seconde en cas d'échec, la première option comporte des bénéfices potentiellement plus grands pour l'Europe, l'Allemagne... et M^{me} Merkel elle-même. En prenant l'initiative, elle joue désormais un rôle central dans la résolution de la crise, dont la mise en œuvre lui imposera probablement de rester en fonction pendant un quatrième mandat...

³ « Migration deal poses Herculean challenge » *le Financial Times*, 17 mars 2016.

⁴ Rahm Emanuel (Secrétaire général de Barack Obama à la Maison Blanche début 2009), avait déclaré, suite à la faillite de Lehman, qu'il ne fallait « jamais gâcher une bonne crise » et la mettre à profit pour pousser des réformes et changements impossibles en temps normal.



Conclusion

En prenant très tôt à bras-le-corps la crise migratoire, M^{me} Merkel s'est placée au centre de la résolution d'une crise politique (allemande et européenne), qui aurait pu lui être fatale (ou, du moins, à son héritage politique, si elle avait décidé de ne pas se représenter). Même si M^{me} Merkel s'est imposée comme leader du processus pour un autre mandat de chancelière, sa stratégie a l'avantage de protéger le projet européen (voire de le faire avancer), et donne l'occasion à l'Allemagne d'être à la hauteur de ses responsabilités européennes. C'est ce qui s'appelle « faire d'une pierre deux coups » (voire plus).

Même si le plan de gestion de la crise migratoire semble plus abouti que celui sur l'euro, sa mise en œuvre porte en elle des risques, en Allemagne mais aussi en Grèce, pays auquel M^{me} Merkel a lié son destin. C'est dans une large mesure, la meilleure garantie que M^{me} Merkel pouvait offrir en vue d'un dénouement positif : en effet, elle pourrait aussi décider de quitter le paysage politique allemand après trois mandats et, ainsi, ne pas mettre en péril son capital politique/héritage historique. Avec deux scrutins régionaux dans les six prochains mois et les élections législatives de 2017 un an après, M^{me} Merkel a du pain sur planche.



6 Hedge funds : quelle valeur dans les stratégies long-short equity ?

HEINRICH MERZ, *Alternative Investments*

La volatilité actuelle masque les opportunités à long terme de la stratégie long/short equity

Le 1^{er} trimestre 2016 a été marqué non seulement par la persistance de la volatilité des actions du 4^e trimestre 2015, mais aussi par la volatilité de la volatilité en tant que telle. L'ampleur avec laquelle la volatilité a diminué à la suite des déclarations de Mario Draghi le 10 mars et de M^{me} Yanet Yellen le 16 mars a également été remarquable, témoignant une fois encore que les autorités financières ont cédé aux attentes des marchés financiers. Si l'on ajoute à cela l'analyse des tendances des fondamentaux réalisée en février par nos stratégestes actions (marges élevées des entreprises ; divergences sensibles entre les marges des valeurs de croissance et des valeurs de rendement ; valorisations globales des actions), nous tirons trois conclusions majeures :

- Les marchés actions vont continuer à afficher une volatilité structurelle élevée pendant encore quelque temps.
- Les opportunités d'investissement directionnelles sont limitées (à l'exception des positions acheteuses sur les actions européennes).
- La probabilité de dislocations à court terme et de rebonds soudains reste élevée.

Ces trois tendances sont symptomatiques des dernières phases d'un cycle économique. Par rapport aux cycles précédents, la différence tient au fait que la dernière phase du cycle, actuellement en cours, durera plus longtemps qu'à l'accoutumée. Cette hypothèse est corroborée par divers facteurs : le discours du « taux bas pour longtemps » poursuivi par les banques centrales, le débat entourant un assouplissement potentiel de la politique budgétaire pour soutenir la politique monétaire dans plusieurs pays, et le niveau élevé des corrélations entre actifs sur des horizons de temps assez courts (exemple typique des actions et du pétrole WTI). Autrement dit, le risque actions va persister. Les dernières décisions des autorités en vue de réduire le risque à court terme ont accru la fragilité des marchés en imposant aux investisseurs d'intégrer encore plus dans leur approche les effets rétroactifs des politiques menées, tout en réduisant le niveau global de redondance systémique.

Et pourtant, derrière la volatilité, la fragilité et les mesures de court terme, des transformations profondes des divers secteurs de marché sont en cours, et les divergences géographiques s'accroissent. Ces transformations ne contribuent pas vraiment à des tendances haussières ou baissières, mais elles établissent une distinction très claire entre les gagnants et les perdants au sein des indices actions de façon intersectorielle (en d'autres termes, la dispersion augmente). Les tendances à long terme décrites ci-dessus auront selon nous une ampleur bien plus importante que lors des périodes précédentes. En outre, pour exploiter au mieux ces tendances et la dispersion des prix qui en résultera, il convient selon nous de faire appel à des gérants long/short equity avec une faible exposition nette qui utilisent un processus d'investissement fondamental et ciblé sur le long terme.

Compte tenu des tendances sur les fondamentaux de marché, la dispersion des performances restera élevée à long terme

Compte tenu de son impact sur nous en tant que consommateurs, le déterminant le plus évident de la dispersion de performance des actions trouve son origine dans le secteur technologique. L'aspect positif est connu et bien documenté : il fait référence à la part de marché croissante des sociétés comme Apple, Alphabet, Amazon, Uber et Netflix. Mais s'agissant des opportunités d'investissement long/short equity, seule une partie du portefeuille est concernée (les positions longues) et, à ce stade, ceci est bien identifié. Le set d'opportunités réelles, continues et plus larges est, selon nous, dû aux effets

L'essentiel

Dans un contexte où la directionnalité et les opportunités associées sont moins tangibles et où la diversification est une caractéristique recherchée, les stratégies dites « alternatives » prennent une place non négligeable dans l'allocation d'actifs des investisseurs institutionnels. Plus concrètement, parmi ces stratégies, nous pensons que la stratégie long/short equity présente de très bonnes perspectives. Mais la sélection des gérants revêt ici une importance majeure.

Selon nous, trois grandes tendances dicteront les cours de bourse, dont la dispersion sera nettement plus élevée que par le passé. Mais à court terme, ces tendances sont masquées par un environnement structurellement plus volatil et un risque élevé de dislocation des marchés. Toutefois, à moyen terme, les gagnants se distingueront des perdants dans divers secteurs de marché selon la manière dont réagiront les équipes de direction aux 1) menaces technologiques 2) à la baisse des prix des facteurs de production et, 3) aux fluctuations marquées qu'ont connues les devises en 2015. D'autres tendances devraient également affecter les dynamiques compétitives des divers secteurs de marché.

Les plus à même d'en bénéficier seront les gérants intervenant sur des segments peu investis, avec une faible exposition nette au marché, des convictions solides dans leurs positions et un processus robuste de construction de portefeuille. Ils seront en mesure de conserver leurs positions malgré la volatilité à court terme et d'exploiter les fluctuations des cours qui en résulteront.

“ L'écart de performance entre les gagnants et les perdants de ces tendances de marché sur le long terme est remarquable ”

indirects sur les chaînes de valeurs des différentes secteurs de marché. À titre d'illustration, l'adoption des services de Netflix par les consommateurs a eu plusieurs conséquences (secteur *Consumer Discretionary*) :

- Croissance des données que les entreprises de télécommunications doivent prendre en compte.
- Désintermédiation pour les entreprises traditionnelles du câble et de la télévision (créant une pression à opérer sur les opérations de fusions-acquisitions).
- Répercussions sur les créateurs de contenu.
- Contrainte sur les fabricants d'équipements à revoir leurs logiciels et leur matériel informatique.
- Modification profonde du secteur de la publicité (seules les marges publicitaires traditionnelles des retransmissions en direct d'événements sportifs se sont maintenues).

