

Mai 2016



Allocation d'actifs
Marchés émergents
**La mutation des outils
des banques centrales**
"Helicopter money"
**Immobilier de bureau
en Europe**
Taux de défaut du High Yield
Brexit
Chine
Abenomics
**L'enjeu du digital dans
la distribution alimentaire**

Sommaire

Repères

Allocation d'actifs : stratégies d'investissement d'Amundi
Pourquoi les marchés émergents peuvent tirer leur épingle du jeu en 2016

La Fed rassure, la croissance mondiale ne s'écroule pas, pas plus que l'économie américaine, les cours des matières premières ont stoppé leur chute... et les atouts des économies émergentes refont surface : des devises nettement sous-évaluées, des valorisations parfois excessivement basses, des portefeuilles internationaux fortement sous-pondérés en actifs de ces pays, une oasis de taux et de *spreads* dans un monde de taux proches de zéro ou négatifs... Au total, les flux de capitaux reviennent peu à peu et nous confortent dans nos vues positives sur les marchés émergents, aussi bien actions, qu'actifs de dette et devises.

> **FOCUS** > Brésil : une crise économique et politique, et un risque spécifique

Facteurs de risque



Page 4

Contexte macroéconomique

Page 10

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 14

Page 15

Politiques monétaires

1 La mutation des outils des banques centrales : bilan et perspectives

Le mode de fonctionnement des banques centrales a radicalement changé depuis la Grande Récession de 2008-2009. L'affaiblissement généralisé du potentiel de croissance a tiré les taux directeurs à la baisse, vers zéro, pour la majorité des banques centrales des économies développées. Nous passons ici au crible les principales mesures de politique monétaire non conventionnelles décidées ces dernières années et montrons que le coût et les risques liés aux politiques de *quantitative easing*, de taux négatifs et d'interventions sur le marché des changes sont de plus en plus grands.

Page 16

2 « Hélicoptère money » : de quoi s'agit-il ?

Les banques centrales constatent désormais l'efficacité limitée de leurs politiques d'assouplissement quantitatif. Le recours à la « monnaie hélicoptère » — en référence à une parabole de Milton Friedman restée célèbre — est revenue en force sur le devant de la scène. De quoi s'agit-il ? En quoi cette option diffère-t-elle des politiques d'assouplissement quantitatifs déjà menées ? Et en quoi serait-elle potentiellement plus efficace ?

Page 21

Immobilier

3 Immobilier de bureau en Europe : bilan 2015 et stratégies 2016

Dans un contexte de reprise économique, le marché des bureaux en Europe a retrouvé des couleurs en 2015. Les loyers sont globalement en progression avec la croissance — même modeste — de l'emploi et une offre neuve contenue, alors que les prix continuent leur ascension effrénée du fait de l'afflux de liquidités à la recherche de rendement. Tour d'horizon européen.

Page 25



Crédit

4 État des lieux et prévisions des taux de défaut du HY

Page 28

Les taux de défaut semblent avoir franchi un point d'inflexion dans le cycle américain, mais leur hausse récente est surtout due à l'impact des entreprises faiblement notées du secteur des matières premières, et n'est pas encore une tendance générale. Des signes de tension commencent toutefois, également à apparaître dans des secteurs sans lien avec les matières premières. Nous prévoyons un taux de défaut de 6 % pour les obligations HY américaines d'ici la fin 2016, dont une moitié attribuable aux secteurs liés aux matières premières et l'autre moitié imputable à une augmentation limitée des défauts dans les autres secteurs. La situation est par contre bien plus stable en Europe, grâce notamment aux dernières mesures annoncées par la BCE.



Royaume-Uni — Brexit

5 Le pari de David Cameron sur le Brexit : rien n'est perdu si la participation est (assez) élevée

Page 33

Anticipant une défaite aux élections législatives de 2015, David Cameron semble avoir parié que le référendum sur le Brexit n'aurait pas lieu lorsqu'il l'a appelé de ses vœux ; aujourd'hui, cependant, celui-ci fait figure de vote de confiance. Compte tenu de l'antinomie entre les deux camps qui s'affrontent (prospérité contre souveraineté), l'issue du référendum va dépendre de la mobilisation relative de deux groupes d'électeurs anglais fidèles à des sensibilités politiques radicalement opposées. D'après les sondages (dont l'erreur de prévision à une semaine du vote de 2015 était relativement minime), il faudrait une abstention à 30 % pour que les deux camps fassent jeu égal, et les pro-Europe auront une avance de plus de 5 % si le niveau des indécis reste inchangé (10 % actuellement).

Chine

6 Chine : où va donc l'argent ?

Page 36

On constate actuellement de nouvelles craintes à l'égard de la Chine sur les marchés des contrats à terme sur matières premières, des obligations, de l'immobilier, des devises et des actions. On observe également un retour des capitaux, en termes d'encours et de flux, en particulier sur les marchés d'actions, d'obligations, de l'immobilier et des contrats à terme sur matières premières. Par conséquent, ces quatre grands marchés jouent aux « chaises musicales » dans ce qui semble être une sorte de circuit fermé.

Japon

7 Abenomics : les réformes de base sont toujours à l'œuvre

Page 40

Les politiques japonaises continuent d'imposer des changements structurels afin d'influencer la croissance du pays. Optimisme de long terme et défaitisme à court terme rivalisent et les autorités tentent de jouer sur les deux tableaux. Afin de rester attractives, les sociétés devront trouver des moyens autres qu'un yen faible, en améliorant par exemple le rendement du capital.

Éclairage sectoriel

8 Révolution ou évolution dans l'offre digitale alimentaire ?

Page 44

La compétition sur le marché alimentaire via internet s'est exacerbée récemment avec de nouvelles initiatives en Europe du groupe américain Amazon, qui renforce un peu plus sa crédibilité sur la vente de produits d'épicerie et de produits frais. Il s'agit tout à la fois d'un nouveau défi pour Amazon mais aussi d'une menace potentielle à moyen terme pour les distributeurs traditionnels.



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

Pourquoi les marchés émergents peuvent tirer leur épingle du jeu en 2016

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

La principale modification de ces derniers mois dans nos portefeuilles concernant les marchés émergents (actions, dettes et devises), il est utile de s'attarder quelque peu sur cette classe d'actifs bien spécifique.

Rappelons tout d'abord que la faiblesse des classes d'actifs EMG depuis quatre ans s'explique par la confluence de nombreux facteurs défavorables :

- **Trop d'entrées de capitaux** pendant le QE américain. D'après certaines estimations, plus de 20 % des injections de liquidités de la Fed auraient été investies sur les EMG, excès qui devait ensuite se corriger de lui-même ;
- **Les anticipations de politique de la Fed** : depuis 2013, les EMG ont pâti de la fin des plans de rachats d'actifs de la Fed et des anticipations de resserrement de sa politique monétaire ;
- **Contre-choc des prix du pétrole** : le repli des cours pétroliers a semé des doutes quant aux risques véhiculés par certains pays, secteurs, entreprises et banques, notamment parmi les producteurs de matières premières ;
- **Chine** : l'un des principaux facteurs responsables de l'effondrement des EMG a été le ralentissement économique de la Chine depuis 2012, et les débats quant à la possibilité d'un atterrissage forcé ;
- **Yuan** : craintes de dévaluation massive, doutes quant à la capacité des autorités chinoises à stabiliser le yuan face à un panier d'autres devises ;
- **Croissance américaine** : craintes de consolidation, voire de ralentissement, voire même de récession ;
- **Risques spécifiques et récession** dans certains des pays BRICS (en l'occurrence le Brésil et la Russie) ;
- **Devises EMG** en baisse depuis 2013, autre facteur d'affaiblissement des actions et de la dette émergente ;
- **Révision à la baisse de la croissance mondiale** en 2014, 2015 et 2016 ;
- **Sorties de capitaux des EMG au bénéfice des économies avancées** : le découplage entre EMG et pays avancés a offert de nouvelles opportunités. L'amélioration de la conjoncture économique en Europe a drainé des capitaux au détriment des EMG et les anticipations de rendement/risque pour les EMG sont devenues négatives par rapport à celles des pays avancés.

Avec pour conséquence des sorties de capitaux depuis les EMG, jusqu'à faire du dit « bloc » une classe d'actifs négligée... devenue sous-pondérée dans tous les portefeuilles internationaux. Pendant cette période, mieux valait donc faire preuve de sélectivité et préférer les pays consommateurs de matières premières, capables de dégager une croissance autonome et à faible dette externe, avec si possible une devise sous-évaluée. Comme toujours dans ce type de situation, certaines actions, entreprises, obligations et devises ont été largement trop sanctionnées.

Trois questions majeures à ce stade :

1. Quels sont les prérequis pour un retour en grâce des EMG ?
2. Quels sont les atouts clés des pays EMG en ce moment ?
3. Comment aborder le monde non homogène des pays émergents ?

L'essentiel

Cet article analyse les prérequis nécessaires à un rebond des marchés émergents, les atouts actuels de ces marchés et les différentes façons d'investir dans ces pays. Il rappelle la méthode adoptée chez Amundi. Les marchés émergents ont souffert à partir de 2013 (quand ont commencé à apparaître les craintes de fin du QE de la Fed) jusqu'en février 2016 (quand se sont estompées les craintes de voir la Chine sombrer et/ou dévaluer le yuan). Entre-temps, c'est la récession dans des grands pays émergents (Brésil, Russie notamment) ou encore la forte chute des matières premières qui ont alimenté la baisse des marchés émergents et des devises émergentes.

Les craintes s'estompent peu à peu, la Fed rassure, la croissance mondiale ne s'écroule pas, pas plus que l'économie américaine, les cours des matières premières ont stoppé leur chute... bref, les atouts des économies émergentes refont surface : des devises nettement sous-évaluées, des valorisations parfois excessivement basses, des portefeuilles internationaux fortement sous-pondérés en actifs de ces pays, une oasis de taux et de *spreads* dans un monde de taux proches de zéro ou négatifs... Au total, les flux de capitaux reviennent peu à peu et nous confortent dans nos vues positives sur les marchés émergents, aussi bien actions, qu'actifs de dette et devises. Attention cependant car demeurent encore quelques risques spécifiques comme le Brésil, empêtré dans un imbroglio politique sans doute durable.



Depuis plusieurs années, les EMG sont sous-pondérés dans tous les portefeuilles internationaux



Quels sont les prérequis pour un retour en grâce des EMG ?

Prérequis n° 1 : la Fed doit maintenir une politique accommodante

Comme on a pu le voir à nouveau en 2013 et 2015, les marchés EMG dépendent grandement des taux américains. Souvenez-vous: le mouvement baissier avait commencé par les rumeurs de fin prochaine du QE et l'annonce d'un changement de cap à venir dans l'orientation des taux d'intérêt. Aujourd'hui, la Fed est en retard sur la courbe et n'a plus la possibilité de resserrer ses taux pour se reconstituer une marge de manœuvre comme en 2004-2006: elle est donc appelée à poursuivre sur la voie d'une politique accommodante, avec un QE4 si nécessaire. Les banques centrales (BCE, BoJ, PBoC et Fed) ne sont pas près de refermer le robinet à liquidités, un facteur favorable aux classes d'actifs EMG et aux actifs risqués dans leur ensemble.

Prérequis n° 2 : Chine : les craintes concernant la croissance et le yuan sont exagérées

Comme on l'a vu plus haut, le ralentissement de l'économie chinoise est un fait. Aucun atterrissage forcé n'est à craindre pour l'instant. La Chine ne va pas dévaluer le yuan et sa politique de change est désormais stable. Depuis peu, la PBoC a modifié l'essence même de son régime de change en choisissant de gérer la stabilité du yuan par rapport à un panier d'autres devises: stratégie plutôt efficace *a minima*. Une stabilisation de la croissance et/ou une dissipation des craintes entourant la Chine et le yuan (comme c'est le cas aujourd'hui) sont favorables pour les classes d'actifs EMG.

Prérequis n° 3 : les prix du pétrole et des matières premières cessent de baisser et commencent à repartir à la hausse

1^{re} observation : les économies connaissent le contre-choc le plus important depuis plusieurs dizaines d'années, avec certains impacts positifs.

- Impact positif pour **les pays consommateurs de matières premières**;
- Impact positif pour les **marges** et les **bénéfices** des entreprises;
- Favorise un nouveau repli des **indices de prix**, ce qui donne des marges de manœuvre sur la politique monétaire, etc.;
- Conforte la **croissance** et la **demande intérieure**, au moment où c'est la demande interne qui est le principal moteur de croissance.

2^e observation : les deux tiers de la baisse des cours pétroliers sont liés à l'offre.

C'est pour cela qu'il est si difficile de prévoir les prix, difficulté qui renforce les niveaux d'incertitude et de volatilité.

3^e observation : l'essentiel de la production mondiale de matières premières n'est plus rentable. Il doit y avoir soit hausse des prix, soit baisse de l'offre, soit les deux en même temps.

Autrement dit:

- L'impact négatif du contre-choc pétrolier est surestimé (ses effets positifs sont plus importants qu'on ne le pense);
- Pour l'essentiel, la baisse des prix est liée à des facteurs d'offre, et non de demande;
- Les prix des matières premières devraient bientôt arrêter de fléchir.

Ce sont là trois tendances favorables aux EMG et à leurs classes d'actifs.

Prérequis n° 4 : la croissance mondiale ne ralentit pas davantage

La croissance mondiale devrait s'établir à 3 % environ en 2016 et 2017 et l'on ne s'attend plus à un nouveau ralentissement ou à une nouvelle récession. La Russie et le Brésil (à un stade ultérieur) devraient progressivement sortir de la récession et la croissance des PIB des EMG devrait s'améliorer graduellement.

Conclusion sur ces prérequis : au regard de nos quatre prérequis, les marchés EMG (actions et dette) devraient pouvoir se redresser en 2016. Une fois ces conditions remplies, les atouts clés des EMG pourront reprendre le dessus.



Une stabilisation de la croissance et/ou une dissipation des craintes entourant la Chine et le yuan (comme c'est le cas aujourd'hui) sont favorables aux classes d'actifs EMG



Quels sont les atouts clés des pays EMG en ce moment ?

Atout clé n° 1 : la dette émergente est considérée comme une oasis de taux et de spread dans un monde de taux faibles ou négatifs

Au Japon, les taux sont négatifs tout le long de la courbe (sauf à 30 ans... où ils sont néanmoins proches de zéro). Au sein de l'indice Barclays Euro Global Aggregate (dette souveraine et quasi-souveraine, crédit des financières et non-financières), 35 % des composantes présentent un rendement négatif, et rares sont les émissions offrant un rendement supérieur à 2 %. La dette EMG, quant à elle, affiche toujours des *spreads* et des rendements attractifs, un avantage non négligeable dans les conditions actuelles.

Atout clé n° 2 : les devises locales sont bon marché

Les devises EMG ont commencé à se déprécier en 2013, avec l'arrivée des rumeurs de fin du QE américain. Depuis, tous les éléments sont allés dans le sens d'une baisse supplémentaire (Russie, Brésil, Chine, CNY, matières premières, Fed, croissance mondiale, etc.). Les devises EMG sont donc bon marché, parfois même nettement sous-évaluées. À ce stade, la dette en devise forte peut être délaissée au profit de la dette locale.

Atout clé n° 3 : des régimes de change flexibles

Depuis quelques années, les pays EMG adoptent des taux de change flexibles. La dépréciation des devises locales a permis d'éviter une importante dévaluation interne (récession/dépression) et favorise/garantit désormais une reprise plus soutenue. Il s'agit d'une différence de taille avec les épisodes de crise précédents où les devises avaient commencé à se déprécier à la toute fin de la crise financière et suite à l'effondrement de l'activité économique. Autrement dit, les devises sous-évaluées deviennent un élément positif.