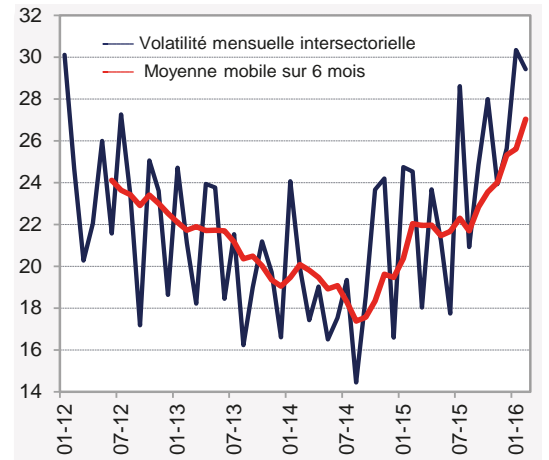
Une tendance similaire de destruction créatrice peut être observée avec Amazon (distribution grand public, immobilier, distribution de proximité et cloud computing via sa société Amazon Web Services), Alphabet, Apple, Uber et d'autres entreprises qui ont su exploiter les développements technologiques au cours des 5 dernières années. L'écart de performance entre les gagnants et les perdants de ces tendances est remarquable. Prenons un exemple extrême : une position longue sur Apple et une position courte sur Blackberry se sont traduites par un écart de plus de 52 % ces deux dernières années, et de plus de 202 % sur les 5 dernières années. Même si les fluctuations ont été importantes, nous pensons que ces tendances continueront à déterminer la dispersion des prix.

Le second facteur de dispersion a été la chute des prix des matières premières, qui sont retombés à des niveaux très bas. Si le choc initial a clairement été directionnel (ventes massives des actions du secteur de l'énergie), cette tendance masque l'impact continu de l'adaptation et de la réorganisation de secteurs entiers sur la dispersion future des performances. Cet impact va au-delà du secteur énergétique (par exemple, les grands groupes énergétiques réduisent leurs dépenses d'exploration et de production, les acteurs plus fragiles font face à d'importantes échéances de refinancement). Les structures de coûts initiales des entreprises et les réponses stratégiques des équipes de direction détermineront les gagnants et les perdants dans les secteurs des services aux collectivités, des compagnies aériennes, des matériaux, du transport et de l'automobile. En fonction de la réalité de ces ajustements (par exemple les services aux collectivités passant du pétrole au gaz pour produire de l'électricité), les conséquences se feront sentir sur des horizons plus longs que le choc directionnel initial.

Le 3^e facteur important des opportunités long/short equity sur le long terme sont les variations directionnelles des devises, en particulier la vigueur du taux de change effectif du dollar américain. À l'image de la forte baisse des prix de l'énergie, l'impact initial a concerné les importateurs et les exportateurs et les indices des pays. Les fluctuations idiosyncratiques des actions découlent des prix des entreprises et des réponses des consommateurs. Là encore, les résultats se feront ressentir sur des périodes de temps plus longues mais seront des catalyseurs tout aussi importants du succès et de l'échec des entreprises.

Au-delà, à un niveau plus granulaire, plusieurs tendances nécessitent que les équipes de direction réagissent aux menaces, aux opportunités ou à l'évolution de l'environnement. Ces tendances peuvent aller du micro – comme les changements du dispositif réglementaire de la Food and Drug Administration (FDA) affectant le processus d'approbation des médicaments aux États-Unis – au plus macro – comme la transition économique en Chine vers davantage de consommation. L'impact peut également se ressentir sur différents horizons, du court terme – comme l'incidence de la faiblesse des taux sur les marges nettes des établissements financiers – au plus long terme – comme le vieillissement de la population des pays occidentaux et les habitudes de consommation de la génération Y.

1 Dispersion mensuelle des composants du S&P500



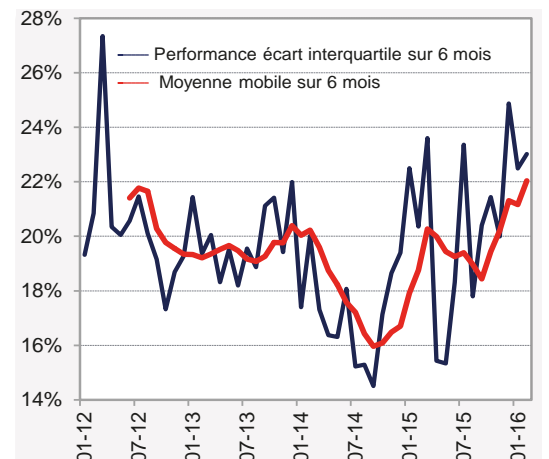
Source: Recherche Amundi



Les gérants doivent être prêts à conserver leurs positions malgré la volatilité pour capter les tendances de marché évoquées sur le long terme



2 Performance des composants du S&P500 (écart interquartile)



Source: Recherche Amundi



Pour résumer, nous pensons que les équipes de direction des entreprises n'ont jamais eu à gérer une évolution aussi prononcée de leur environnement. Avec un décalage, les réactions des entreprises se répercutent sur les cours des actions.

Les gagnants seront les gérants capables de conserver leurs positions malgré la volatilité

Pour les allocataires, la sélection des bons gérants est primordiale dans la monétisation de ces tendances profondes de marché, notamment via leur allocation aux gérants long/ short equity. Le challenge principal tourne autour de l'horizon d'investissement. Le processus d'investissement des gérants long/short equity doit tout d'abord identifier les gagnants et les perdants potentiels. Nous sommes convaincus que l'écart de performances constaté sur le long-terme entre les gagnants et les perdants sera plus élevé que par le passé.

Deuxièmement, les gérants doivent être prêts à conserver leurs positions malgré la volatilité pour capter les tendances de marché évoquées sur le long terme. C'est à ce moment que la taille des positions, la construction du portefeuille, la gestion du risque et l'univers d'investissement sous-jacent deviennent essentiels. Si son exposition nette est trop élevée, un fonds long/short equity peut se retrouver corrélé à une baisse du marché, et donc subir des demandes de rachats des investisseurs et des liquidations prématurées de ses positions. Si certaines positions sont surinvesties par les acteurs de marché, les variations des cours sont amplifiées, ce qui entraîne une réduction prématurée des positions, avec le déclenchement des mécanismes de « stop loss ». En l'absence d'une véritable conviction sur une valeur (le plus souvent en raison d'un processus de recherche insuffisant), il devient difficile de distinguer entre le bruit à court terme du marché et les informations réelles, ce qui empêche également les gérants de « garder le cap ». C'est pour ces différentes raisons que nous cherchons à identifier et à accroître notre allocation de portefeuille à des gérants long/short equity avec une faible exposition nette, voire neutre, intervenant sur des segments de marché peu investis.