Atout clé n° 4 : beaucoup moins de dette en USD que par le passé

Aujourd'hui, l'appréciation de l'USD n'est pas aussi néfaste qu'elle a pu l'être par le passé : depuis 15 ans, la structure de la dette a nettement évolué et le marché est moins sensible à l'évolution du dollar ou d'autres devises étrangères.

Atout clé n° 5 : baisse des prix du pétrole, hausse de l'USD...

L'un dans l'autre, le contexte n'est pas aussi défavorable qu'on ne le croit pour les pays producteurs de pétrole dotés de régimes de change flexibles.

Conclusion sur les atouts clés

Les classes d'actifs EMG sont largement ignorées depuis 3 ans et demi ; à cela deux raisons : les facteurs mentionnés ci-dessus, et la surestimation de certains risques. Comme on pouvait s'y attendre, les marchés EMG sont maintenant sous-pondérés dans les portefeuilles internationaux et présentent des points d'entrée très intéressants. Leurs atouts clés pourront faire la différence, sous réserve que soient atteints un certain nombre de prérequis.

Comment aborder le monde non homogène des pays émergents ?

Le vocable « marchés émergents » n'est pas satisfaisant. Il est trompeur, car il tend à regrouper des pays qui ont des caractéristiques et réalités économiques très différentes. Par ailleurs, il ne permet pas de reconnaître les avancées spectaculaires de certains d'entre eux. Enfin, certains de ces pays sont désormais bien mieux positionnés que des pays dits « avancés ». En fait, aussi bien le vocable « pays émergent » que celui « de « pays avancé » prêtent à confusion. Cela est tout particulièrement regrettable dans la situation actuelle, qui nécessite voire impose une analyse en valeur relative, hors des *benchmarks* tant les divergences se creusent, et tant les caractéristiques des pays peuvent être aux antipodes. Il y a plusieurs voies traditionnelles d'aborder les pays et les marchés émergents :

Voie traditionnelle # 1 : un raisonnement par blocs ou indices

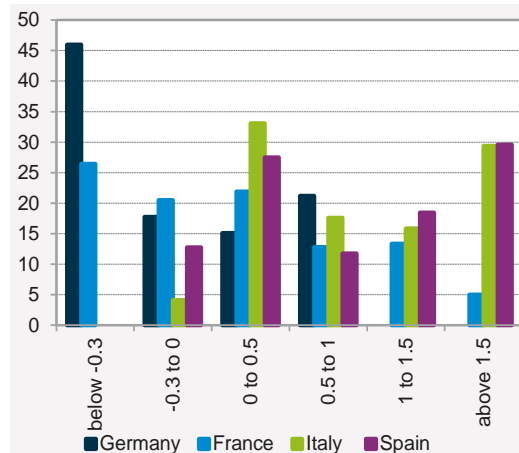
Cette approche oppose bloc de pays EMG et bloc de pays avancés... Il s'agit d'un clivage complètement dépassé depuis longtemps. Les divergences entre pays du même bloc, le fait que certains pays EMG sont en meilleure santé que des pays avancés... tout ceci nécessite une analyse plus fine.



La dette EMG, quant à elle, affiche toujours des *spreads* et des rendements attractifs, un avantage non-négligeable dans les conditions actuelles



1 Taux de rendement des obligations gouvernementales (en % des montants existants) — 22 avril 2016



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Voie traditionnelle # 2: un raisonnement par régions

Cette approche est insuffisante même si l'on peut trouver, par région, des caractéristiques communes: l'Asie est plutôt consommatrice de matières premières, les pays du Golfe plutôt producteurs de pétrole, l'Europe EMG fortement « collée » à l'UE... Passer d'une région à une autre en termes d'investissement selon des thématiques fortes est un bon début, mais on peut faire mieux.

Voie traditionnelle # 3: Un raisonnement par indices et sous-indices

Cette approche conduit à l'adoption de concepts comme les BRICS, les Next11, les pays NewFrontier. Mais ce ne sont pas des véritables typologies, ce ne sont en fait que des indices non homogènes et sans logique autre que le niveau de développement économique et financier. Parfois fortement diversifiés, ces indices ne permettent pas une optimisation des thèmes d'investissement.

- Les « **BRICS** »: Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud; sans doute une belle idée en communication (en fait, cet acronyme regroupe les plus grands pays, ni plus ni moins!), mais aucune réalité politique, économique... l'idée même de passer d'un pays à un autre est peu intéressante car le portefeuille est trop concentré, avec trop de risque spécifique;
- Les « **Next11** »: Bangladesh, Égypte, Indonésie, Iran, Mexique, Nigeria, Pakistan, Philippines, Turquie, Corée du Sud, et Vietnam;
- Les pays dits « **New Frontier** », pays considérés comme la prochaine vague de pays émergents. L'indice « MSCI New Frontier » comprend 25 pays: Argentine, Bahreïn, Bangladesh, Bulgarie, Croatie, Estonie, Jordanie, Kazakhstan, Kenya, Koweït, Liban, Lituanie, Maurice, Nigeria, Oman, Pakistan, Qatar, Roumanie, Serbie, Slovaquie, Sri Lanka, Tunisie, Émirats Arabes Unis, Ukraine, Vietnam.

Approche Amundi: analyse et typologie type « factor investing »

Nous avons conduit plusieurs travaux permettant de classer les EMG, mais deux études, l'une menée en 2012, et l'autre menée en 2014, méritent l'attention. Elles ont fait l'objet de communications, notamment dans cette revue mensuelle. Rappelons-en l'essence et les principes:

- une *scoring* permet de déterminer un ordre de valeur des pays sous analyse en fonction de divers critères (croissance, inflation/déflation, vulnérabilité financière...),
- une analyse statistique basée sur la proximité économique permet ensuite de regrouper les pays en groupes homogènes sur un facteur commun...

Notre approche est originale, car elle brise la logique de *benchmark*, de zone et de région. Ainsi, depuis 2014, nous recommandons, dans nos approches en valeur relative, de préférer les pays à croissance autonome, consommateurs de matières premières, à faible vulnérabilité externe, et si possible à devise sous-évaluée. Regarder de près les pays producteurs de matières premières, sous-valorisés, à devise fortement sous-évaluée fait désormais sens.

Conclusion

Le contexte international permet aux investisseurs de se porter de nouveau vers les classes d'actifs EMG, et de prêter attention à leurs valorisations actuelles. Nous concluons par ces quatre recommandations:

1. Surveillez les flux de capitaux, qui reviennent progressivement en direction des EMG, et qui peuvent être très importants compte tenu de la sous-pondération massive des portefeuilles internationaux en classes d'actifs EMG;
2. Surveillez le positionnement des portefeuilles internationaux;
3. Soyez bienveillants envers toutes les classes d'actifs EMG: actions, devises, dette locale et en devise dure (USD);
4. Restez sélectifs et réactifs: les EMG ne forment plus un seul et même bloc. Certains pays véhiculent toujours des risques spécifiques, le Brésil (voir encadré) en est l'exemple parfait.

Nos recommandations d'allocation d'actifs sont globalement inchangées. Elles sont synthétisées dans les tableaux suivants.



Notre approche est originale, car elle brise la logique de *benchmark*, de zone et de région



Les marchés EMG sont sous-pondérés dans les portefeuilles internationaux et présentent des points d'entrée très intéressants



> Brésil : une crise économique et politique, et un risque spécifique

Alors que les flux de capitaux reviennent graduellement vers les marchés émergents, que le sentiment envers ces marchés s'améliore et que l'Argentine lève facilement sur le marché des capitaux de gros montants (15 milliards de dollars avec un book d'ordres de plus de 60 milliards), son grand voisin le Brésil connaît la pire crise politique depuis l'existence d'une démocratie. La procédure d'impeachment envers la présidente Dilma Rousseff se poursuit, et l'incertitude grandit.

Rappel des faits

- En mars 2014, une enquête de la police fédérale suspecte le gouvernement Rousseff et celui de son prédécesseur Lula d'avoir mis en place un système de financement occulte des partis de la coalition au pouvoir, via l'obtention de pots-de-vin lors de contrats publics. Des cas d'enrichissements personnels ont été constatés (ils concernent également des membres du principal parti d'opposition, le Parti social-démocrate).
- En décembre 2015, l'opposition lance une procédure d'impeachment. Dilma Rousseff est accusée d'avoir maquillé les comptes publics en 2014, année de sa réélection. La présidente crie au "coup d'État" institutionnel, notamment contre son propre vice-président, considéré comme l'un des instigateurs de la possible destitution.
- Le 17 avril, par un vote de 367 députés « pour », et 137 « contre » (sur un total de 513), la chambre des députés ouvre officiellement la procédure d'impeachment.
- Le 26 avril enfin, le Sénat a constitué la commission spéciale avec pour mission l'analyse de la procédure de destitution de la présidente Dilma Rousseff.

Que va-t-il se passer maintenant ?

Cette commission de 21 sénateurs dispose de 10 jours pour recommander aux 81 sénateurs de poursuivre la procédure ou de la classer. Le vote en séance plénière à la majorité simple des sénateurs (41 sur 81) interviendra probablement le 12 mai. Une mise en accusation pour "crime de responsabilité" écarterait du pouvoir Dilma Rousseff pendant au maximum six mois, dans l'attente du jugement final. Selon la constitution, le vice-président (et désormais rival), Michel Temer (75 ans) remplacerait alors Dilma Rousseff pour cette période de 180 jours maximum. Michel Temer est, au mieux méconnu, au pire impopulaire, y compris dans la majorité actuelle, car il est accusé de « golpe » (coup d'État).

Dans les 180 jours, il y aura un nouveau vote au Sénat, et une majorité des 2/3 est nécessaire pour écarter définitivement Dilma Rousseff du pouvoir. Si c'est le cas, Michel Temer remplacera alors Dilma Rousseff pour terminer le mandat (qui court jusqu'en 2018)... à moins qu'il ne soit lui-même « rattrapé par les affaires » : son nom a en effet été plusieurs fois cité par des personnes inculpées dans le scandale de corruption Petrobras. Michel Temer pourrait aussi voir son mandat cassé, en même temps que celui de Dilma Rousseff, par le Tribunal Supérieur Electoral qui devra dire d'ici 2017 si leur campagne à la présidence/vice-présidence n'a pas été pour partie financée par de l'argent détourné de Petrobras. Une nouvelle élection présidentielle n'est donc pas à écarter :

Il faut rappeler que Dilma Rousseff n'est pas accusée de corruption, contrairement à de nombreux sénateurs qui vont d'ailleurs la juger. En effet, 39 des 81 sénateurs font l'objet d'une enquête, dont 12 dans le cadre du scandale Petrobras, et notamment le président du Sénat et 3^e personnage dans la succession présidentielle, Renan Calheiros. L'ex-président du Brésil et actuel sénateur Fernando Collor de Mello, et Aécio Neves, candidat malheureux à la dernière élection présidentielle sont également dans le collimateur de la justice...

Conclusion

Le Brésil est solvable, et n'a pas le moindre désir de se couper des marchés financiers et de provoquer un défaut. Mais l'imbrroglio politique est susceptible de durer, gênant ainsi les réformes et les mesures qui doivent être prises pour sortir de la récession, mieux maîtriser les finances publiques et la dette de l'État. Rappelons que i) la croissance va rester faible (-2.5 % -3 % en 2016 vs -3.9 % en 2015, et sans doute en moyenne négative sur les trois prochaines années), ii) la dette est déjà élevée (elle pourrait frôler les 80 % dans les trois prochaines années (65 % actuellement), et iii) la situation actuelle bloque les perspectives de réformes, notamment sur les finances publiques... Autrement dit, la probabilité de défaut du Brésil a évidemment progressé depuis 6 mois. Prudence nécessaire sur le Brésil : il représente un risque spécifique non négligeable.

> Stratégies de Macro Hedging

	Variation sur 1 mois	0	+	++	+++	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...) nous ont incités il y a près de deux mois à reprendre du risque dans les portefeuilles, et donc à réduire les stratégies de macro-hedging. Nous conservons ces vues. Rester long en volatilité et en obligations américaines (dollar et portage) est encore approprié. Les niveaux atteints sur les taux allemands nous incitent à penser que rester long bunds n'est plus une des meilleures stratégies de macro-hedging.
Long US Treasuries	↓	□	□			
Long Bunds	↓	□				
Long USD	↓	□				
Long JPY	↓	□				
Long volatilité	↓	□	□			
Long cash USD	↓	□				
Long Or	↓	□	□			

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, Pérou, Europe, Philippines
- Neutre : Indonésie, Russie, Chine
- Sous-pondéré : Taiwan, Brésil, Grèce, Corée
- Conserver le biais short GBP
- Augmentation des positions longues en devises EMG

> Portefeuilles obligataires

- Surpondération crédit. Préférence secteur pour les financières
- Globalement neutre en durée, avec un biais 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

- Portefeuilles légèrement surpondérés en actions, avec une préférence pour les actions zone euro. Rester neutre Japon, légèrement négatif sur actions US
- Jouer le thème « value » en zone euro, et le thème « quality » aux US
- Rester surpondéré actions émergentes
- Réduction des positions longues govies US (portage + macro-hedging)
- Obligations d'entreprises : neutre sur HY, légèrement positif sur IG
- Garder la surpondération en obligations périphériques euro par rapport au cœur... mais « fair value » proches ou atteintes
- Augmentation des positions sur dette émergente
- Réduction de la position longue JPY
- 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'étiole, 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. Les indicateurs les plus récents atténuent ce risque.

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

Facteurs de risque

l'ordre de 2 % en 2016 et 1,8 % en 2017 (le niveau de la croissance potentielle actuelle). En ce qui concerne les États-Unis, il faut rappeler d'une part la bonne tenue de la consommation (qui représente plus de 70 % du PIB), et d'autre part le grand écart (souvent peu soutenable dans l'histoire) entre le secteur des services (solide) et le secteur manufacturier (plus fragile). La question de fond est de savoir si tout cela va se maintenir. Les indicateurs 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 de telles 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, il y a quelques semaines. 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 2015, 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 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. Ce risque s'est néanmoins atténué depuis quelques semaines.

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



Facteurs de risque

crises – et les solutions – n'étaient tout simplement pas envisagées/envisageables dans les traités européens, tandis que le « dogme de la convergence » n'avait pas préparé les institutions aux scénarios de risque. Il s'agit désormais de répondre à des problèmes comme le déficit de gouvernance européenne, le manque de coordination des politiques budgétaires, le défaut de surveillance des déséquilibres budgétaires, les écarts de compétitivité entre pays, le caractère encore inachevé du mécanisme de soutien aux pays en difficulté, la sous-estimation des interdépendances entre pays membres (même si le dispositif anti-contagion de la BCE a fortement progressé, il n'en est pas de même du côté budgétaire)... bref, de répondre à l'illusion de la convergence. Une nouvelle crise européenne, si elle devait avoir lieu, pourrait être fatale... à moins d'un grand saut vers le fédéralisme. 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. La Grèce reste par ailleurs un sujet d'inquiétude, comme le Brexit qui fait peser un risque de perte de cohésion supplémentaire entre les pays-membres.

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) décidera 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 ». Sur un plan politique, le risque est de voir resurgir la perspective d'un referendum sur l'indépendance de l'Écosse. 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 supplémentaire de la livre sterling et du PIB long terme de l'économie britannique, deux éléments susceptibles de prolonger le statu quo monétaire. Rappelons que 50 % des exportations du Royaume-Uni vont vers les autres États membres de l'Union européenne.