Accroître l'allocation de portefeuille à des gérants long/short equity avec une faible exposition nette, voire neutre



7 Vues à long et court terme sur les marchés d'actions

ERIC MIJOT, *Stratégie et Recherche Économique*

L'intervention des banques centrales a largement porté les marchés d'actions depuis 2009 (cf. graphique 1). Au-delà de la maturité du cycle aux États-Unis et de la maîtrise du ralentissement chinois, beaucoup de questions se posent aujourd'hui sur les limites des banques centrales, surtout après le passage à des taux négatifs en Europe et au Japon. En effet, les banques centrales peuvent inonder la planète de liquidités (la BCE assure par exemple une liquidité très forte aux banques de la zone euro jusqu'à l'horizon 2021), mais elles ne peuvent pas créer la demande. Nous apportons ici un éclairage au-delà des aspects de court terme à travers une analyse des facteurs démographiques qui laisse entrevoir une porte de sortie.

Impact puissant du facteur démographique

La croissance potentielle repose sur deux composantes majeures qui sont la croissance de la population active et les gains de productivité. La population active est cependant un concept très large car il regroupe plusieurs générations. Les plus jeunes (20-35 ans) ont par exemple un impact majeur sur la formation des prix immobiliers, en tant que primo-accédants et donc acheteurs marginaux. Les 40-49 ans sont en revanche au maximum de leur productivité et de leur consommation. Aussi, suivre l'évolution de cette cohorte en proportion de la population adulte apporte un éclairage particulier à la fois sur le potentiel de croissance et sur l'évolution à long terme des actions, qui colle bien à l'évolution des « saisons économiques » que nous avons mises en évidence dans le Discussion Paper « *Les cycles longs et les marchés d'actifs* », publié en mai 2015.

On peut ainsi tracer aux États-Unis (cf. graphique 2) la forte dynamique qui prendra forme des années 1950 jusqu'au milieu des années 1960 (le marché des actions a d'ailleurs atteint un sommet majeur en 1966), et la période très inflationniste qui suivit et dura jusqu'au début des années 1980 (le marché des actions a atteint son point bas en 1982). La montée en puissance des baby-boomers d'après-guerre explique ensuite la reprise durable de la croissance économique et des marchés d'actions. Cette période se termina par un krach majeur en 2000, ouvrant la porte sur l'hiver économique dont on n'est pas encore sorti.

L'Europe connaît un développement similaire aux États-Unis (cf. graphique 3), mais avec un décalage qui s'explique par le fait que le baby-boom y a été un peu plus tardif. Il est d'ailleurs intéressant de remarquer que la crise de 2007, pourtant américaine au départ mais beaucoup plus durement ressentie en Europe qu'aux États-Unis, correspond à un point haut de la courbe européenne sur le graphique.

Enfin, on repère facilement sur ce même graphique que le « miracle » japonais des années 1960 à 1990 a été porté par une démographie favorable. Cette période se termine par un krach majeur et l'entrée dans un hiver économique qui n'est pas non plus fini.

Extrapolation pour l'avenir

Une première remarque concerne les États-Unis et a donc des répercussions globales

On visualise sur les graphiques 2 et 3 que vers 2020-2025, la courbe se stabilise dans le cas des États-Unis, puis se retourne légèrement à la hausse. Il s'agit des enfants des baby-boomers qui entrent en âge de consommer : c'est « l'écho » du baby-boom. Par définition, il faut s'attendre à un impact positif moins puissant que celui qu'aura eu le baby-boom lui-même à partir des années 1980, mais il devrait se conjuguer avec une reprise durable de l'investissement des entreprises, cette fois-ci rassurées quant à la demande finale. L'avenir nous dira si cette période correspondra effectivement à la sortie de la période hivernale dans laquelle est plongée l'économie mondiale. D'ici là, il est probable que les États-Unis auront à gérer un retournement de cycle.

L'essentiel

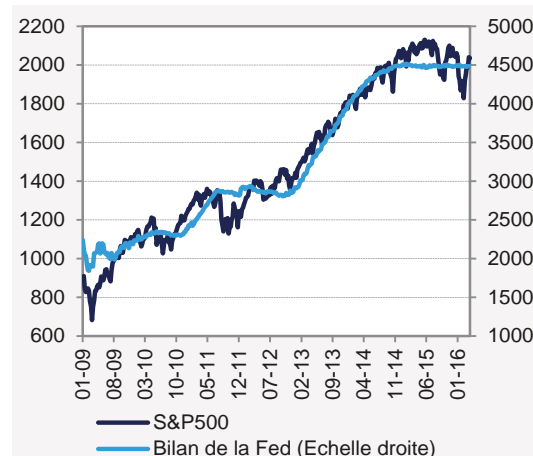
Les facteurs démographiques fournissent une piste intéressante pour anticiper une amélioration structurelle de la demande vers 2020/2025.

D'ici là, un retournement de cycle est probable. Il devrait donner l'occasion aux banquiers centraux et aux gouvernements d'employer des mesures encore plus radicales pour sortir de l'hiver économique dans lequel nous sommes depuis 2000.

À plus court terme, nous pensons que le contre-choc pétrolier et la prudence des banques centrales permettront de prolonger le cycle actuel. Les marchés d'actions pourraient conclure l'année en territoire positif en 2016, mais cette année boursière se caractérisera surtout par une forte rotation de styles.

“ Des marchés portés par les banques centrales depuis 2009 ”

1 S&P 500 et bilan de la Fed



Source : Datastream, Recherche Amundi

La seconde remarque concerne le Japon

De 2005 à 2015, le Japon profite d'une amélioration sur le plan démographique, selon notre analyse (cf. graphique 3), mais l'avenir paraît ensuite bien sombre. Ce qui explique, notamment, pourquoi M. Abe a entrepris sa politique de revitalisation du Japon avec autant de détermination. L'arme monétaire actuellement utilisée ne sera d'ailleurs peut-être pas suffisante pour atteindre son but. En 2017, à la fin du QQE, la banque du Japon détiendra pratiquement 50 % de la dette japonaise.

La réponse des banquiers centraux à la crise des années 2000 était centrée sur la baisse des taux. Suite à la crise de 2007, le *quantitative easing* est devenu la règle. La prochaine récession verra apparaître d'autres méthodes. Les banquiers centraux n'ont pas dit leur dernier mot.

Il est d'ailleurs possible que le Japon soit le premier à passer à une politique encore plus radicale, par exemple en monétisant sa dette et en procédant à une relance budgétaire¹. Il avait déjà eu recours à cette stratégie dans les années 1930. Ce type de méthode représente l'arme ultime et est d'autant plus efficace si elle est couplée à une relance budgétaire. On comprend qu'une telle décision, qui pourrait relancer l'inflation au-delà du nécessaire, réclame un courage politique, qui se justifiera lui-même vraisemblablement par une forte nécessité. Il est alors probable que ce type de méthode radicale ne soit utilisé que lors de la prochaine récession et qu'entre-temps les banquiers centraux continuent de prolonger ou d'améliorer les mesures déjà prises.

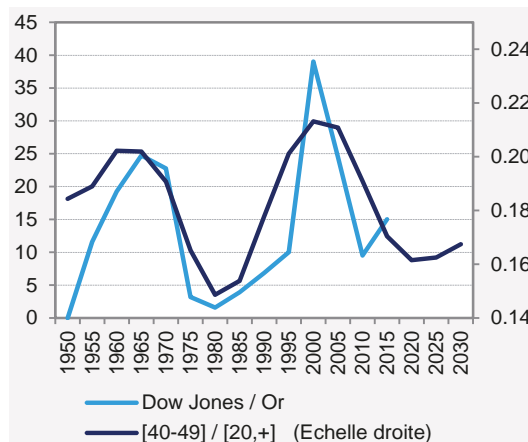
Que faut-il en penser à plus court terme ?

Notre lecture du facteur démographique permet de se fixer un cap, mais ne renseigne pas sur l'évolution à court terme des marchés. À l'horizon des 12 prochains mois, nous pensons que le contre-choc pétrolier et la prudence des banques centrales permettront de prolonger le cycle actuel. Le ratio Brent/Or, qui a rejoint ses plus bas historiques, illustre bien l'idée que le risque déflationniste a été largement pris en compte par les marchés. Un retournement des anticipations d'inflation a la capacité de faire rebondir les marchés d'actions, ce qu'ils ont commencé à faire depuis la mi-février. La valorisation a souffert du renouveau des craintes déflationnistes en début d'année, il est normal que cela marche aussi dans l'autre sens. Le rebond de février et mars a d'ailleurs pratiquement annulé cette prime de risque.

La durabilité du mouvement de hausse dépendra *in fine* de la capacité des profits des sociétés à reprendre le chemin de la croissance. Si les profits mondiaux sont en léger recul (-3 % en glissement annuel sur les données IBES pour le MSCI World), cela est essentiellement dû aux secteurs liés aux matières premières. Ceux des valeurs de croissance sont en général encore orientés à la hausse. S'il se confirme, le rebond des matières premières aura non seulement un impact positif sur la valorisation des sociétés, mais aussi sur les profits de ces entreprises les plus faibles. Dans tous les cas, il est probable que la baisse des profits de ces sociétés sur 2016 soit inférieure à celle de 2015. Après de fortes révisions en baisse ces derniers mois, le consensus fait ressortir une croissance des profits à seulement un chiffre pour pratiquement tous les marchés (+3 % pour le MSCI Monde, +2 % aux États-Unis, +4 % en zone euro, -3 % au Royaume-Uni, +12 % au Japon), ce qui nous semble désormais raisonnable, sauf peut-être dans le cas du Japon.

Avec une Fed se tenant en embuscade pour remonter ses taux dès que la conjoncture le lui permettra, il est vrai que le chemin de la hausse des marchés d'actions est étroit. Nous continuons à penser qu'ils finiront quand même en territoire positif cette année 2016, mais que l'année sera surtout marquée par une forte rotation de styles. Ce cycle a été favorable aux valeurs de croissance. Cela correspond au basculement de l'économie chinoise vers plus de consommation. Les cycles favorables aux valeurs de croissance se terminent toujours par une exagération en trois temps, d'abord à la faveur

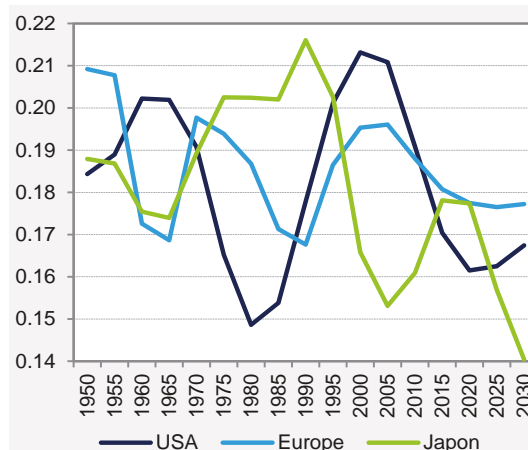
2 Dow Jones / Or et proportion des 40-49 ans dans la population adulte



Source : Datastream, ONU, Recherche Amundi

“ Une démographie plus favorable à partir de 2020-2025 aux États-Unis ”

3 Proportion des 40-49 ans dans la population adulte



Source : ONU, Recherche Amundi

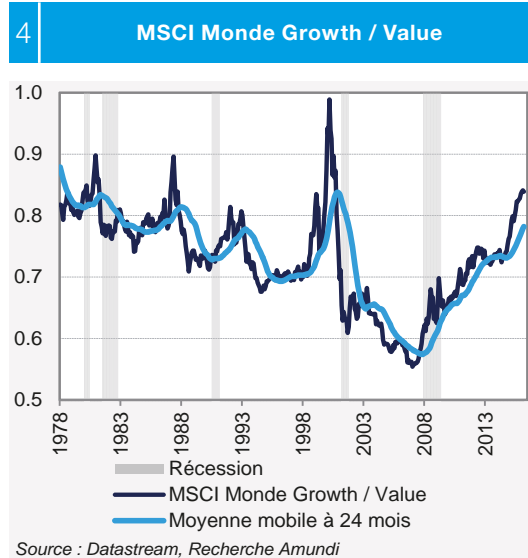
¹ Voir Discussion Paper : « Les banques centrales : premier pilier du cycle d'investissement » Novembre 2015 - DP-12

des valeurs de croissance, puis aux valeurs value (on en est peut-être bien là) et enfin une dernière salve en faveur de la croissance. Ce qui devrait faire de cette année 2016, une année pleine de rebondissements. On remarquera que le retracement en faveur des valeurs value vient systématiquement s'échouer sur la moyenne mobile à 24 mois du ratio valeurs de croissance/valeurs value mesuré sur le MSCI Monde (cf. graphique 4).

Conclusion

Les facteurs démographiques fournissent une piste intéressante pour anticiper une reprise de la demande qui fait cruellement défaut aujourd'hui et questionne régulièrement sur l'efficacité des banques centrales à agir sur l'économie réelle. Selon cette approche il faudrait quand même attendre 2020/2025 pour qu'une amélioration structurelle de la demande s'installe. D'ici là, il est probable que les États-Unis auront à gérer un retournement de cycle. Les banques centrales et les gouvernements n'ont pas encore été au bout de la panoplie des possibles pour lutter contre la déflation ; la prochaine récession devrait leur en fournir l'occasion. La combinaison d'une meilleure perspective sur le plan de la demande et d'une action massive des banquiers centraux et des gouvernements pourrait alors mettre un terme à l'hiver économique dans lequel nous sommes entrés en 2000.

À plus court terme, nous pensons que le contre-choc pétrolier et la prudence des banques centrales permettront de prolonger le cycle actuel. Les marchés d'actions pourraient conclure l'année en territoire positif en 2016, mais cette année boursière se caractérisera surtout par une forte rotation de styles.



8 Fusions transfrontalières des entreprises nippones : l'expansion en dernier ressort ?

MAHFOUD DELAL, *Stratégie et Recherche Économique*

Jusqu'à présent, l'état de santé de l'économie japonaise est resté stationnaire, donnant des signes tantôt d'affaiblissement, tantôt de reprise encourageante. Dans le même temps, les entreprises japonaises se développent activement à l'étranger, portées par le rebond des fusions acquisitions mondiales de l'an passé, lequel n'est pas étranger à l'environnement de taux d'intérêt faibles, au ralentissement de la croissance organique des sociétés et à la hausse de la volatilité des marchés financiers. Ce rebond signale pourtant tout sauf l'euphorie : confrontées au ralentissement de la croissance, les entreprises de pays développés voient les fusions acquisitions comme un passage obligé, tout particulièrement au Japon. En se penchant sur les trois derniers cycles de fusions acquisitions, on voit très clairement que les fusions transfrontalières d'entreprises américaines étaient légion pendant la bulle des TMT et celle de l'immobilier ; or cette tendance semble s'être inversée au profit du Japon, où le besoin de consolidation se fait plus ressentir. Nous pensons que les fusions acquisitions seront nombreuses en 2016.