Contexte macroéconomique

MAI		
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 chiffres de début 2016 montrent un début de stabilisation dans l'industrie et une légère baisse de <i>momentum</i> dans les services, mais ces tendances restent à confirmer. Le marché de l'emploi reste solide, avec quelques signes d'accélération des salaires. > 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. 	<ul style="list-style-type: none"> > Potential 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 marquées 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"> > La croissance a été un peu plus forte que prévu au T1, mais en partie grâce à des facteurs temporaires. Au cours des prochains trimestres, la baisse de l'euro et celle du pétrole, qui ont soutenu la croissance en 2015, verront leur effet se dissiper progressivement. > Cependant la réparation financière et celle du marché de l'emploi, 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 risques élevés, 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 > Risque politique (Crise des réfugiés, montée des partis contestataires)
ROYAUME-UNI	<p>Décélération en 2016 en raison de l'austérité et de l'incertitude au sujet du Brexit</p> <ul style="list-style-type: none"> > La croissance a ralenti au T1 et, surtout, le climat des affaires s'est nettement tassé depuis le début de l'année, même si le chômage reste 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 pèse sur la confiance des entreprises. 	<ul style="list-style-type: none"> > Déficits (public et externe) encore très élevés > Référendum prévu en juin 2016
ASIE		
CHINE	<p>Chine: un moteur de croissance de l'économie mondiale en 2016 et 2017</p> <ul style="list-style-type: none"> > Nous pensons que le point bas et la stabilisation de l'économie chinoise vont perdurer, mais qu'une reprise en forme de U est improbable. > Impact retardé des mesures radicales d'assouplissement prises en 2015 et perspectives de nouvelles mesures monétaires et budgétaires. > Le RMB chinois demeure une incertitude pour les marchés financiers mondiaux en 2016. 	<ul style="list-style-type: none"> > Un moteur de croissance de l'économie mondiale en 2016 et 2017 > Le RMB chinois demeure une incertitude pour les marchés financiers mondiaux
INDE	<p>Inde: un moteur de croissance régulier pour l'Asie en 2016</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'Inde s'inscrit dans une trajectoire de croissance en constante amélioration. > L'inflation devrait continuer à ralentir en 2016 grâce aux perspectives de mousson favorable. > Nous pensons que la RBI va maintenir sa politique accommodante plus longtemps et l'assouplir davantage que ne l'anticipe le marché. 	<ul style="list-style-type: none"> > La croissance indienne est en passe de rebondir > Le ralentissement de l'inflation est durable
JAPON	<p>Prévisions en baisse mais amélioration attendue à moyen terme</p> <ul style="list-style-type: none"> > Les derniers chiffres sont peu encourageants (en aggravation suite au tremblement de terre d'avril) et nous avons réduit notre prévision de croissance du PIB à 0,8 % pour 2016. > À moyen terme, les efforts de reconstruction vont s'ajouter à la bonne tenue du marché du travail pour soutenir l'investissement des entreprises. La hausse des salaires devrait soutenir la consommation. L'incertitude qui pèse sur le maintien de la remontée du taux de TVA et les élections en juillet rendent improbables une nouvelle annonce de la BoJ à court terme. 	<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 reste dynamique 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 pays 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 (-3,7 %) et un retour à des taux de croissance positifs en 2017. L'inflation sous le poids de la détérioration du marché du travail pourrait diminuer et les réductions de dépenses publiques être moindres que prévu. Par ailleurs, les marchés semblent considérer le dénouement de la crise politique comme imminent et positif ce qui pourrait profiter au Brésil.
- Russie:** bien qu'en moyenne annuelle, la récession en 2015 aura été moindre que ce que nous avons anticipé, la tendance observée ne présage pas d'une reprise rapide (les cours du pétrole demeurent très volatils et la banque centrale estime que les risques sur l'inflation sont encore trop élevés pour amorcer un cycle d'assouplissement monétaire). 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	0,8	0,5	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	1,7	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, au plus. 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 du 10 mars ont été conséquentes. La politique de la BCE redeviendra un thème de marché lorsqu'il sera question des modalités de l'extension du QE au-delà de mars 2017.
- BoJ:** dans un contexte économique très médiocre (affaiblissement des perspectives d'inflation et appréciation du yen), elle pourrait faire de nouvelles annonces d'assouplissement monétaire en 2016.
- BoE:** la BoE ne devrait pas remonter ses taux en 2016.

	10/05/2016	Amundi + 6m.	Consensus T3 2016	Amundi + 12m.	Consensus T1 2017
États-Unis	0,50	0,75	0,70	1,00	1,05
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, les réinvestissements de titres du Trésor de la Fed et les réallocations de portefeuille des investisseurs européens ne plaident pas pour une remontée significative des taux longs. La pente va continuer à s'aplatir.
- Zone euro:** les pressions baissières sur les taux, liées au QE de la BCE, continueront à peser pendant une période prolongée. 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					
	10/05/2016	Amundi + 6m.	Consensus T3 2016	Amundi + 12m.	Consensus T1 2017
États-Unis	0,73	0,80/1,00	0,96	1,00/1,20	1,34
Allemagne	-0,51	-0,40/-0,20	-0,46	-0,40/-0,20	-0,38
Japon	-0,23	-0,20/0,00	-0,26	-0,20/0,00	-0,29
Royaume-Uni	0,40	0,40/0,60	0,71	0,60/0,80	1,09

Taux 10 ans					
	10/05/2016	Amundi + 6m.	Consensus T3 2016	Amundi + 12m.	Consensus T1 2017
États-Unis	1,77	1,80/2,00	1,97	2,00/2,20	2,29
Allemagne	0,14	0,20/0,40	0,28	0,40/0,60	0,54
Japon	-0,09	0,00/0,20	-0,07	0,00/0,20	0,01
Royaume-Uni	1,43	1,60/1,80	1,74	1,60/1,80	2,03

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 RMB et la volatilité des marchés plaident en faveur d'une position longue sur le yen. Les autorités japonaises interviendront 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 position neutre à court terme sur la livre mais celle-ci souffrirait en cas de vote « oui » du Brexit.

	10/05/2016	Amundi + 6m.	Consensus T3 2016	Amundi + 12m.	Consensus T1 2017
EUR/USD	1,14	1,10	1,11	1,10	1,11
USD/JPY	109	110,00	112,00	110,00	115,00
EUR/GBP	0,79	0,75	0,77	0,75	0,75
EUR/CHF	1,11	1,10	1,11	1,10	1,13
EUR/NOK	9,36	9,10	9,25	9,00	9,20
EUR/SEK	9,29	9,10	9,16	8,90	9,07
USD/CAD	1,30	1,35	1,32	1,35	1,30
AUD/USD	0,73	0,75	0,73	0,75	0,73
NZD/USD	0,67	0,65	0,66	0,65	0,65



1 La mutation des outils des banques centrales : bilan et perspectives

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

Le mode de fonctionnement des banques centrales a radicalement changé depuis la Grande Récession de 2008-2009. Le temps lors duquel le principal mode d'intervention des banques centrales consistait en un « simple » pilotage des taux directeurs est désormais révolu. L'affaiblissement généralisé du potentiel de croissance a tiré les taux directeurs à la baisse, vers zéro pour la majorité des banques centrales des économies développées. En avril 2016, la moyenne (pondérée par le PIB) des taux directeurs des pays du G10 était de 0,32 %, contre 3,88 % fin 2007.

Dans un papier visionnaire de 2004 (« *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates* »), Ben Bernanke et Vincent Reinhart indiquaient quelle voie les banques centrales devaient suivre lorsque leurs taux directeurs atteignent leur niveau plancher :

1. fournir l'assurance aux investisseurs que les taux courts resteront plus bas dans le futur qu'ils ne l'anticipent aujourd'hui,
2. changer l'offre relative de titres sur les marchés en modifiant la composition du bilan de la banque centrale,
3. accroître la taille du bilan de la banque centrale au-delà du niveau nécessaire pour établir le taux directeur à zéro (*quantitative easing*).

Nous ne pouvons que constater que les recommandations du papier de Bernanke et Reinhart ont été suivies à la lettre par la majorité des banques centrales des pays développés depuis une décennie. La convergence des taux directeurs vers zéro a ainsi amené les banques centrales à recourir à d'autres outils que l'utilisation traditionnelle des taux pour stimuler l'économie. Nous détaillons dans ce texte les principales mesures de politique monétaire décidées ces dernières années : guidage des anticipations (*forward guidance*), programmes d'achats d'actifs ou encore assouplissement quantitatif (*quantitative easing*), taux d'intérêt négatifs, seuil sur la devise.

Forward guidance

L'idée sous-jacente à la *forward guidance* est qu'une fois les taux directeurs tombés à un niveau très bas, il est possible d'influencer les taux longs en indiquant que les taux directeurs resteront à un niveau bas pendant une période prolongée. Plusieurs banques centrales ont eu recours à cet outil (BoE, BCE, Fed) mais ce sont la Fed et la BoE qui en ont fait l'utilisation la plus poussée en établissant un seuil de taux de chômage au-dessus duquel elles ne remonteraient pas leurs taux. À partir de décembre 2012, la Fed a indiqué qu'elle ne remonterait pas les *fed funds* tant que le taux de chômage serait supérieur à 6,5 %. À l'époque, le taux de chômage était de 7,7 %. La Fed a renoncé à cette *forward guidance* « numérique » en mars 2014 et n'a finalement remonté ses taux qu'en décembre 2015. De son côté, la BoE avait indiqué à partir d'août 2013 qu'elle ne remonterait pas ses taux tant que le taux de chômage serait supérieur à 7 % (il était alors légèrement inférieur à 8 %). La BoE a renoncé à la *forward guidance* « numérique » en février 2014, le taux de chômage au Royaume-Uni est actuellement de 5,1 % et la BoE n'a toujours pas remonté ses taux.

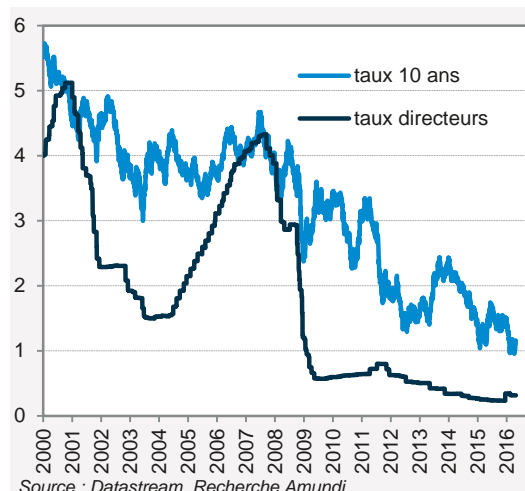
Depuis l'abandon de la *forward guidance* numérique, la Fed et la BoE ont adopté une *forward guidance* plus qualitative. Le FOMC indiquait en avril : « Le comité s'attend à ce que les conditions économiques évoluent d'une manière qui ne justifie qu'une montée graduelle des *fed funds* ; les *fed funds* sont susceptibles de rester un certain temps en deçà des niveaux que l'on pourrait attendre sur le long terme. » La BCE a également recours à une *forward guidance* d'ordre qualitative. Lors du conseil des gouverneurs du 21 avril, son communiqué introductif indiquait « Nous anticipons que les taux directeurs resteront aux niveaux actuels ou plus bas pendant une période étendue. »

L'essentiel

Le mode de fonctionnement des banques centrales a radicalement changé depuis la Grande Récession de 2008-2009. Le temps lors duquel le principal mode d'intervention des banques centrales consistait en un « simple » pilotage des taux directeurs est désormais révolu. L'affaiblissement généralisé du potentiel de croissance a tiré les taux directeurs à la baisse, vers zéro, pour la majorité des banques centrales des économies développées. Nous passons ici au crible les principales mesures de politique monétaire non-conventionnelles décidées ces dernières années.

Dans un monde de croissance extrêmement faible, il ne fait nul doute que les taux directeurs resteront durablement proches de zéro et que les banques centrales continueront à utiliser durablement leurs outils non conventionnels. Cela dit, comme nous le détaillons, les banques centrales vont de plus en plus se heurter à des risques de stabilité financière. Le coût et les risques liés aux politiques de *quantitative easing*, de taux négatifs et d'interventions sur le marché des changes sont de plus en plus grands.

1 Moyenne pondérée par le PIB des taux directeurs et du taux 10 ans pour les pays du G10



Notons, que bien que ses taux directeurs n'aient pas encore un niveau proche de zéro, la banque centrale australienne, la RBA, a, elle aussi, déjà eu recours à une forme de *forward guidance* en 2014 pour indiquer qu'elle entendait respecter « une période de stabilité des taux ». La RBA le mentionnait encore lors de son comité de politique monétaire de décembre 2014 mais cela ne l'a pas empêchée de baisser ses taux lors du comité suivant, le 3 février 2015.

Globalement, l'expérience montre que la *forward guidance* permet bien d'indiquer aux agents que les taux directeurs resteront bas plus longtemps que prévu mais que ces changements de formulation offrent finalement peu d'information sur une éventuelle normalisation de la politique de taux.

Quantitative easing

La politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) a été appliquée par de nombreuses banques centrales: Fed, BCE, BoJ, BoE, Riksbank. Il n'existe pas une définition unique et définitive de la politique de *quantitative easing* mais, comme l'expliquent Borio et Disyatat (2010, « *Unconventional monetary policies: an appraisal* »), elle est généralement définie de l'un des façons suivantes :

- Une augmentation programmée des réserves excédentaires des banques via l'achat d'obligations souveraines
- L'achat d'obligations publiques ou privées en ayant recours à la création monétaire
- Une réduction des taux d'intérêt de long terme via une augmentation des réserves excédentaires
- Tout accroissement du bilan de la banque centrale, qu'il soit ciblé explicitement ou non.

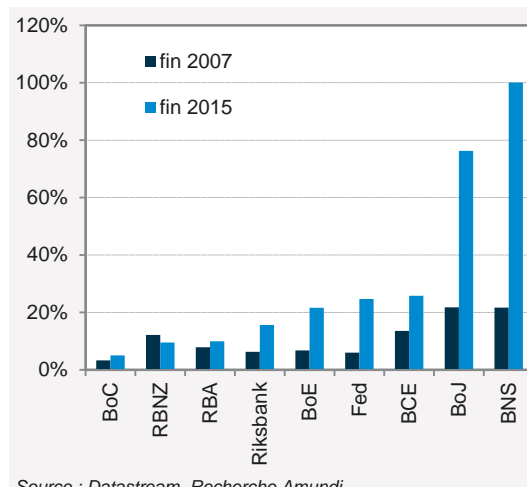
Si la BoJ avait déjà pratiqué une forme de QE au début des années 2000, c'est surtout la Fed qui a utilisé le QE de la façon la plus musclée au sortir de la Grande Récession. Le QE de la Fed s'est déroulé en trois étapes (QE1, QE2 et QE3) sous des formats à chaque fois différents, mêlant achats de titres du Trésor et titres hypothécaires (MBS). La Fed détient aujourd'hui finalement plus de 2 400 Mds \$ de titres du Trésor et plus de 1 700 Mds \$ de MBS. Le bilan de la Fed représente aujourd'hui environ 25 % du PIB américain, contre 6 % seulement fin 2007. L'impact des QE de la Fed sur les taux longs a été très puissant, qu'il s'agisse des taux américains ou de ceux des autres pays développés. Les estimations de cet impact sont assez hétérogènes mais selon l'estimation médiane les achats correspondant à 10 % du PIB abaissent le taux 10 ans de 50 points de base (Gagnon, 2016, « *Quantitative Easing: An Underappreciated Success* »). Ces effets seraient a priori du même ordre en ce qui concerne les QE de la BoE et de la BCE. Notons que la baisse des taux longs intervient généralement avant l'annonce du programme. Le taux 10 ans moyen (pondéré par le PIB) des pays développés est désormais aux alentours de 1 %.