L'activité des fusions acquisitions a été très soutenue dans le monde en 2015, et les entreprises asiatiques n'ont pas échappé à la tendance. En Asie, c'est en Chine et au Japon que la dynamique a été la plus forte, mais elle s'est révélée moins active en Corée du Sud. La croissance économique à long terme dépend des niveaux d'emploi et de productivité. L'emploi évolue en fonction de la croissance démographique et du taux de participation de la main-d'œuvre, alors que la productivité est liée notamment aux dépenses consacrées aux nouveaux facteurs de capital et à la productivité totale des facteurs (PTF). Chacun sait que le vieillissement de la population japonaise est un problème d'ordre structurel et que les autorités doivent équilibrer la baisse des ressources démographiques et de la PTF avec le taux de participation de la main-d'œuvre et les dépenses en capital. Tout comme le gouvernement cherche à transformer la structure de l'économie pour contrer les effets du vieillissement démographique, les entreprises prennent aussi des mesures pour dynamiser leur activité au travers d'un nombre croissant de fusions et acquisitions à l'international.

En 2015, leur volume a progressé de 50 % par rapport à 2014 et s'est accompagné d'un plus haut historique du nombre de transactions menées à bien. Beaucoup d'entreprises des domaines de l'alimentaire et des boissons cherchent à se développer en Asie pour profiter de la hausse des revenus individuels dans les pays émergents. Quant aux sociétés financières, leur clientèle actuelle ne leur suffit plus et elles se tournent désormais vers le marché plus vaste des États-Unis.

Parmi les secteurs non-cycliques comme les services commerciaux (conseil), les biotechnologies, l'alimentation, les boissons et le tabac, les acquisitions portent d'abord sur des entreprises américaines ou britanniques, puis dans un second temps sur des entreprises asiatiques. Dans les secteurs de la consommation cyclique, un tiers environ des entreprises qui se développent ciblent un rachat aux États-Unis. De plus, le nombre de très grosses transactions (impliquant plus d'un milliard de dollars) a également atteint des records en 2015, avec pas moins de 20 opérations.

Après ces transactions, les entreprises gardent en moyenne 48 % des bénéficiaires étrangers et réinvestissent le reste, une tendance accentuée par l'appréciation du yen depuis le début de l'année. Le phénomène paraît on ne peut plus naturel étant donné que les entreprises japonaises font face au déclin de la population sur leur propre marché : elles cherchent donc à se développer au-delà de leurs frontières. Reste à savoir si le volume élevé des transactions transfrontalières en 2015 soutiendra le marché d'actions en 2016.

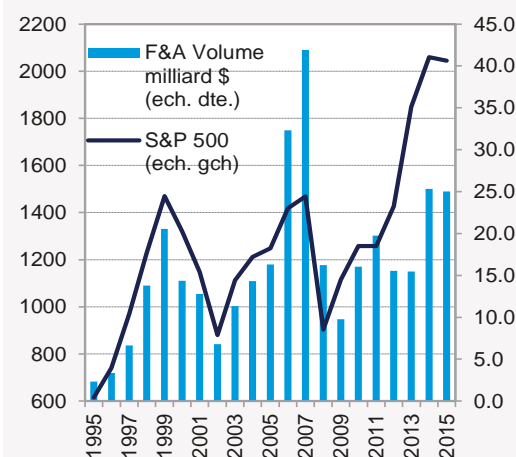
L'essentiel

Avec le vieillissement de la population japonaise, on peut s'attendre à un net accroissement des fusions-acquisitions (et surtout des acquisitions) transfrontalières lancées par des entreprises nippones. Celles-ci ont tendance à vouloir rester compétitives dans leur cœur de métier sans trop se diversifier, et poursuivre leur stratégie. C'est d'ailleurs ce qui explique l'échec de certains rapprochements par le passé.

Devant la faiblesse de la croissance potentielle, les entreprises choisissent de racheter des entités étrangères contre une large prime pour rester dans la course si les réformes structurelles ne parviennent pas à redynamiser l'économie intérieure. Cette expansion à l'étranger est la principale raison de l'écart entre le produit national brut, en hausse, et le produit intérieur brut, qui stagne.

Après une activité très soutenue en 2015, les entreprises chinoises continuent de se développer par des acquisitions à l'étranger, et c'est aussi le cas de leurs consœurs nippones. L'Amérique du Nord est leur terrain de jeu préféré, mais la progression des revenus individuels dans les pays émergents renforce l'attrait de ces derniers pour certaines entreprises dont l'activité n'est pas exposée au cycle économique. Au Japon, la dynamique en marche offre des opportunités d'investissement.

1 F&A USA avec partenaire étranger



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Les taux négatifs poussent les assureurs à rechercher des marges à l'étranger

En imposant une charge de 10 pb aux dépôts des comptes courants, la politique de taux négatifs oblige les établissements financiers à se tourner vers d'autres sources de revenu. Parmi les entreprises qui se développent par des acquisitions à l'étranger, les sociétés de services financiers occupent une place importante liée à la taille des transactions qu'elles opèrent ; les compagnies d'assurances sont les plus représentées, avec quatre transactions parmi les dix plus imposantes en 2015. Celles-ci ressentent un réel besoin de se développer à l'étranger en raison du déclin de la taille de leur clientèle, qui entraîne un recul des primes d'assurance. Déjà très faibles, les taux d'intérêt ont été portés en territoire négatif par la BoJ qui veut encourager les investissements dans les actifs risqués ; mais ce faisant, elle pousse également les banques à chercher des taux d'intérêt plus élevés à l'étranger plutôt que chez elles, où l'économie s'affaiblit, diminuant ainsi leur coût d'opportunité. Parmi les géants bancaires, le troisième plus gros établissement nippon Mizuho Financial Group a racheté le portefeuille de crédits à la consommation de la Royal Bank of Scotland au Canada et en Amérique du Nord, ce qui constitue l'une des plus importantes transactions transfrontalières jamais réalisées par une banque japonaise (3 milliards de dollars).

Depuis la mise en place des taux négatifs le 29 janvier, le nombre de transactions avec des entreprises étrangères est en hausse de 20 % en glissement annuel, principalement sous l'impulsion des secteurs hors finance. Outre les sociétés de services financiers, les groupes industriels font une incursion marquée notamment sur le marché américain, derrière les entreprises des télécommunications et de la consommation non-cyclique (biotechnologies, agroalimentaire, boissons et pharmacie). Dans l'espace ASEAN, une étude publiée récemment par l'Organisation japonaise du commerce extérieur montre que l'intérêt des entreprises japonaises se déplace de la Thaïlande, de l'Indonésie et de Singapour vers la Malaisie, les Philippines et le Vietnam.

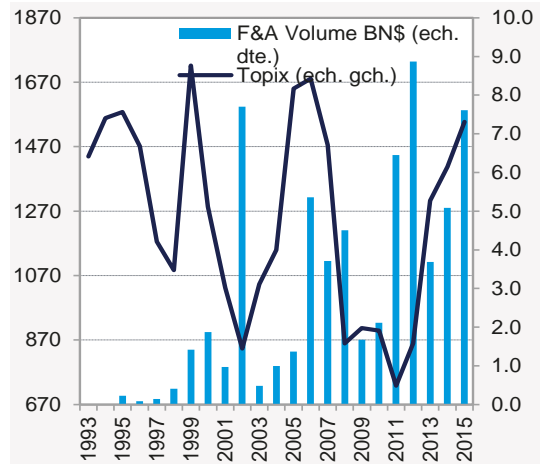
Les fusions acquisitions soutenues par la concurrence accrue entre multinationales chinoises et japonaises

La Chine étant le plus important partenaire commercial du Japon, le ralentissement de son activité pèse sur les entreprises japonaises à cause de la baisse de la demande sur le marché local. Beaucoup d'entreprises japonaises qui ont réalisé des investissements directs à l'étranger (IDE) par le passé en Chine voient désormais leurs ventes baisser, leurs coûts augmenter et leur potentiel de croissance diminuer : voilà pourquoi elles cherchent à réduire leur implication sur le sol chinois et/ou à se redéployer dans d'autres pays. Le marché chinois tire sa force de sa vaste base de consommateurs, grâce à laquelle les entreprises nationales sont en mesure de se développer sans avoir besoin de se diversifier à l'international (du moins en ce qui concerne les secteurs non-manufacturiers). Malgré cela, le cumul des dépenses consacrées aux fusions acquisitions par les entreprises chinoises est quasiment identique à celui de leurs consœurs nippones ; à ceci près que la structure de l'économie chinoise est en train de basculer au profit des secteurs des services. Or la structure même de celui-ci pourrait également changer, tendance manifeste au niveau de la nature des fusions acquisitions menées depuis l'année dernière : celles du secteur technologique ont très nettement progressé avec 33 transactions au compteur. En 2015, la société chinoise Tsinghua a tenté de racheter le leader mondial des semi-conducteurs Micron Technology sans succès. Cependant, Tsinghua, société d'état, a toujours la volonté et le budget pour poursuivre son développement.

À mesure que les entreprises chinoises vont devenir plus compétitives sur la scène internationale dans des secteurs autrefois chasse gardée du Japon, leurs intérêts risquent d'entrer en conflit avec ceux de sociétés japonaises au niveau des fusions : par exemple l'année dernière nous avons assisté à une lutte entre le japonais Hitachi et le chinois CNR Corp pour le rachat de l'italien Ansaldo Breda.

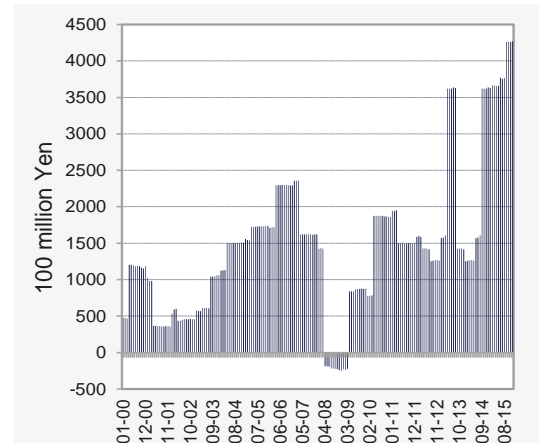
D'autre part, la particularité du marché chinois est que le volume des fusions acquisitions pourrait devenir beaucoup plus important si les autorités décident d'accélérer le développement de l'économie à l'international, car une grande part

2 F&A Japon avec partenaire étranger



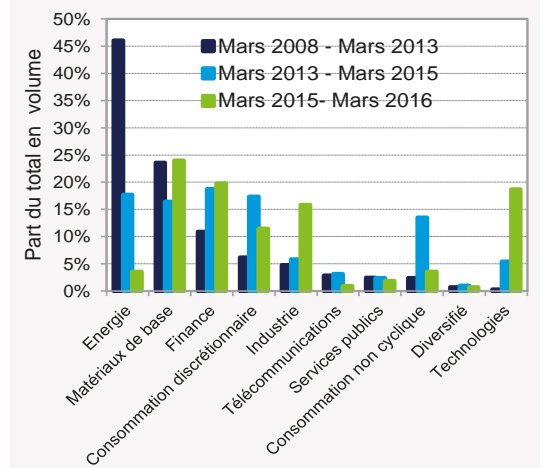
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

3 Réinvestissement des profits à l'étranger



Source : MOF, Recherche Amundi

4 Chine : F&A annoncées avec partenaires étrangers



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



des entreprises sont en effet détenues par des capitaux publics. Dans le même temps, face au ralentissement de l'économie locale, Pékin doit régler le problème de l'inefficacité des entreprises publiques. Par conséquent, la réflexion actuelle menée par la réforme des entreprises publiques aura vraisemblablement un impact sur les fusions acquisitions locales et transfrontalières, selon l'exposition des sociétés concernées.

Le socle des exportations du Japon vers la Chine (et de l'essor récent du tourisme au Japon) est l'image de qualité que renvoient les produits et services nippons, accentuée par la dépréciation du yen depuis 2013. Une grande part des revenus du tourisme provient non pas des visites, mais du shopping auquel s'adonnent les visiteurs, en premier lieu chinois (en nombre et en volume de dépenses). Si la Chine se spécialise dans la production d'articles plus sophistiqués, elle risque de priver le Japon d'un de ses avantages concurrentiels; toutefois, ne cachons pas que les entreprises chinoises auront du mal à avoir une image de marque plus importante qu'au Japon pour certains produits. Des rachats d'entreprises nippones par leurs consœurs chinoises permettraient à celles-ci d'accroître leur part de marché sur des segments nécessitant un plus grand savoir-faire, mais les réticences seront probablement assez fortes au Japon, sauf pour des sociétés en difficulté (comme pour Panasonic en 2012, ou plus récemment Sharp en 2015 et Toshiba en 2016).

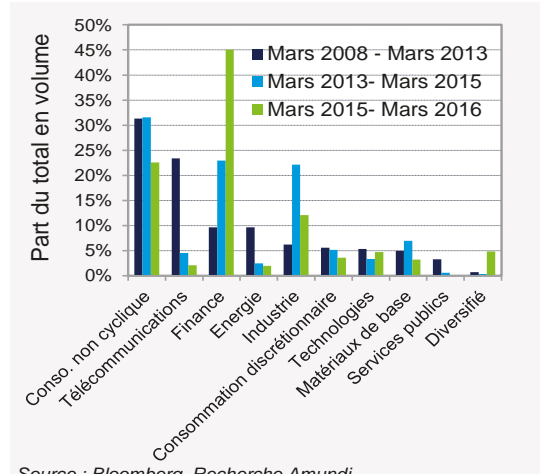
Fusions acquisitions transfrontalières : une bonne variable d'ajustement pour les entreprises en cas d'échec des Abenomics

Au Japon, grâce à l'environnement actuel très favorable (politique monétaire conciliante à l'initiative du gouvernement et de la BoJ), les fondamentaux des entreprises s'améliorent à vue d'œil, l'administration de M. Abe ayant notamment favorisé une hausse de la rentabilité des capitaux propres en déréglant et en réduisant l'impôt sur les sociétés.

Si elles adoptent en plus des mesures internes pour mieux se positionner dans les conditions actuelles ou futures, certaines entreprises pourront nettement améliorer leurs fondamentaux : c'est ce que nous appelons la « Transformation ». Pour la première fois depuis la bulle des TMT, les fusions acquisitions d'entreprises japonaises ont été plus souvent menées à l'étranger qu'au sein des frontières nationales. Elles devraient également rester soutenues en 2016 à en croire les volumes annoncés jusqu'à présent : ils représentent 10 % du total opéré en 2015, année record qui a vu plusieurs transactions majeures à l'image du rachat du transporteur australien Toll HD par Japan Post et de celui de l'assureur américain HCC Insurance HD par son homologue Tokio Marine.