Même si le QE a essentiellement été centré sur les obligations souveraines, les banques centrales ont acheté d'autres types de titres, parfois dans des proportions importantes :

- MBS pour la Fed
- ABS pour la BCE
- Obligations sécurisées pour la BCE
- Obligations d'entreprises pour la BoE, la BCE et la BoJ
- Billets de trésorerie pour la BoE et la BoJ
- ETF et actions pour la BoJ
- Sociétés d'investissement immobilier cotées pour la BoJ

Les achats de titres des banques centrales réalisés lors des QE ont permis de faire très fortement augmenter les réserves excédentaires des banques. Théoriquement, l'accroissement des réserves excédentaires peut stimuler le crédit bancaire au secteur privé et mener à des réallocations de portefeuille bénéficiant aux actifs risqués. Si les politiques de QE n'ont pas réellement mené à une forte

2 Évolution de la taille des bilans de banques centrales en % du PIB

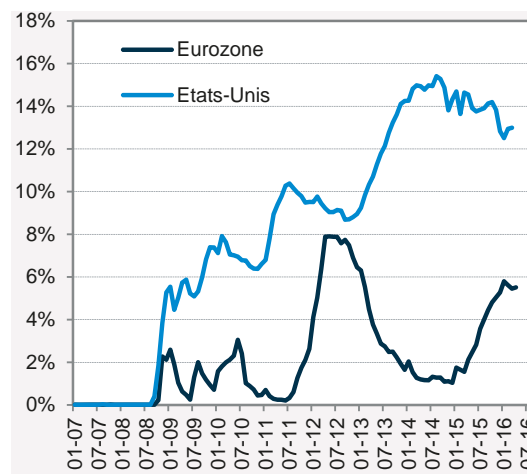


Source : Datastream, Recherche Amundi



Les achats de titres des banques centrales réalisés lors des QE ont permis de faire très fortement augmenter les réserves excédentaires des banques

3 Réserves excédentaires des banques en % du PIB



Source : Datastream, Fed, Recherche Amundi

augmentation du crédit bancaire, on peut aisément imaginer que la situation aurait été pire si les banques centrales ne les avaient pas mises en place. Par ailleurs, de nombreuses études ont montré que les politiques de QE se traduisaient par des taux plus bas, des prix des actions plus élevés et une dépréciation du taux de change domestique. D'ailleurs, l'un des grands résultats de la politique de QQE de la BoJ a été d'obtenir une dépréciation conséquente du yen.

Toutefois, si les politiques de QE ont globalement mené à des résultats positifs, un grand nombre de critiques se sont abattues sur elles : la grande quantité de liquidité créée favoriserait des flux de portefeuille très volatils et potentiellement déstabilisateurs notamment pour les pays émergents et l'émergence de bulles sur les marchés d'actifs risqués. Les QE auraient également généré une augmentation des inégalités.

Il convient de noter que la mise en place du QE a rencontré beaucoup plus d'obstacles dans le cas de la BCE que pour les autres banques centrales. La légalité de certains programmes a parfois été remise en cause. Par ailleurs, le programme d'achats d'obligations souveraines (PSPP) est soumis à un grand nombre de contraintes techniques (maturité, rendement, limite de détention) qui pourrait amener à des ajustements ultérieurs. Une prolongation du PSPP au-delà de sa date limite prévue (mars 2017) rendrait vraisemblablement très compliquée son application dans le cas de l'Allemagne, du Portugal et des institutions supranationales. La BCE pourrait décider de retirer certaines contraintes ou de ne plus effectuer ses achats en fonction de l'importance de chaque pays à son capital.

Le changement de composition du bilan à taille inchangée

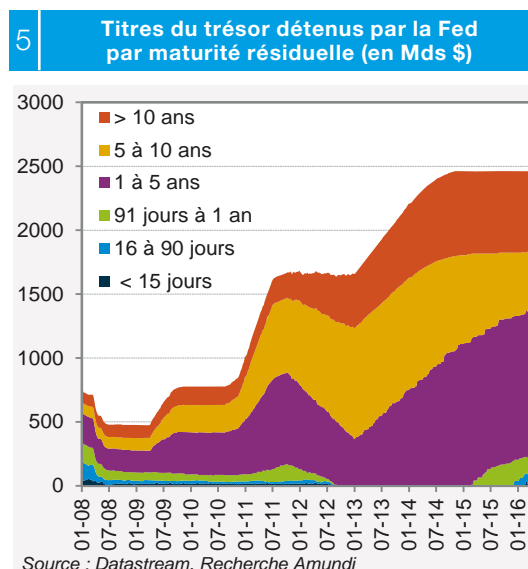
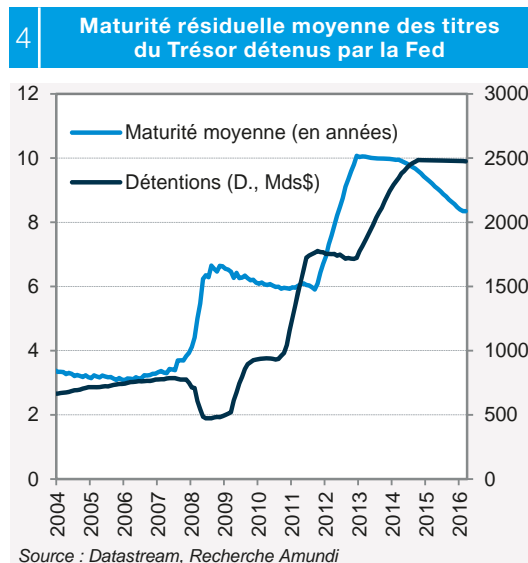
Acheter des obligations dans le cadre d'une politique de QE est une chose, la gestion du bilan une fois le programme terminé en est une autre. Jusqu'à maintenant, la Fed et la BoE ont annoncé qu'elles réinvestiraient les obligations du Trésor (et les MBS dans le cas de la Fed) jusqu'à nouvel ordre. La Fed indique qu'elle continuera à réinvestir les titres arrivant à maturité « *jusqu'à ce que la normalisation du niveau des fed funds soit bien avancée* ». Ces réinvestissements se font tout au long de la courbe des taux, ce qui contribue à peser sur les taux longs.

De son côté, la BCE a annoncé en décembre 2015 qu'elle poursuivrait les réinvestissements des titres achetés dans le cadre de son QE (pas de titres SMP CBPP1 CBPP2 donc) « *aussi longtemps que nécessaire* », ce que Mario Draghi avait quantifié à l'époque à 680 Mds € sur la période allant jusqu'en 2019. En pratique, le montant des réinvestissements sera d'ailleurs plus élevé car le rythme des achats de la BCE est passé de 60 à 80 Mds € par mois à partir d'avril 2016.

À bilan inchangé, une banque centrale peut décider de modifier la composition de ses détentions afin de peser sur certaines variables financières en particulier. Dans le cas de la Fed, nous pouvons mentionner l'Opération Twist, annoncée en septembre 2011, dans le cadre de laquelle la Fed a vendu des titres du Trésor de maturité courte (titres de maturité inférieure à 3 ans) pour les réinvestir sur les titres de maturité longue (de maturité comprise entre 6 et 30 ans), afin de peser sur les taux longs. L'objectif explicite du FOMC était de peser sur les taux longs. Ce programme a duré jusqu'à la fin de l'année 2012 : il a amené la maturité moyenne des détentions de titres du Trésor de 6 ans à 10 ans et celle-ci n'a commencé à décliner qu'à partir du *tapering* effectif du QE3. Depuis le S1 2014, la maturité moyenne des détentions de titres du Trésor a baissé progressivement mais la politique de réinvestissement des titres du Trésor en 2016 semble indiquer une stabilisation.

Taux d'intérêt négatifs

Plusieurs banques centrales (BCE, BoJ, Riksbank, DNB, SNB) ont fait passer certains de leurs taux directeurs légèrement en dessous de zéro, afin d'assouplir encore davantage leur politique monétaire. L'objectif est double : inciter les banques à mobiliser leurs réserves excédentaires (liées en bonne partie aux programmes de QE) pour distribuer du crédit au secteur privé et contribuer à la dépréciation de la devise.



Clairement, l'introduction de taux négatifs a pesé sur les rendements obligataires. La proportion d'obligations souveraines des pays développés traitant à taux négatifs a fortement augmenté ces derniers trimestres : environ un quart de la dette souveraine mondiale cote à rendements négatifs. Cela dit, ce type de mesure est très controversée (voir notre focus « *Taux négatifs : une mesure en soi potentiellement contre-productive... et anxiogène* ») car 1) son impact sur le crédit au secteur privé est incertain, 2) elle remet en cause la profitabilité future du secteur bancaire en réduisant la marge nette d'intérêt, 3) elle exerce une forte pression sur les institutions financières non-bancaires, telles que les compagnies d'assurance, qui peuvent rencontrer des difficultés à assumer leurs obligations.

L'impact des taux négatifs sur la devise n'a pas été le même partout. En ce qui concerne la zone euro, l'association QE – taux négatifs de la BCE a induit des flux de portefeuille sortants si importants qu'ils ont plus que contrebalancé l'excédent courant de la zone euro, pourtant très élevé. Il est possible d'attribuer en bonne partie la dépréciation de l'euro depuis la mi-2014 aux actions de la BCE. Les baisses de taux de la Riksbank ont, elles, permis à la couronne suédoise de s'ajuster par rapport à l'euro. En revanche, l'annonce par la BoJ en janvier 2016 du passage en taux négatifs a précipité une forte appréciation du yen et nous avons pu assister à des réactions très négatives de la part des actions bancaires.

Seuil sur la devise

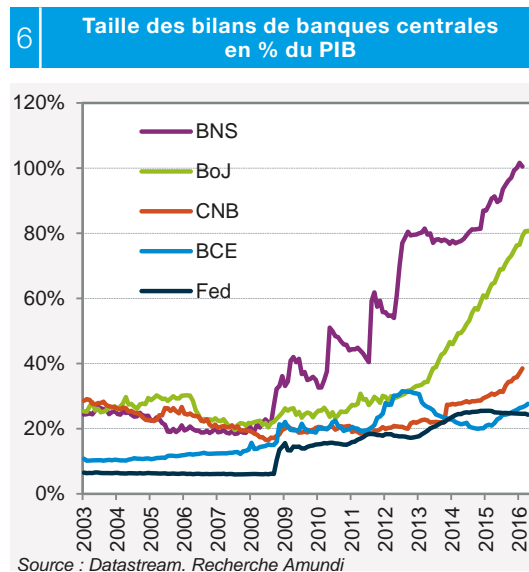
Certaines banques centrales (la banque centrale suisse, BNS, et la banque centrale de République Tchèque, CNB) ont établi un niveau nominal maximal sur la devise afin d'éviter que l'appréciation du change n'exacerbe les pressions déflationnistes dans la zone en question. En pleine crise de la zone euro, la BNS, a établi le 6 septembre 2011 un seuil plancher sur la parité EUR/CHF à 1,20. Les pressions à l'appréciation sur le franc suisse se faisant très fortes (fort excédent courant, statut de valeur refuge au sein d'une Europe régulièrement en prise à des épisodes de volatilité), la BNS a dû intervenir massivement sur le marché des changes et a acheté des titres libellés en euro. Le gonflement rapide du bilan de la BNS et les risques associés en termes de stabilité financière ont amené celle-ci à renoncer le 15 janvier 2015 au seuil plancher de 1,20 sur la parité EUR/CHF, alors même qu'elle réaffirmait encore cette stratégie le mois précédent. Les fortes pressions haussières sur le franc suisse ont amené la BNS à reprendre les achats de titres libellés en devises étrangères depuis le milieu de l'année 2015. En avril 2016, le bilan de la BNS tournait autour de 100 % du PIB, c'est-à-dire davantage que la BoJ.

La CNB a mis en place une politique similaire à partir de novembre 2013 en fixant un seuil plancher de 27 pour la parité EUR/CZK. Lors de son dernier comité de politique monétaire le 31 mars 2016, la CNB a indiqué qu'elle souhaitait maintenir ce seuil jusqu'en 2017 au moins. Cela dit, la parité EUR/CZK est extrêmement proche du seuil de 27 depuis la mi-2015 et le bilan de la CNB s'est mis à accélérer lors des derniers mois.

De manière plus générale, ces dernières années, certaines banques centrales ont beaucoup communiqué sur les désagréments liés à la supposée surévaluation de leur devise et sur le fait qu'elles seraient prêtes à « agir » si nécessaire. On peut notamment penser à la RBA, la RBNZ ou encore la Riksbank.

Quelles perspectives ?

Dans une série de posts en mars et avril sur le site de la Brookings, Ben Bernanke, l'ancien président de la Fed s'est demandé quels seraient les outils auxquels la Fed pourrait avoir recours si l'économie américaine venait à ralentir. Ses propos ont d'autant plus de valeur que Bernanke avait théorisé dès 2003 la politique de QE qu'il finirait par appliquer en novembre 2008. Ben Bernanke envisage trois types de réactions de la part de la Fed : 1) l'introduction de taux négatifs, 2) le ciblage des taux longs, et 3) la politique « Hélicoptère money ». Le texte n°2 de cette édition porte sur l'« Hélicoptère money » et nous n'aborderons pas cette mesure ici.



“ En avril 2016, le bilan de la BNS tournait autour de 100 % du PIB, c'est-à-dire davantage que la BoJ ”

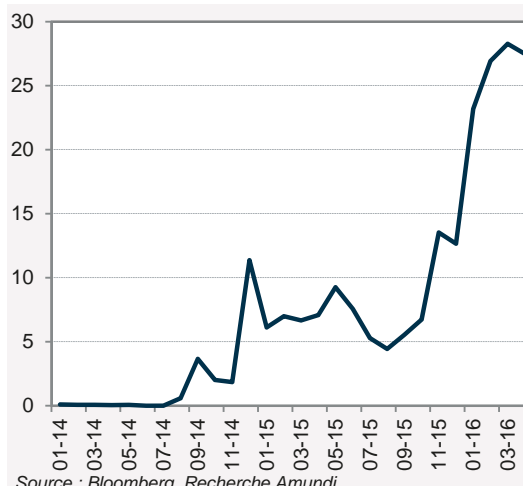


Le ciblage des taux longs consisterait à déterminer une valeur cible pour les taux souverains et tout faire (via des achats de titres) pour que le taux de marché converge vers la cible. Cela a déjà été mis en place aux États-Unis dans les années 1940. Très proche du QE, la différence fondamentale serait que le QE porte sur des quantités et que le ciblage porterait directement sur des prix.

Conclusion

Comme le mentionnait le communiqué du G20 d'avril : « *La politique monétaire va continuer de soutenir l'activité économique et d'assurer la stabilité des prix, en accord avec le mandat des banques centrales, mais la politique monétaire seule ne peut pas mener à une croissance équilibrée.* » **Dans un monde de croissance extrêmement faible, il ne fait nul doute que les taux directeurs resteront durablement proches de zéro et que les banques centrales continueront à utiliser durablement leurs outils non conventionnels. Cela dit, celles-ci vont de plus en plus se heurter à des risques de stabilité financière.** Le recours excessif aux politiques de QE peut conduire à des valorisations excessives des actifs risqués et favoriser la volatilité excessive des flux de capitaux, ce qui peut se révéler contre-productif. Pour les banques centrales qui ont déjà introduit des taux négatifs, il leur sera difficile d'aller plus loin sans remettre en cause la stabilité du secteur bancaire ou du secteur des assurances (voir le *Global Financial Stability Report* du FMI d'avril 2016). Par ailleurs, pour les banques centrales agissant essentiellement sur les taux de change (comme la SNB ou la CNB), le gonflement du bilan ne pourra pas se prolonger indéfiniment sans créer des risques substantiels pour la stabilité financière.

7 Part des obligations souveraines des pays développés cotant à rendements négatifs



2 « Hélicoptère money » :
de quoi s'agit-il ?

DIDIER BOROWSKI, Recherche, Stratégie et Analyse

Les banques centrales (BC) constatent désormais l'efficacité limitée de leurs politiques d'assouplissement quantitatif (QE). Les risques liés aux taux d'intérêt négatifs (déstabilisation du système bancaire, hausse de l'épargne des ménages) sont davantage pris en compte. Sans compter que la dépréciation du taux de change qui en résulte est perçue comme un acte d'hostilité par les pays partenaires (« guerre des changes »). Ce n'est donc pas un hasard si toutes les BC relèguent désormais l'option des taux négatifs au second plan : (i) Mario Draghi indiquait en mars que les taux avaient sans doute atteint un plancher en zone euro ; (ii) la BoJ a pour l'heure renoncé à poursuivre dans cette direction avant d'établir un bilan de l'impact des taux de dépôt négatifs sur les banques ; et enfin (iii) Janet Yellen n'a volontairement pas mentionné l'option des taux négatifs dans son dernier discours de politique monétaire, considérant qu'il subsistait deux options « non conventionnelles » si besoin : (1) les achats de titres fermes via un financement monétaire (QE) ou (2) une « opération twist » (substitution de titres du Trésor longs aux titres courts, à bilan de la BC inchangé).

Cela signifie-t-il que les politiques monétaires sont en bout de course ? Que pourront faire les BC lors de la prochaine récession ? Sur la période récente, une « nouvelle option » retient l'attention, celle dite de « l'hélicoptère money ». De quoi s'agit-il ? En quoi cette option diffère-t-elle des politiques d'assouplissement quantitatives déjà menées ? Et en quoi serait-elle potentiellement plus efficace ? Nous revenons sur les enjeux, risques et bénéfices de cette « nouvelle piste » de politique économique.

Bref retour sur les options « non conventionnelles » et leur efficacité

Pour comprendre les termes du débat, il est utile de revenir à grands traits sur les politiques des BC déjà mises en œuvre et leurs limites. Après avoir abaissé leurs taux nominaux à « zéro », les BC ont mis en place des politiques d'achats de titres (QE) élargissant au fil du temps la nature des titres achetés (titres adossés à des créances hypothécaires – MBS – aux États-Unis, actions au Japon, obligations d'entreprises en zone euro, cf. article 1 « *La mutation des outils des banques centrales : bilan et perspectives* » pour une description exhaustive des mesures précisément mises en œuvre).

Les BC ont par ailleurs présenté les taux de dépôt négatifs comme une alternative pour faire chuter les taux d'intérêt réels et stimuler l'activité économique. L'idée implicite étant qu'en taxant la liquidité, les entreprises seraient incitées à débloquer leur trésorerie pour financer des projets d'investissement productifs et que les banques seraient, quant à elles, incitées à octroyer davantage de crédit. La mise en place de systèmes de taux de dépôts négatifs dans plusieurs pays d'Europe (Suisse, Danemark, Suède puis zone euro) a servi d'exemple à la BoJ qui leur a emboîté le pas au mois de janvier 2016. Tant et si bien que du côté des États-Unis, Ben Bernanke déclarait en décembre 2015 que lors de la prochaine récession, la Fed devrait également considérer cette option.

L'impact économique à long terme des politiques non conventionnelles (achats de titres et/ou taux négatifs) est encore largement méconnu : jamais les BC n'avaient autant augmenté la taille de leur bilan dans cette ampleur ; et jamais les taux nominaux n'étaient à ce point tombés en territoire négatif.

Dans un premier temps les politiques menées (achats de titres) ont clairement joué un rôle stabilisateur, notamment en contribuant à ramener les prix des actifs risqués, très décotés, vers leur niveau d'équilibre. La baisse des taux d'intérêt de marché a par ailleurs permis de détendre les conditions financières et ainsi de favoriser la reprise. Cependant, une fois que les actifs ont retrouvé leur « niveau d'équilibre », ce sont les risques de bulle (sur les marchés obligataires et d'actions) et donc d'instabilité financière qui ont commencé à inquiéter. L'élargissement des titres achetés

L'essentiel

Les banques centrales (BC) constatent désormais l'efficacité limitée de leurs politiques d'assouplissement quantitatif (QE). Les risques liés aux taux d'intérêt négatifs (déstabilisation du système bancaire, hausse de l'épargne des ménages) sont davantage pris en compte. Le recours à la « monnaie hélicoptère » – en référence à une parabole de Milton Friedman restée célèbre – est revenue en force sur le devant de la scène. De quoi s'agit-il ? En quoi cette option diffère-t-elle des politiques d'assouplissement quantitatif déjà menées ? Et en quoi serait-elle potentiellement plus efficace ?

Nous revenons sur les enjeux de cette « nouvelle piste » de politique économique et concluons que le bilan coûts/avantages est en faveur de transferts à l'État par rapport aux transferts au secteur privé (impact favorable sur le potentiel de croissance, moins de risque de crise de confiance). Néanmoins, alors même que la « monnaie hélicoptère » serait probablement plus efficace sur le plan économique que les achats de titres, elle serait plus difficile à mettre en place pour des raisons juridiques (la BCE a interdiction de financer les États). En définitive, il y a plus de chances de voir les BC finir par acheter des actions que de les voir jouer les hélicoptères.



L'impact à long terme des politiques non conventionnelles est encore largement méconnu



par la BCE aux obligations d'entreprises est un exemple typique de taux d'intérêt « excessivement faibles » (sans rapport avec les fondamentaux des entreprises). Abaisser davantage les taux d'emprunts des grandes entreprises (celles qui ont accès au marché obligataire) leur offre un avantage très limité. Ce ne sont en effet pas les taux d'intérêt qui obèrent la reprise mais les perspectives de demandes qui sont insuffisantes. **Au fil du temps, on observe ainsi que les QE ont un impact marginal décroissant sur l'activité économique.**

L'impact des taux de dépôts négatifs semble avoir été largement surestimé. Ces derniers (1) fragilisent le secteur bancaire (ce qui est pour finir contre-productif pour le canal du crédit et la transmission à l'économie réelle) et (2) tendent à accroître l'épargne des ménages (car leurs revenus financiers sont érodés). Rappelons que, sauf à considérer une suppression de la monnaie fiduciaire, l'impossibilité de taux d'intérêt nominaux très négatifs résulte de la possibilité qu'ont les agents de transformer leurs avoirs en billets de banques et de les stocker sous cette forme. En valeur absolue, les taux de dépôts ne peuvent donc pas excéder le coût de stockage de la « monnaie papier » (coffre-fort, dépenses de sécurité, etc.).

En définitive, si les options de politique monétaire sont épuisées et que les politiques budgétaires sont par ailleurs limitées par les contraintes de solvabilité (excès de dettes), cela signifie-t-il que les marges de manœuvres de la politique économique sont inexistantes? Non répondent ceux qui prétendent qu'une BC peut toujours déverser de l'argent dans l'économie sans contrepartie!

« Monnaie-hélicoptère » versus QE : quelle(s) différence(s) ?

La parabole de l'hélicoptère date de Milton Friedman, qui dans un célèbre ouvrage de 1969 et pour évoquer l'impact économique d'une création monétaire sans contrepartie, faisait l'analogie avec une opération (unique) de distribution de billets de banques par un hélicoptère¹. Cette option diffère techniquement du QE, du moins quand les bilans de l'État et de la BC sont séparés². Notons qu'une baisse d'impôts financée par création monétaire est une forme de « monnaie hélicoptère ». Tout compte fait, l'avantage est de s'affranchir de tout intermédiaire, la monnaie créée est censée bénéficier directement à l'économie réelle.

Le QE, dans son acception la plus étroite – et tel qu'il a été mis en œuvre par les grandes BC depuis 2008 – consiste à émettre de la monnaie pour acquérir des obligations gouvernementales (ou des titres privés). Lorsqu'il s'agit d'obligations gouvernementales, la politique monétaire facilite ainsi le financement des dépenses de l'État ou de baisses d'impôts. Techniquement, la taille du bilan de la BC augmente simultanément au passif et à l'actif. Au passif, les réserves des banques auprès de la banque centrale (la quantité de monnaie en circulation) s'accroissent ; en contrepartie, à l'actif figure la créance sur l'État que la BC a acquise³. Dans cet exemple, à offre de titres inchangée, la demande



Sans suppression de la monnaie fiduciaire, les taux d'intérêt ne peuvent pas aller beaucoup plus loin en territoire négatif



La monnaie hélicoptère n'est pas une idée neuve



¹ « Let us suppose now that one day a helicopter flies over this community and drops an additional \$1,000 in bills from the sky, which is, of course, hastily collected by members of the community. Let us suppose further that everyone is convinced that this is a unique event which will never be repeated. » Milton Friedman, « the optimum quantity of money » 1969.

² On peut débattre du bien-fondé de la séparation des bilans du Trésor et de la BC sur le plan théorique. En effet si l'on raisonne sur la contrainte budgétaire intertemporelle des agents publics, il faut en théorie considérer le bilan consolidé de la BC et du Trésor. Ceci dit, la réalité institutionnelle (indépendance des banques centrales, contraintes sur les finances publiques et règles juridiques quant au financement monétaire des États) militent pour continuer de séparer clairement les bilans du Trésor et de la BC, ce qui permet de distinguer, en pratique, l'option du QE de celle de l'hélicoptère.

³ Il s'agit bien en pratique d'un financement monétaire de l'État. La BCE ne peut acquérir directement que des titres obligataires sur le marché secondaire. Il lui est explicitement interdit d'acheter sur le marché primaire (car c'est un financement direct de l'État). Ceci dit, via les effets de substitution dans les portefeuilles des agents privés, il y a bien un financement monétaire de l'État mais il est indirect : les États se financent plus facilement car il y a une porosité naturelle entre les marchés primaires et secondaires.

de titres par la BC accroît le prix des obligations et fait donc baisser les taux d'intérêt, ce qui provoque une détente générale des conditions financières favorable à l'activité économique. L'accroissement de la base monétaire est réversible puisque la BC peut décider ultérieurement de vendre les titres pour durcir sa politique et ramener la taille du bilan à son niveau initial.

En revanche, dans « l'option hélicoptère » (versement d'argent sans contrepartie), le transfert à l'État (par exemple) devient *permanent*. L'accroissement du bilan ne correspond plus à une augmentation de la dette de l'État à la BC. Les ratios de finance publique (déficits et dette/PIB) restent inchangés malgré des dépenses supplémentaires. Pour assurer « techniquement » l'égalité entre le passif et l'actif de la BC, le gouvernement peut certes émettre une obligation perpétuelle zéro coupon. Mais cette créance sur l'État est en partie fictive dans la mesure où elle est sans horizon.

On notera que si la BC accepte de restructurer tout ou partie des dettes accumulées au titre des programmes d'achats de titres passés (dettes souveraines en zone euro par exemple), il s'agit d'une autre forme de transfert qui peut permettre à l'État d'engager de nouvelles dépenses. Même si les modalités sont différentes, l'impact sur le bilan de la BC est finalement le même : on retrouve dans un tel cas de figure, un écart entre son passif et la valeur de ses actifs. La BC tombe alors en capitaux négatifs (et il faudrait en théorie que le Trésor la recapitalise...).

L'hélicoptère peut aussi prendre la forme d'un transfert aux agents privés (ménages ou entreprises). Compte tenu de l'interdiction qui est faite (en zone euro notamment) de financer directement les États, c'est l'option d'un transfert direct aux entreprises et/ou aux ménages qui retient aujourd'hui le plus l'attention, notamment dans les médias. Sans doute parce qu'elle est aussi la plus emblématique de l'image d'un hélicoptère qui largue des billets de banque.

En pratique ce transfert peut prendre la forme d'un chèque de la BC aux ménages, voire même aux entreprises. Techniquement, les banques se retrouvent créditées auprès de la banque centrale du montant de la totalité des chèques émis. Sous réserve que les agents économiques n'anticipent pas une montée correspondante de l'inflation, les sommes ainsi injectées viennent soutenir la demande globale, au moins à court terme. L'impact économique s'apparente à celui d'une baisse d'impôts... sauf que les « chèques de la BC » sont neutres pour les finances publiques (à supposer que le Trésor ne doive pas recapitaliser la BC).

À l'instar du transfert à l'État, et si l'on exclut une recapitalisation par le Trésor, le bilan de la BC se trouve déséquilibré avec une position de capitaux propres négatifs. Même si une BC n'est pas un agent économique comme les autres, on comprend que cette option a ses limites. Si les montants émis dépassent de loin les actifs de la BC, cela peut provoquer une perte de confiance généralisée, des anticipations d'inflation qui entraîneraient des comportements d'épargne ou de fuite vers des actifs réels (or, immobilier etc.). Le fait que la BC n'est pas un agent économique comme les autres – c'est en pratique le seul agent économique qui peut émettre de la monnaie pour couvrir ses pertes – ne change pas la donne bien au contraire. Rappelons que le recours à la « monnaie-hélicoptère » ne marche, en théorie, que s'il n'a lieu qu'une fois (ou disons s'il est « exceptionnel »).

Des conséquences sur la stabilité financière très incertaines

Une telle évolution, en faisant ouvertement voler en éclat la différence entre politiques budgétaire et monétaire⁴, devrait conduire à reformuler entièrement le cadre d'analyse de la politique économique. En l'absence de frontière bien définie entre politiques monétaire et budgétaire, c'est l'indépendance même des BC qui serait inévitablement remise en cause tôt ou tard. En outre, donner l'illusion que l'on peut toujours créer de la monnaie *ex nihilo* et sans contrepartie revient à ouvrir la boîte de Pandore de revendications de toutes



Si la BCE restructure les dettes souveraines qui sont à son bilan, elle crée de la monnaie-hélicoptère



En théorie, la monnaie-hélicoptère n'agit sur l'économie réelle que si elle n'est utilisée que de façon exceptionnelle...



⁴ Notons que cette frontière a déjà volé en éclat avec les QE menés depuis 2008. Dans le cas de l'hélicoptère, la confusion monte d'un cran.



sortes (financements des retraites, baisses d'impôts, hausses de salaires etc.).

Sans compter que la création sans contrepartie de monnaie risque de provoquer un effondrement de la valeur externe de la devise du pays concerné, notamment si le « recours à l'hélicoptère » ne concerne qu'un, ou un nombre limité d'États. Et dans le cas où il concernerait la plupart des États simultanément (un cas très hypothétique suite, par exemple, à une crise mondiale), l'hélicoptère serait susceptible de précipiter une crise du système monétaire international, avec potentiellement une fuite généralisée vers des actifs réels (bulle immobilière, envolée de l'or, etc).

Le recours à l'hélicoptère est-il condamné ?

Non, pas nécessairement. Mais il faut sans doute repenser les modalités d'intervention et surtout ne pas entretenir d'illusion d'un « free lunch » auprès des agents privés. L'option du « transfert à l'État » semble plus fondée que celle du transfert aux agents privés.

En effet, la monnaie est un bien public. Le recours à la création monétaire peut donc se justifier pour remédier aux dysfonctionnements de marché dans le financement d'autres biens publics (maintien de la qualité de l'environnement et de la qualité des infrastructures par exemple). Les financements de la transition énergétique, de certaines dépenses de recherche, d'éducation ou encore du renouvellement d'infrastructures vieillissantes ont tous en commun de pouvoir maintenir ou augmenter le potentiel de croissance. Si la BC finance des projets de cette nature en émettant de la monnaie, elle finance des biens publics qui doivent d'une certaine façon figurer à son actif. La seule difficulté, qui est de taille, réside dans la valorisation de ces biens publics.