Les entreprises japonaises sont des acheteurs stratégiques qui remportent ces transactions parce qu'ils sont dotés d'une meilleure force de frappe que leurs concurrentes étrangères, qui leur permet de verser des primes plus importantes. Dernièrement, le ratio des liquidités sur le total des actifs des sociétés nippones est monté jusqu'à 15 %, une réserve qui reste à disposition pour contrer une possible baisse de la croissance des bénéfices sur le marché national. Et c'est une tendance qui contribuera à la bonne tenue du marché d'actions.

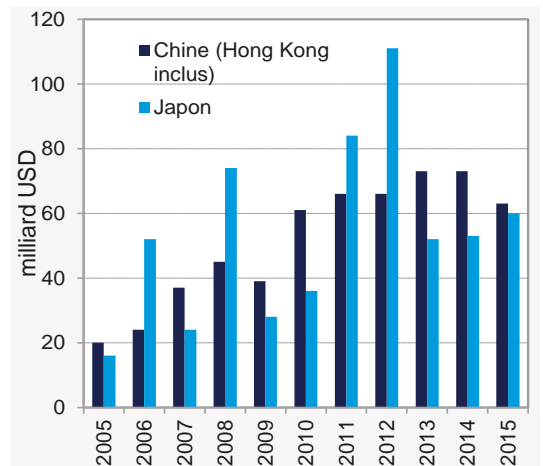
5 Japon : F&A annoncées avec partenaires étrangers



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

“ Les entreprises japonaises réussissent dans la sphère des fusions-acquisitions parce qu'elles sont très déterminées et emploient une tactique efficace ”

6 Fusion & Acquisition avec partenaire étranger



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



9 Le streaming, une vraie opportunité pour l'industrie de la musique

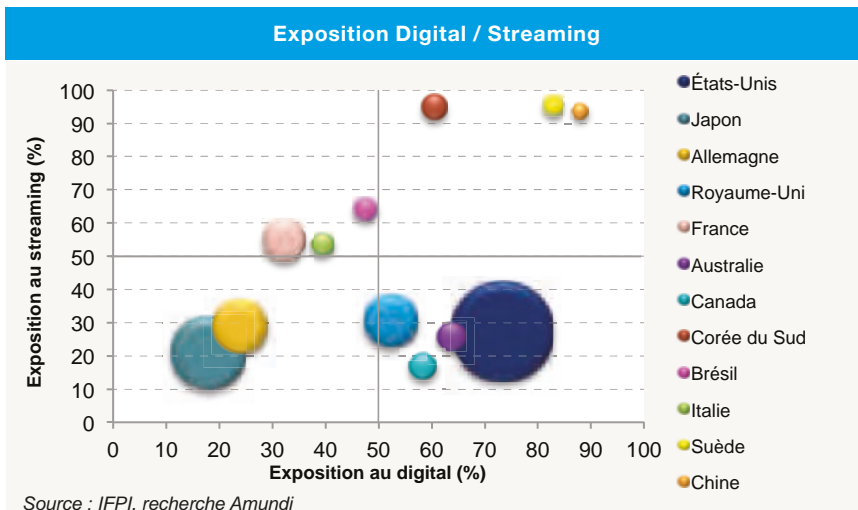
FRÉDÉRIC LABIA, *Analyse Actions*

Industrie de la musique: les tendances historiques

Depuis 2001, l'industrie de la musique a perdu près de 40 % de sa valeur, tombant à un peu moins de 15 milliards de dollars. Cette tendance reflète la croissance du piratage en ligne et la migration vers les plateformes de téléchargement numériques. Ces dernières ont bouleversé les canaux de distribution traditionnels et contribué à l'émergence de « l'unbundling » (l'achat de chansons et non d'albums). Plus récemment, la pratique du téléchargement a elle-même été perturbée par le développement du streaming, témoignant de la préférence des consommateurs pour l'accès à la musique au détriment de la propriété des fichiers. L'industrie de la musique doit donc désormais gérer plusieurs transitions de manière simultanée : du physique au digital, des PC aux mobiles et du téléchargement au streaming.

Les ventes de musique en formats physiques (CD, DVD et vinyles) représentent moins de la moitié du total des revenus de l'industrie (46 %). Les formats physiques restent néanmoins dominants dans certaines régions, comme au Japon (78 %), en Allemagne (70 %) et en France (57 %). Les vinyles demeurent un produit de niche, avec 2 % du total des revenus, même si ce format continue à se redresser avec des ventes en hausse de 55 % en 2014.

Les ventes de musique en format numérique peuvent être réparties en deux catégories : le téléchargement (31 %) et le streaming (15 %). Ensemble, ces deux catégories ont une taille comparable à celle des ventes de formats physiques (46 %). Les téléchargements représentent l'essentiel des revenus mondiaux de la musique digitale, malgré une baisse de 8 % en 2014. Cette baisse est due à la croissance soutenue des smartphones et des tablettes qui sont plus adaptés à l'utilisation des services de streaming que pour les téléchargements.



Le streaming est indéniablement l'avenir de la consommation de musique

En 2014, dans le domaine de la musique en format numérique, les modèles reposant sur la propriété des fichiers (téléchargement) ont continué à laisser leur place à ceux axés sur l'accès en ligne (streaming). Le streaming a enregistré une croissance impressionnante de 39 %, tandis que les téléchargements ont diminué de 8 %. On constate très clairement que les consommateurs s'orientent désormais vers un accès instantané, permanent et en temps réel à la musique, aujourd'hui facilité par l'intégration des services sur des plateformes et des dispositifs de stockage en ligne (cloud). Les smartphones,

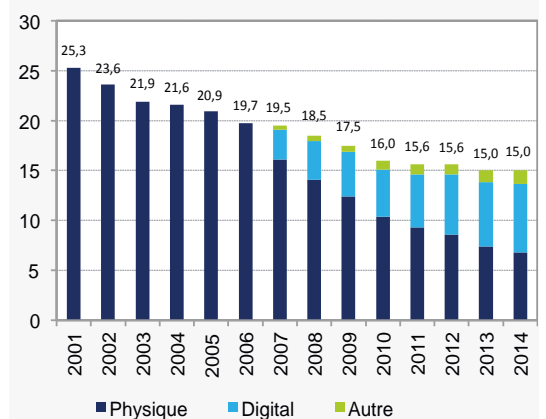
L'essentiel

Après 20 ans de déclin lié à la migration vers les technologies numériques, l'industrie de la musique semble avoir passé le creux de la vague. Nous pensons même qu'elle est désormais proche d'un rebond grâce à la forte croissance attendue de la consommation de musique en streaming.

Nous sommes convaincus que le streaming va continuer à se développer rapidement au cours des prochaines années : la base d'abonnés devrait croître d'environ 40 % par an au cours des trois prochaines années, pour les raisons suivantes (i) les consommateurs ont désormais tendance à privilégier « l'accès [aux services] » par opposition à « la propriété [de biens] », (ii) les infrastructures technologiques ne cessent de s'améliorer et la pénétration des smartphones continue à augmenter et (iii) la portée du streaming va augmenter avec le lancement des services de plateformes aussi influentes qu'Apple ou Google, tandis que les opérateurs historiques continuent à accroître leur couverture du marché mondial.

Jusqu'à présent prudents à l'égard du potentiel du streaming, nos analyses récentes montrent que, même en intégrant un contrecoup prononcé lié à un phénomène de cannibalisation, le secteur de la musique devrait poursuivre son développement et enregistrer un taux de croissance soutenu de 4 à 5 % au cours des prochaines années. Les opportunités fournies par le streaming sont bien réelles !