Par-delà ce débat comptable sur le bilan de la BC et la valeur des biens publics, il faut en amont définir les règles encadrant précisément les conditions d'un recours à de telles mesures (limitation dans le temps, évolution conditionnée à celle de la demande finale et des prix, ancrage des anticipations d'inflation) pour pouvoir bénéficier pleinement des avantages (stimulation de la demande finale, amélioration du potentiel de croissance) sans souffrir des inconvénients (crise de défiance, hausse de l'épargne, perte de valeur de la devise).

En définitive, il s'agit d'une des pistes de réflexion les plus prometteuses sur la politique économique de demain dans un régime de croissance faible, de taux d'intérêt nuls et de dettes élevées. L'histoire montre en outre que certaines expériences historiques de monétisation de la dette se sont avérées concluantes (Japon dans les années 1930 ou Canada après la seconde guerre mondiale)⁵.

Il ne faut néanmoins pas sous-estimer les obstacles — dissensus au sein des BC et contraintes juridiques (la BCE n'est pas autorisée à financer les États) — qui empêchent d'avancer dans cette direction. Il faudra sans doute en passer par une nouvelle crise pour accepter d'émettre de la monnaie hélicoptère. D'ici là, et même si on peut douter de l'impact sur l'activité économique des achats de titres, il nous semble plus réaliste d'envisager que les BC (la BCE notamment) achèteront des actions.



Des transferts répétés avec une banque centrale sous-capitalisée peuvent provoquer une crise de défiance et une fuite généralisée vers les actifs réels



Les transferts de la BC à l'État semblent plus efficaces et moins risqués que ceux aux agents privés



⁵ Le Japon a échappé à la dépression des années 1930 grâce à un policy-mix très agressif combinant dépenses publiques et financement monétaire. Au Canada, la banque centrale a régulièrement financé les dépenses de l'État jusque dans les années 1970, et ce sans conséquences inflationnistes !



3 Immobilier de bureau en Europe : bilan 2015 et stratégies 2016

NICOLAS KERT, Directeur Solutions d'Épargne Réseaux — Amundi Immobilier

L'environnement macroéconomique

L'environnement macroéconomique s'améliore en zone Euro sous l'influence d'une monnaie affaiblie, de coûts de l'énergie en baisse et de réformes structurelles en partie faites qui ouvrent désormais la voie à des politiques de relance. Dans ces conditions, la croissance du PIB en zone Euro a été de 1,6 %.

Parallèlement, le taux de chômage continue sa décrue entamée en 2013, à 10,3 %, soit 1 point de moins qu'il y a douze mois. En 2016, la zone Euro a ainsi créé près de 2 millions d'emplois.

Le bon niveau de confiance des consommateurs, qui retrouve ses niveaux de 2008, favorise la consommation des ménages, en croissance de 1,7 % sur l'exercice (Source Capital Economics mars 2016), le faible niveau d'inflation ayant probablement contribué à reconstituer le pouvoir d'achat des ménages.

Ce niveau d'inflation, dangereusement faible, et le redémarrage poussif des économies incitent la Banque Centrale Européenne à poursuivre sa politique d'assouplissement quantitatif. Les dernières mesures prises par Mario Draghi ont ainsi entraîné une baisse additionnelle des taux de rendement obligataires, lesquels atteignent par exemple 0,50 % pour l'État Français à 10 ans le 1^{er} mars 2016. Soit 0,63 point de moins qu'il y a 6 mois. Quant aux taux à 5 ans, ils sont désormais négatifs dans plusieurs pays et pourraient rester très faibles pendant plusieurs semestres.

Le marché locatif des bureaux

Dans ce contexte de croissance modérée et de redémarrage de l'emploi, les marchés des bureaux se portent globalement mieux, même s'ils n'ont pas tous retrouvé leurs niveaux d'avant crise. Le taux de vacance moyen s'établit à un peu moins de 10 % alors qu'il se situait à 8 % avant la crise (source PMA janvier 2016).

Dans les **pays cœur d'Europe du Nord**¹, zone Euro, le taux de croissance moyen de l'emploi a été légèrement inférieur à 1 % en 2015. Dans le même temps, l'offre de bureaux existante reste contenue (8 % par exemple en Ile-de-France ou 10,5 % à Francfort) alors que le volume d'immeubles en construction rapporté au parc excède 3 % dans deux villes seulement (Berlin et Bruxelles). Les autres métropoles affichent moins de 2 % du parc en construction, un taux très bas qui ne manque pas de susciter des interrogations quant à la fluidité du marché locatif en cas de reprise plus franche de l'emploi... Les premières constatations de ce déséquilibre s'observent en Allemagne: depuis 2013, la croissance des loyers est supérieure à celle de l'emploi à Munich, autour de 3 %. La situation est similaire à Berlin et à Hambourg. Logiquement, les taux de vacance baissent dans quasiment toutes les métropoles allemandes.

En Ile-de-France, après 3 trimestres 2015 mauvais, les surfaces prises à bail au 4^e trimestre ont été très élevées, ce qui a permis de finir l'année sur une croissance de 7 % par rapport à l'année précédente et de retrouver des niveaux d'activité semblables à la moyenne décennale. Pour autant, ces conditions ne permettent pas un redémarrage des loyers: quasi stables en 2015 à Paris centre, les loyers moyens constatés en Ile-de-France sont toujours en retrait par rapport au point haut de 2007, a fortiori si l'on intègre les accompagnements commerciaux consentis auprès du locataire...

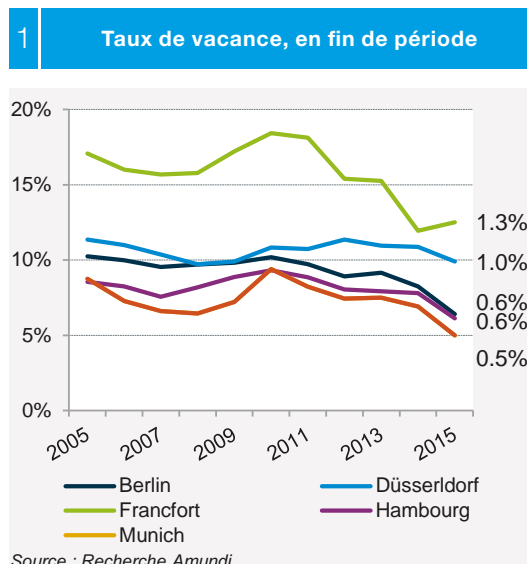
Aux Pays-Bas, après une crise liée à l'excès d'offre neuve dans les années 2000, puis le marasme économique post 2008, le pays retrouve désormais le chemin de la croissance des loyers. Même si cela reste modeste (+1,5 % à Rotterdam

¹ France, Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Belgique

L'essentiel

L'objet de cet article est de réaliser un bilan de l'année immobilière 2015 en Europe, plus spécifiquement du marché des bureaux. Nous y développerons un paradoxe apparent rencontré dans beaucoup de métropoles européennes: alors que les loyers sont toujours stables et fréquemment inférieurs à 2007, traduisant un contexte macroéconomique convalescent, les prix, eux, ne cessent de progresser sous l'effet de compression des taux de rendement immobiliers.

Le moteur de performance de l'immobilier depuis cinq ans est indéniablement la croissance des prix liée à ce phénomène. La question qui se pose est la suivante: la progression des loyers peut-elle prendre le relais de la baisse des taux à l'heure où ceux-ci semblent avoir atteint un point bas? Ou au contraire, y a-t-il encore de la place pour une baisse additionnelle des taux? Nous verrons que cette question ne peut pas être traitée de manière générale à l'Europe entière mais au niveau de chacun des territoires. Cette précision permettra de mieux comprendre l'état de chacun des marchés et ainsi de bâtir des stratégies gagnantes pour les deux prochaines années.



en 2015 par exemple), la croissance de l'emploi attendue à plus de 1 % dans les prochaines années (source Capital Economics), associée à un pipeline de bureaux neufs enfin maîtrisé, devrait provoquer une hausse des loyers continue. Mêmes causes, mêmes conséquences en Belgique et en Autriche : la croissance de l'emploi approche 1 % en rythme annuel fin 2015 et les locaux disponibles sont relativement contenus, ce qui devrait permettre aux loyers de retrouver le chemin de la croissance après trois années blanches.

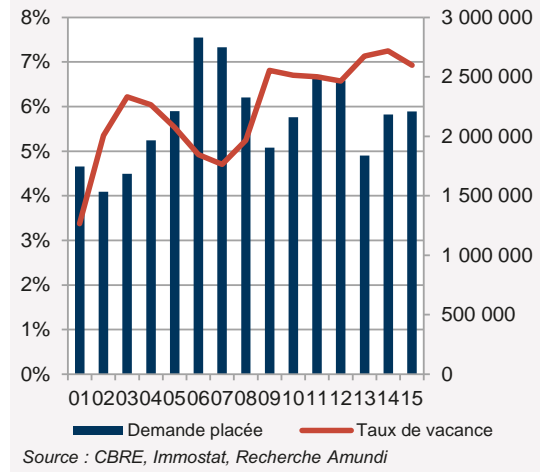
En **Scandinavie** (hors Finlande), le marché de l'emploi est globalement bien orienté : pratiquement +2 % en 2015 pour la Suède, +0,4 % pour la Norvège. La tendance est bonne pour 2016 sur l'ensemble de la zone, alors que le taux de vacance reste contenu : environ 9 % de vacance dans les grandes métropoles, parfois moins de 4 % dans les quartiers centraux, ainsi qu'un pipeline d'immeubles neufs raisonnable, compris entre 1 % et 3 % du parc installé. Assez logiquement, les loyers ont généralement progressé (+13 % à Stockholm, +2 % à Copenhague en 2015) quoique le marché des bureaux Norvégien commence à afficher une baisse de loyer (-1,5 % en 2015) du fait d'une demande ralentie par la baisse des cours du pétrole.

Le **Royaume-Uni** a connu trois très bonnes années sur le plan locatif grâce à un redémarrage en fanfare de l'emploi. Mais il semble que le meilleur soit derrière nous avec des perspectives de croissance de l'emploi plus faibles (+0,4 % seulement attendu en 2017 d'après Capital Economics). Pour autant, le taux de vacance à Londres a désormais atteint un niveau quasi frictionnel (4 %) mais le volume de constructions à livrer d'ici fin 2017 pose question : l'équivalent de 7 % du parc existant est en construction dans la « Cité », ce qui laisse redouter une correction des loyers à partir de 2018. En attendant, les loyers devraient progresser encore en 2016, après plusieurs années à plus de 5 %.

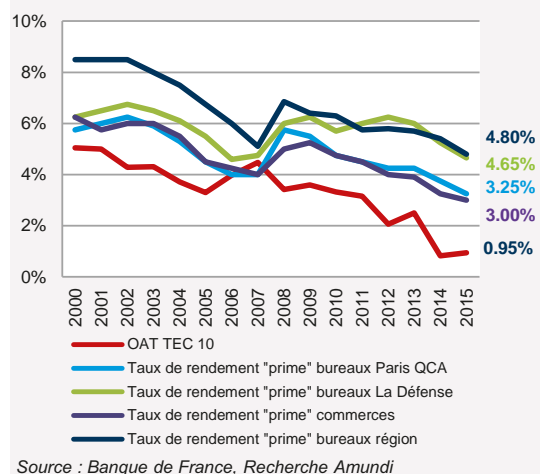
Dans les **autres pays d'Europe de l'Ouest**², la situation est plus contrastée. Pour certains pays périphériques (Irlande, Espagne), la croissance de l'emploi est forte (de 2,2 à 2,7 % en 2015) et devrait le rester en 2016. Pour le Portugal ou l'Italie, la situation est moins bonne avec des taux de croissance de l'emploi tout juste à 1 % alors que le taux de chômage reste à un niveau élevé. L'offre de bureaux pour sa part est toujours supérieure à 12 % dans les grandes métropoles, à l'exception de l'Irlande qui affiche un taux de vacance un peu supérieur à 8 %. Un taux compensé par un programme de constructions neuves particulièrement important d'ici 2017 susceptible de déséquilibrer un marché locatif à peine remis de plusieurs mauvaises années. Dans les autres métropoles, l'offre de bureaux neufs reste contenue, autour de 2 % (source divers Brokers). Les pays qui attirent notre attention pour 2016 sont l'Irlande et l'Espagne, deux pays en retournement et où les marchés de bureaux ont fortement souffert (-50 % sur les loyers au pire du cycle). Pour l'Irlande, l'essentiel du rebond a été accompli, les loyers ayant retrouvé des niveaux de loyers équivalents à ceux de 2007, alors que les nombreuses livraisons d'immeubles à venir pourraient déséquilibrer de nouveau ce petit marché. À Madrid, les loyers sont toujours fin 2015, 30 % inférieurs à ceux de 2007. Mais ils progressent depuis et, compte tenu de la croissance de l'emploi envisagée, devraient continuer leur progression graduelle.

En **Europe Centrale**³, l'emploi redémarre timidement (environ +0,7 %) mais ne devrait pas accélérer franchement en 2016. L'offre de bureaux excède traditionnellement 10 % du parc dans les grandes métropoles (14 % à Prague, 12 % à Budapest par exemple) mais ce qui étonne est la proportion d'immeubles neufs à livrer d'ici 2017 pouvant représenter 17 % du parc installé à Varsovie ou 30 % à Bucarest. Cette offre excessive a pesé en 2015 sur les loyers polonais (-3 à 4 %) alors que la capitale roumaine, où les loyers sont restés stables en 2015 mais toujours inférieurs de 20 % à ceux de 2008, ne devrait pas connaître de croissance des loyers. À l'opposé, Prague et Budapest sont plus sages, avec 3 % de constructions en cours, ce qui devrait contribuer à abaisser le niveau de la vacance et contribuer à une croissance, même modeste, des loyers après deux années stables.

2 Demande placée et taux de vacance (m2)



3 Taux d'intérêt et rendements



² Portugal, Italie, Espagne, Grèce, Finlande, Irlande
³ Hongrie, Pologne, République Tchèque, Roumanie

Le marché de l'investissement

Les volumes d'investissement en immobilier d'entreprise (comprenant les bureaux, largement dominants, mais aussi les commerces, les locaux industriels et l'hébergement) ont atteint 270 Mds€ en 2015, en croissance de 23 % (source RCA janvier 2016). Le trio Royaume-Uni – Allemagne – France compte pour 80 % du total, l'ensemble des pays européens observant une croissance forte (par exemple l'Allemagne, voir illustration) à l'exception de l'Espagne (+5 %), la France (+15 %) ou la Pologne (stable). Le cas de la France s'explique par une absence de produits à la vente plutôt que par une désaffection des investisseurs. À noter, le retour des transactions de très grande taille, sous forme de portefeuilles alors qu'ils avaient virtuellement disparu entre 2008 et 2013.

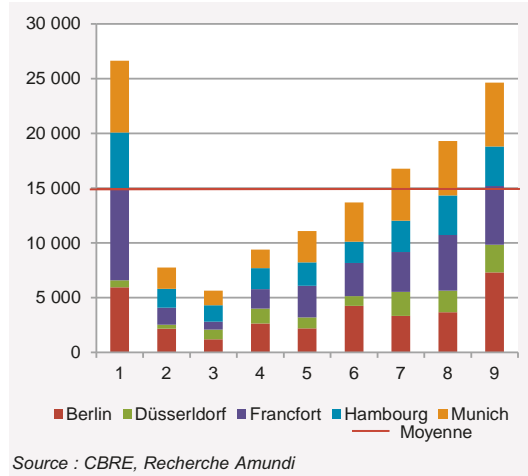
Les raisons de cet afflux de liquidités trouvent leur origine dans la politique monétaire en cours : l'environnement de taux très bas permet des financements compétitifs (même si les quotités financées sont bien inférieures à ce qu'on observait en 2007) et incite les allocataires à renforcer leur investissement immobilier pour capter des rendements courants très supérieurs aux rendements obligataires. Prequin chiffre par exemple les montants de capitaux levés par des fonds immobiliers européens à 60 Md\$ en 2015, deux fois plus qu'en 2012.

Cette situation génère un impact évident sur les taux de rendement immobiliers, clairement orientés à la baisse depuis plusieurs années mais qui, fort logiquement, suivent la tendance des taux longs obligataires. Ainsi, pour illustration, les rendements des immeubles *prime*⁴ des marchés cœur s'établissent à 4 % fin 2015 (contre 5 % en 2010) et ceux des pays périphériques à 4,9 % (contre 6,25 % en 2010). Sur un an, la baisse est de 40bp, soit une croissance des prix toutes autres choses égales par ailleurs de près de 10 %.

Il n'est pas certain que cette croissance des prix s'arrête en 2015, bien au contraire. En effet, la prime de risque est de l'ordre de 300bp en faveur de l'immobilier. Ce niveau n'a jamais été observé jusqu'à maintenant, ce qui suggère qu'il reste encore du potentiel de baisse additionnelle des taux de rendement en 2016, pourquoi pas en deçà de 3 % de rendement pour le bureau à Paris (3,25 % fin 2015). Ailleurs, dans les pays en redémarrage (Espagne, Italie, Pays-Bas par exemple), la compression des taux pourrait être encore plus importante par phénomène de rattrapage à la moyenne.

Au-delà de 2016, en revanche, rien n'est sûr ! Et c'est bien là le piège à éviter en pareille situation : en cas de remontée des taux longs à la faveur d'une croissance économique retrouvée, l'impact négatif en termes de valeur sur l'immobilier pourrait être non négligeable. Surtout si les loyers ne croissent pas encore vigoureusement afin de compenser cet effet valeur par un effet revenu. Plus que jamais, il est donc essentiel de ne pas bâtir sa stratégie immobilière uniquement sous l'angle des prix mais de s'assurer de la capacité des immeubles à générer des revenus pérennes ou en croissance dans le temps. Ce principe mérite d'être répété ainsi que le mesure IPD/MSCI sur 2004-2014 : plus des ¾ de la performance immobilière en France provient du rendement locatif, le solde du rendement en capital.

4 Évolution de la demande placée



⁴ Les meilleurs immeubles offerts à la vente



4 États des lieux et prévisions des taux de défaut du High Yield

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique*

Tendances actuelles par région, secteur et notation

Les défauts augmentent aux États-Unis mais sont stables en Europe

À l'échelle mondiale, les taux de défaut restent faibles. Ils sont même inférieurs à leur moyenne à long terme depuis plus de 10 ans (si l'on exclut l'année 2009). Toutefois, en 2015 et au 1^{er} trimestre 2016, les faillites ont fortement augmenté et on a pu observer une inflexion du cycle aux États-Unis. Dans le même temps, les défauts des entreprises HY européennes restent assez stables et proches de leur plus bas des années précédentes, sans toutefois se rapprocher des niveaux du marché HY américain.

Les défauts aux États-Unis sont également faibles si l'on exclut le secteur des matières premières

Une analyse approfondie de la dette spéculative libellée en dollar montre que si l'on exclut des calculs les secteurs liés aux matières premières, les taux de défaut sont restés stables mais aussi historiquement faibles aux États-Unis. Le graphique 1 montre que l'augmentation des défauts des émetteurs spéculatifs américains ces derniers trimestres a surtout concerné les secteurs de l'énergie et des métaux/des mines. Selon les données de Moody's, à la fin du 1^{er} trimestre 2016, ces deux secteurs affichaient des taux de défaut de 10 % et 12,6 %, respectivement. Ce qui porte le taux de défaut moyen sur la dette HY américaine à 4,1 %. Si l'on exclut ces deux secteurs, le ratio tombe à environ 2,5 %. 33 émetteurs suivis par Moody's ont fait défaut au 1^{er} trimestre 2016, contre seulement 22 au 1^{er} trimestre 2015. Près de deux-tiers de ces émetteurs appartenaient aux secteurs du pétrole/gaz et des métaux/mines. 27 défauts (82 %) ont été enregistrés aux États-Unis et seulement un en Europe.

Les titres notés CCC sont les principaux concernés

La qualité (c'est-à-dire les notations) est également un autre facteur important à prendre en compte pour remettre en perspective les tendances les plus récentes. Les défauts des titres notés BB et B restent nettement inférieurs à leurs moyennes à long terme et les événements de crédit ont surtout concerné jusqu'à maintenant des émetteurs faiblement notés ou dans la catégorie spéculative. Malgré leur hausse à 3 % et 0,8 %, respectivement, les défauts des titres B et BB sont encore très loin des niveaux récessionnistes moyens et ne semblent pas vouloir accélérer, contrairement aux obligations notées CCC, dont les faillites ont récemment augmenté à un rythme rapide.

Perspectives en Europe et aux États-Unis

Les défauts européens devraient rester faibles grâce à des facteurs tant bottom-up que top-down

Si l'on tient compte des deux facteurs (secteurs et notations), le cycle de défaut aux États-Unis ne semble pas encore connaître une inflexion marquée et convaincante. Parallèlement, une augmentation prononcée des défauts en Europe semble très peu probable. Non seulement les expositions sectorielles à l'origine des défauts dans le cycle actuel sont relativement limitées, mais surtout, la qualité joue et continuera à jouer un rôle essentiel pour différencier les perspectives des deux marchés. La dette notée BB représente 2/3 de tout le marché libellé en EUR, alors que la dette CCC n'en constitue qu'une faible proportion. Les changements récents dans la composition du marché européen ont permis de renforcer la stabilité de la dette spéculative européenne. Par exemple, lors de la bulle technologique, le marché HY en EUR était davantage exposé que le marché américain à ce secteur en pleine déconfiture. C'est pourquoi les défauts avaient atteint à cette époque des niveaux plus élevés en Europe qu'outre Atlantique. Les facteurs individuels (*bottom-up*) jouent

L'essentiel

Les taux de défaut semblent avoir franchi un point d'inflexion dans le cycle américain, mais leur hausse récente est surtout due à l'impact des entreprises faiblement notées du secteur des matières premières, et n'est pas encore une tendance générale. Des signes de tension commencent toutefois, également à apparaître dans des secteurs sans lien avec les matières premières. Nous prévoyons un taux de défaut de 6 % pour les obligations HY américaines d'ici la fin 2016, dont une moitié attribuable aux secteurs liés aux matières premières et l'autre moitié imputable à une augmentation limitée des défauts dans les autres secteurs. En revanche, la situation est bien plus stable en Europe, grâce notamment aux dernières mesures annoncées par la BCE.

Dans cet article, nous nous penchons sur les tendances actuelles et futures des taux de défaut des deux côtés de l'Atlantique, en tenant compte de facteurs à la fois *top-down* et *bottom-up* et en axant notre analyse sur les secteurs et les catégories de notation. Nous revenons également les caractéristiques du cycle actuel, en particulier les taux de recouvrement et l'impact sur les indicateurs de crédit des dernières tendances en matière réendettement. Enfin, nous abordons le sujet des valorisations sur la base uniquement du taux de défaut, pour les investisseurs ayant un horizon soit à long terme soit à court terme.



Les défauts des titres B et BB sont encore très loin des niveaux récessionnistes et ne semblent pas vouloir accélérer



clairement un rôle majeur dans les divergences d'évolution des défauts entre les États-Unis et l'Europe, mais il faut aussi tenir compte des facteurs *top-down*. Il s'agit notamment des phases différentes du cycle de crédit dans lesquelles se trouvent les obligations américaines et européennes (phase de maturité aux États-Unis avec une augmentation de l'endettement, alors que l'Europe est encore en plein processus de désendettement), des politiques monétaires divergentes (hausse graduelle progressive de taux de la Fed, introduction d'un QE2 par la BCE et soutien marqué aux obligations d'entreprise) et critères d'attribution des prêts bancaires (assouplissement en Europe, resserrement aux États-Unis). Les facteurs *top-down* comme les facteurs *bottom-up* plaident en faveur du marché européen au détriment de son homologue.

Les dernières mesures de la BCE ont encore réduit le risque de défaut en Europe

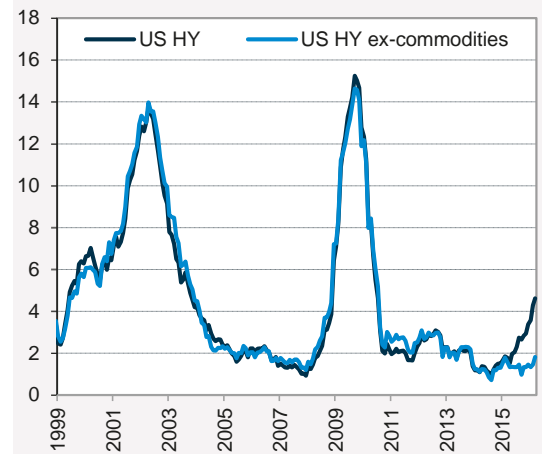
Le risque de défaut en Europe était déjà assez bas avant la dernière intervention de la BCE. Mais avec les toutes dernières mesures, directes et indirectes, en faveur des obligations d'entreprise, il est fort probable que le taux de défaut restera stable et bas en zone euro. Passons en revue plusieurs points :

- les mesures de la BCE ont d'ores et déjà renforcé les facteurs techniques des titres *corporate* tant du côté de la demande que de l'offre. 4 milliards d'euros ont été investis dans des fonds et des ETF HY dans les semaines qui ont suivi les annonces de la BCE. Ces flux ont contribué au rebond de la demande en nouvelles émissions, qui ont été nombreuses sur les marchés primaires. Après des mois d'émissions limitées, voire nulles, les volumes vont très probablement augmenter dans les prochains mois.
- Les ratios de titres en difficulté (*distress ratios*) ont baissé dans le sillage des *spreads*, même en Europe, où ils étaient néanmoins déjà plus bas qu'aux États-Unis.
- Comme l'a montré la dernière étude de la BCE, les opérations de refinancement à long terme (TLTRO) et les autres mesures prises devraient également être favorables aux critères des prêts bancaires aux sociétés non financières.
- L'inclusion des obligations IG non-financières dans le programme d'achat d'actifs réduit le risque de rétrogradation et le risque d'une augmentation du nombre d'anges déchus. À cet égard, la divergence entre les marchés américain et européen se renforce et ne devrait pas s'arrêter là. Le graphique 3 montre que le volume de dette passé du segment IG au segment HY a fortement augmenté l'année dernière aux États-Unis (après trois ans de stabilité), de 60 milliards de dollars à 151 milliards de dollars. Uniquement au 1^{er} trimestre 2016, le volume a atteint un record de 93 milliards de dollars (soit 61 % du total de 2015). En revanche, après avoir atteint un pic en plein cœur de la crise de la dette souveraine en 2012, le nombre d'émetteurs rétrogradés dans la catégorie spéculative en Europe a diminué de manière régulière. L'année dernière, cela a correspondu à seulement 35 milliards de dollars, alors que le pic de 2012 était de 80 milliards de dollars. Au 1^{er} trimestre 2016, bien que les conditions de financement soient restées difficiles jusqu'à l'intervention de la BCE, les anges déchus ont représenté un volume de seulement 18,9 milliards de dollars.

Le taux de défaut va encore augmenter aux États-Unis

Il nous faut également vérifier le degré d'ouverture et de réceptivité des marchés obligataires aux émetteurs. L'un des principaux facteurs influençant les taux de défaut est le pourcentage d'obligations présentant un *spread* d'au minimum 1 000 pb (seuil à partir duquel on parle de *distress ratio*). Compte tenu des *spreads* actuels, il est fort probable que les défauts continuent à augmenter dans les secteurs liés aux matières premières. Autrement dit, la tendance haussière des défauts dans les secteurs de l'énergie et métaux/mines n'est pas encore terminée. Malgré son rebond récent, le prix du baril de pétrole va continuer à exercer des pressions sur les entreprises exposées.

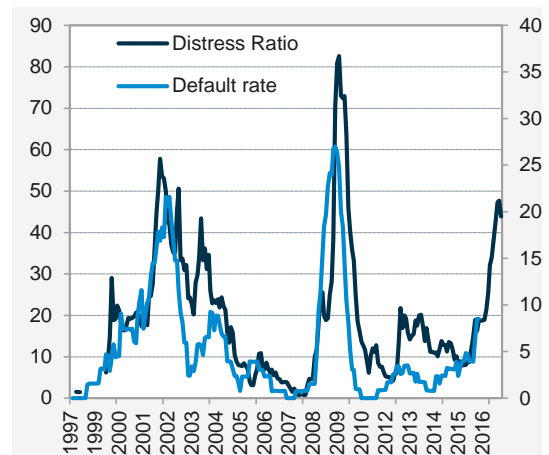
1 US HY taux de défaut : global et hors-commodities



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

“ Les dernières mesures de la BCE ont encore réduit le risque de défaut en Europe ”

2 US HY matériaux : distress ratio vs tx de défaut (1 an décalé), in %



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Et en dépit d'une baisse partielle, le ratio de titres en difficulté dans le secteur énergétique américain reste proche de records historiques. Même si ce ratio a baissé après un pic de 70 %, une très grande majorité (60 %) des obligations présentent des *spreads* très élevés, ce qui laisse augurer une forte hausse et de nouveaux records pour le taux de défaut d'ici environ un an. Le graphique montre très bien que la situation est identique pour le secteur des métaux et des mines. Dans le secteur de l'énergie, on constate que le risque de défaut se matérialisera très probablement dans les sous-secteurs de l'exploration et de la production et des équipements et services parapétroliers, dont les proportions dans la dette totale sont de 43 % et 20 %, respectivement. C'est encore plus vrai pour la dette notée CCC de ces deux sous-secteurs. 14 % du secteur de l'énergie sont représentés par de la dette CCC du sous-secteur de l'exploration et de la production, et 3 % pour le secteur parapétrolier, le plus vulnérable à la faiblesse des prix du pétrole.

Les taux de défaut des autres secteurs restent très faibles et stables, mais leurs *distress ratios* ont commencé à remonter légèrement. Malgré le récent rebond du secteur énergétique, la distribution, les biens d'équipement et les médias commencent à sentir des pressions s'exercer et pourraient voir leur taux défaut augmenter. Ces trois secteurs vont probablement contribuer à l'augmentation des défauts au cours des 12 prochains mois car leur poids cumulé dans l'indice est de 21 %.

Les régressions *top-down* que nous effectuons continuent à tabler sur un taux de défaut moyen de 6 % pour le segment HY américain d'ici la fin de l'année et au 1^{er} trimestre 2017 ; la première moitié serait représentée par les émetteurs dépendants des matières premières, et la seconde par tous les autres secteurs, en particulier les trois susmentionnés.

Les dernières projections des agences de notation confirment nos prévisions dans les deux régions

Moody's et Fitch prévoient une divergence très importante des tendances des taux de défaut entre les États-Unis et l'Europe au cours des prochains trimestres. Après avoir procédé à plusieurs révisions à la hausse ces derniers mois, Fitch et Moody's estiment qu'un scénario similaire est probable pour les émetteurs spéculatifs américains d'ici la fin de l'année (env. 6 %). Ce niveau est très proche du résultat obtenu par notre analyse de régression reposant sur le *distress ratio*, les critères des prêts bancaires et la croissance de la dette.