1 Industrie mondiale de la musique (par format)



les tablettes et les phablettes¹ sont des terminaux portables puissants dotés d'interfaces avec les réseaux sociaux, qui permettent un partage instantané et facilitent les paiements et les abonnements. Ces caractéristiques se sont conjuguées pour créer une culture de l'immédiateté et de l'accès instantané pour les consommateurs.

Plusieurs facteurs vont selon nous accélérer la demande en services de streaming :

Accès vs propriété

Le modèle centré sur l'accès prend de plus en plus le dessus sur celui axé sur la propriété. Les consommateurs veulent payer uniquement lorsqu'ils ont un besoin spécifique et avoir accès à des produits ou des services qu'ils n'auraient pas les moyens de payer dans d'autres circonstances. La génération des « Digital Natives » (ceux qui ont grandi avec Internet) sont à l'avant-garde de cette transition vers les modèles centrés sur l'accès. Jeunes pour la plupart, ils ont du temps à leur disposition et, en règle générale, assez peu de moyens financiers. Ils choisissent donc des alternatives gratuites comme YouTube, Pandora et Spotify Free. Ce n'est qu'une fois qu'ils ont acquis du pouvoir d'achat qu'ils commencent à contribuer à la dynamique des services d'accès payants.

Les smartphones et les partenariats serviront de catalyseurs de croissance

Dans un monde hyperconnecté, où la connectivité devient plus abordable et où la popularité des technologies mobiles et des réseaux sociaux ne cesse d'augmenter, Internet constitue une plateforme stable, clé pour le développement des modèles reposant sur le partage. La croissance soutenue de la base installée de smartphones est de fait l'une des principales raisons du succès du streaming. En outre, la volonté des opérateurs de téléphonie mobile de subventionner les abonnements aux services de streaming jouera un rôle majeur dans le développement de ce marché. Dans certains pays, de grandes entreprises de télécommunications ont déjà lancé des campagnes mettant en avant ce genre de services, avec notamment des services groupés payants.

L'influence des géants d'Internet

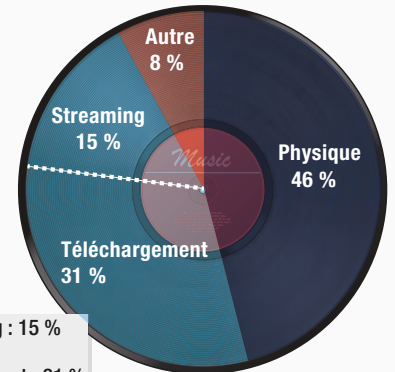
Après avoir lancé leurs propres services, des acteurs aussi influents qu'Apple et Google vont clairement contribuer à démocratiser l'usage du streaming à l'échelle mondiale. En ce sens, le lancement d'Apple Music a, selon nous, constitué une publicité gratuite pour l'ensemble du marché du streaming. Fort de sa puissance de feu marketing, Apple va en effet contribuer à éduquer une grande partie de la population qui ne comprend pas encore vraiment ce pour quoi elle doit payer. Par ailleurs, les spécialistes mondiaux du streaming comme Spotify, Deezer, Amazon et Tidal continuent à pénétrer de nouvelles régions et à élargir leur couverture.

Estimer le potentiel de croissance des services de streaming et l'impact sur le marché global : l'opportunité est bien réelle

Si l'on extrapole les tendances de 2014 (streaming +39 %, téléchargement -8 %, formats physiques -8 %), le marché a probablement enregistré une croissance de 1 % en 2015 et pourrait croître de 4 % en 2016 et de 7 % en 2017. En appliquant les tendances historiques (recul des formats physiques de -10 %, contre -8 %), on parvient à une croissance de 2 % en 2016 et de 5 % en 2017.

L'adoption d'une approche bottom-up fondée sur la prévision du nombre d'abonnés par plateforme (Spotify, Apple, Deezer et autres) laisse augurer d'une accélération sous-jacente encore plus forte de la croissance du nombre d'abonnés payants au streaming. Cela nous conduirait à anticiper une croissance du marché de +5 % en 2016 et +6 % en 2017. Il serait toutefois naïf de n'anticiper aucune cannibalisation : la croissance du streaming se fait en effet en partie au détriment des formats physiques et/ou des téléchargements.

2 Industrie mondiale de la musique (source de revenus en 2014)



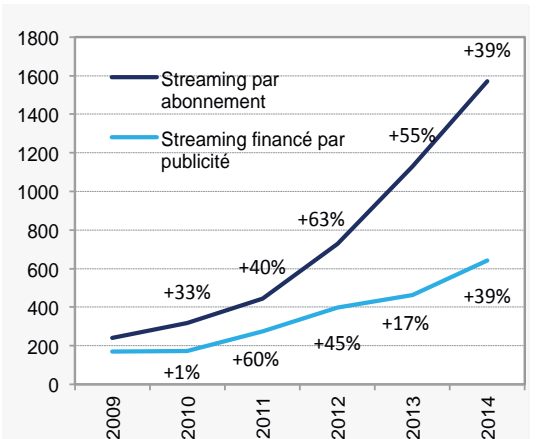
Streaming : 15 %
+
Téléchargement : 31 %

Digital : 46 %

Source : IFPI, recherche Amundi

“ Le pire est probablement passé pour l'industrie mondiale de la musique, qui est désormais à un tournant ”

3 Croissance du streaming, en glissement annuel (2009-2014)



Source : IFPI, Recherche Amundi

¹ Appareil hybride entre smartphone et tablette.

Il est possible d'estimer l'impact de cette cannibalisation (sur la base du budget moyen d'achat de musique d'un détenteur d'iPhone, soit 60 euros par an), si l'on considère que 70 % des nouveaux abonnés d'Apple Music achetaient déjà de la musique via des téléchargements ou des formats physiques, et que 60 % d'entre eux cesseraient cette pratique. Nous arrivons à la conclusion que, ainsi retraité, le marché pourrait croître de 3 % en 2016 et de 5 % en 2017. Ce qui nous ramène quasiment à nos hypothèses initiales.

Conclusion

Le pire est probablement passé pour l'industrie mondiale de la musique, qui est désormais à un tournant. Après un recul de plusieurs décennies, le secteur devrait reprendre le chemin de la croissance dès cette année (+2-3 % en 2016 à +4-5 % en 2017), niveau qui devrait se maintenir du fait de la pénétration persistante des services de streaming. Naturellement, notre modèle repose sur des hypothèses qui sont discutables. Néanmoins, notre scénario central n'est pas particulièrement optimiste : d'ici 2020, nous pensons que l'industrie de la musique ne sera revenue qu'à 75 % des revenus qui étaient les siens en 2001 (19 milliards de dollars contre 25 milliards de dollars).





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

- **Marchés financiers et environnement de taux bas / négatifs : réflexion sur les enjeux actuels**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- **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*

Spécial Focus

- **Taux négatifs : une mesure en soi potentiellement contre-productive... et anxiogène**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- **La BCE a-t-elle atteint ses limites ? Bilan avant le conseil des gouverneurs du 10 mars**
VALENTINE AINOUIZ, BASTIEN DRUT – *Recherche, Stratégie et Analyse*
- **La Banque du Japon à bout de souffle**
AKIO YOSHINO – *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 – FrancescoCorticchia – franckreporter