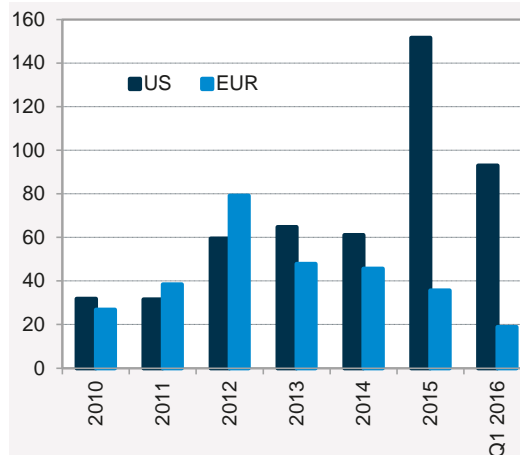
En raison des différents univers utilisés pour les entreprises cotées, les prévisions des deux agences de notation concernant les taux de défaut en Europe diffèrent sur le niveau du taux mais elles confirment toutes deux le découplage des taux américains et européens. Moody's prévoit actuellement un taux de défaut de 2,1 % d'ici décembre 2016, contre 2,6 % en mars, tandis que Fitch table sur un taux inférieur à 1 % (en valeur de marché) et inférieur à 2 % (en nombre de titres). Fitch a publié un taux de défaut de 0,7 % sur les 12 derniers mois pour les obligations HY en EUR (à fin décembre 2015), un niveau inférieur à celui enregistré par Moody's sur la même période. En outre, selon Fitch, la forte présence (67 %) de titres notés BB dans la composition de l'encours de titres contribue à la faiblesse persistante des taux de défaut. Les chiffres de Fitch coïncident également avec les défauts réels dans les indices les plus suivis, témoignant là aussi d'un écart important entre les marchés américain et européen.

Nouveaux risques, risques anciens et valorisations de marché

Les ratios de recouvrement des émetteurs en défaut sont assez bas sur une base historique

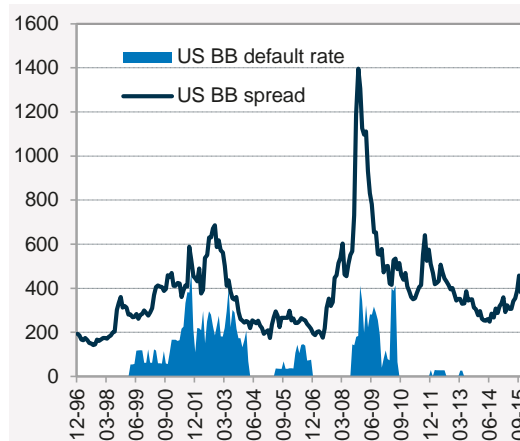
Une tendance inhabituelle est apparue ces derniers mois : la dissociation apparente entre les taux de défaut et les taux de recouvrement. En général, ceux deux variables présentent une corrélation négative : schématiquement, lorsque les défauts sont historiquement bas (comme aujourd'hui), les taux de recouvrement sont supérieurs à la moyenne, et la situation inverse apparaît

3 US et EUR HY : volume des "fallen angels", en Mds de USD



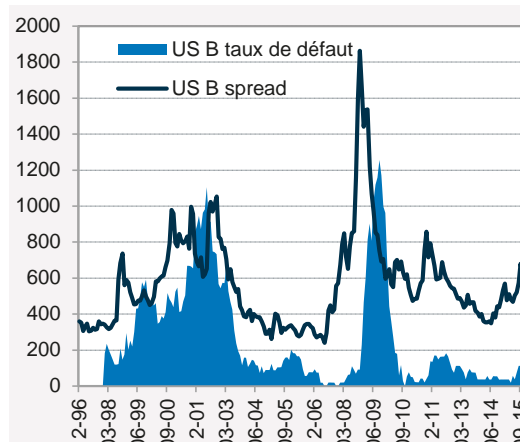
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

4 US BB spreads vs 1 an taux de défaut



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

5 US B spreads vs 1 an taux de défaut



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

lorsque les défauts atteignent des pics, comme lors des phases de récession. Toutefois, même si les défauts restent historiquement bas aux États-Unis, les taux de recouvrement ont nettement baissé en 2015 et au 1^{er} trimestre 2016. Au cours des derniers trimestres, le taux de recouvrement est passé d'environ 50 pour 60 à 20 pour 30.

Mais le niveau des défauts n'est pas le seul déterminant des taux de recouvrement. L'évolution des facteurs *bottom-up* et des indicateurs de crédit a aussi une influence non négligeable. À cet égard, la concentration croissante des événements de crédit dans seulement deux secteurs n'est qu'un facteur explicatif. Selon Fitch, les ratios de recouvrement des entreprises en défaut dans les secteurs de l'énergie et des métaux et des mines étaient en moyenne de 22,9 et 17,3, respectivement, en 2015, soit nettement plus bas que le ratio de recouvrement global des obligations HY américaines (31,3). Ce taux de recouvrement tombe même à 14,2 pour les entreprises du secteur des métaux et des mines qui ont fait défaut au 1^{er} trimestre 2016. En outre, si l'on distingue les événements de crédit « traditionnels » et les échanges sur la dette des entreprises en difficulté (DDE — *distressed debt exchanges*), les ratios de recouvrement tombent à 16 et à 12 pour les échanges sur la dette d'entreprises n'étant pas en difficulté. Au-delà des aspects sectoriels, cette rupture avec les tendances antérieures s'explique aussi par la faiblesse relative des dépenses d'investissement au cours du cycle actuel. La dette a augmenté récemment, bien plus que les actifs, ce qui a inévitablement accru la part des dettes par rapport au total des actifs et aux actifs tangibles.

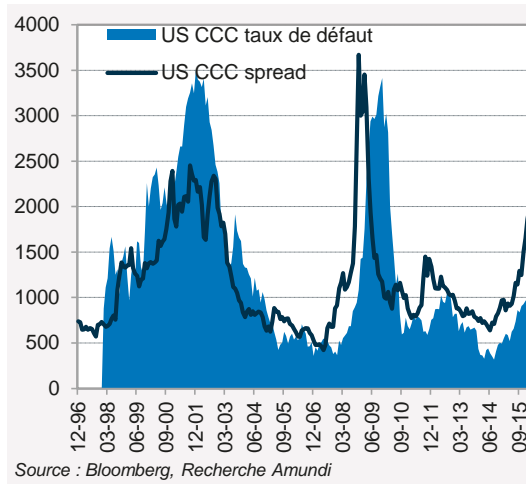
Risques inhérents aux tendances récentes des indicateurs de crédit et objectif des nouvelles émissions

Dans nos précédentes publications, nous avons mis en avant une détérioration des indicateurs de crédit des entreprises américaines non-financières au cours des trimestres précédents. Le ratio dette/revenus a augmenté en raison de l'accélération de la croissance de la dette et du ralentissement concomitant de la croissance des bénéfices. Au cours des deux derniers trimestres, on a même observé une contraction des bénéfices des entreprises non financières américaines, en grande partie en raison des secteurs de l'énergie et des matériaux. Par ailleurs, le marché primaire des obligations spéculatives américaines a enregistré une augmentation notable de la part des nouvelles émissions réalisées dans le cadre de LBO et d'acquisitions. Le refinancement, objectif de la plupart des émissions HY entre 2009 et 2013 (entre 60 % et 70 %), a vu sa part diminuer (51 % en 2014, une tendance qui s'est poursuivie en 2015 (42 %) et au 1^{er} trimestre 2016 (38 %). Par opposition, au cours des deux dernières années, le pourcentage des nouvelles émissions réalisées dans un objectif d'investissement pour des opérations de fusions acquisitions a sensiblement augmenté, atteignant le niveau de 64 %.

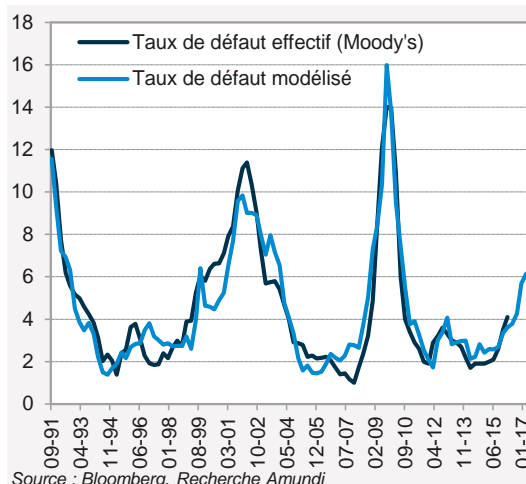
Les taux de défaut implicites intégrés dans les valorisations témoignent toujours d'un potentiel de valeur, en particulier chez les émetteurs bien notés

Malgré le resserrement récent des *spreads*, les investisseurs avec des horizons à long terme trouvent encore des poches de valeur dans les primes de risque du crédit, sur une base corrigée du risque de défaut. Nous avons réalisé une analyse axée sur un horizon de 5 ans en utilisant deux hypothèses de taux de recouvrement: une moyenne à long terme de 40 % ou de 20 %, cette dernière étant plus en ligne avec les tendances récentes que nous abordons ultérieurement dans cet article. Avec un taux de recouvrement de 40 %, les *spreads* actuels des titres BB et B couvrent non seulement les taux de défaut moyens historiques mais aussi les 5 années les plus faibles d'un point de vue historique, tant dans les univers européen qu'américain. Mais si l'on retient l'hypothèse d'un taux de recouvrement de 20 %, les *spreads* actuels ne couvrent plus les 5 années les plus faibles et dépassent largement les moyennes historiques et les chiffres récents. Par exemple, les *spreads* actuels couvrent un taux de défaut cumulé de 18 % sur les 5 prochaines années pour les obligations BB européennes et de 20 % pour les titres BB américains, soit le double du taux de défaut moyen historique de 9 % et un niveau nettement

6 US CCC spreads vs 1 an taux de défaut



7 Nos prévisions des taux de défaut US HY vs le taux de défaut effectif Moody's (in %)

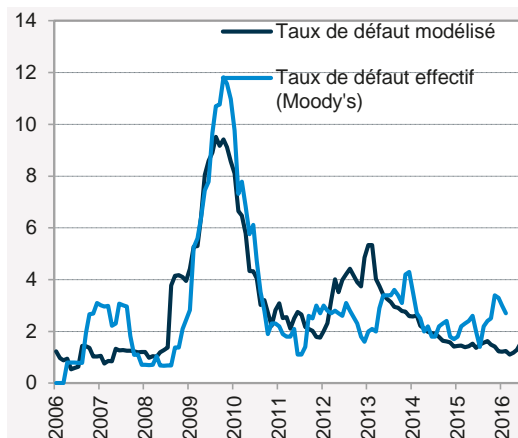


plus élevé que le niveau de 2,2 % des 5 dernières années plus favorables. Les *spreads* des obligations notées B compensent un taux de défaut cumulé sur 5 ans de 31 avec un ratio de recouvrement de 20 %, un niveau supérieur à la moyenne historique de 20 % et nettement plus élevé que le taux de 7,5 % des 5 dernières années. Selon nous, l'aspect le plus intéressant de cette analyse est l'écart entre les États-Unis et l'Europe, en particulier pour les titres notés B, qui sont plus exposés que les titres notés BB aux événements de crédit extrêmes. Les *spreads* des marchés américain et européen laissent augurer des tendances très similaires en matière de défauts au cours des cinq prochaines années, même si nos analyses précédentes suggéraient un découplage entre les deux tendances, largement en faveur du marché européen. Si l'horizon est ramené à un an/deux ans, les valorisations (selon une approche centrée uniquement sur le risque de défaut) des obligations spéculatives les mieux notées semblent bien plus attractives, en particulier en Europe.

Conclusion

Les taux de défaut américains semblent avoir franchi un point d'inflexion dans le cycle, mais leur hausse récente est surtout due à l'impact des entreprises faiblement notées du secteur des matières premières, et ne semble pas se généraliser. Toutefois, les signes de tension se multiplient dans des secteurs sans lien avec les matières premières. Nous prévoyons un taux de défaut de 6 % pour les obligations HY américaines d'ici la fin 2016, dont une moitié attribuable aux secteurs liés aux matières premières et l'autre moitié imputable à une augmentation limitée des défauts dans les autres secteurs. En revanche, en Europe, la situation est bien plus stable grâce à la contribution des facteurs *bottom-up* et *top-down*, y compris les dernières mesures de la BCE. Nous devrions donc observer un découplage des taux de défaut entre les deux rives de l'Atlantique au cours des trimestres à venir. Aux États-Unis, les risques seront exacerbés par des ratios de recouvrement inférieurs à la moyenne et par le réendettement constaté dans l'évolution récente des indicateurs de crédit. Malgré le rebond récent, les valorisations actuelles restent attractives sur un horizon à long terme. Toutefois, par rapport aux tendances prévues en matière de défauts, les valorisations semblent plus attractives en Europe qu'aux États-Unis sur la base ajustée du risque d'événement de crédit. Enfin, les obligations BB sont particulièrement attractives à court terme.

8 Nos prévisions des taux de défaut Euro HY vs le taux de défaut effectif Moody's (in %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

5 Le pari de David Cameron sur le Brexit: rien n'est perdu si la participation est (assez) élevée

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique*

Anticipant une défaite aux élections législatives de 2015, David Cameron semble avoir parié que le référendum sur le Brexit n'aurait pas lieu lorsqu'il l'a appelé de ses vœux; aujourd'hui, cependant, celui-ci fait figure de vote de confiance. Les résultats du vote de 2015 indiquent que (i) si les pertes de voix ont été minimes pour les Conservateurs et les Travailleurs, (ii) les Libéraux démocrates ont en revanche perdu de nombreux suffrages, au bénéfice (iii) du Parti national écossais (directement) et (iv) de UKIP (indirectement). Par conséquent, même si l'Écosse reste europhile, la situation est plus compliquée en Angleterre, car celle-ci connaît à la fois une participation plus élevée des eurosceptiques (UKIP) et une participation plus faible des europhiles (Libéraux démocrates).

I/L'héritage des élections législatives de 2015: un bouleversement du paysage politique au profit des eurosceptiques en Angleterre

I. 1/Le pays est sous pression car le recul des Libéraux démocrates europhiles coïncide avec la montée en puissance des eurosceptiques de UKIP

Les faits marquants des élections législatives de 2015 ont été le recul des Libéraux démocrates et la hausse concomitante des votes en faveur de UKIP, alors que le Parti national écossais (SNP) a remporté un certain nombre de circonscriptions. Avec un score de tout juste 7,9 %, les Libéraux démocrates ont perdu 16,1 % de votes tandis que la catégorie « Autres » (qui regroupe UKIP et le SNP) a remporté 24,8 % des suffrages, avec un score en hausse de 14,8 %. Les pertes de voix des Travailleurs et des Conservateurs se sont élevées à moins de 1 %, leurs scores atteignant respectivement 36,8 % et 30,5 % : c'est donc principalement au niveau de l'Angleterre, en l'occurrence des Libéraux démocrates et de UKIP, que s'est jouée la transformation¹.

D'après les sondages sortis des urnes, ce changement ne résulte pas d'un d'une conversion des europhiles à l'euroscepticisme, mais plutôt d'une baisse de leur taux de participation alors que les eurosceptiques ont fréquenté les bureaux de vote en plus grand nombre. Avec cette double évolution du taux de participation, les gains de UKIP ont été comparables aux pertes des Libéraux démocrates: (i) UKIP a enregistré ses plus grandes avancées historiques parmi certaines catégories d'électeurs (les hommes, les jeunes (18-29 ans) et les plus âgés (50-59 ans)), tandis que (ii) les pertes subies par les Libéraux démocrates ont concerné d'autres catégories (électeurs de la tranche 30-49 ans) (voir graphique 1). En définitive, le changement s'est joué donc entre deux partis anglais, l'un centriste et l'autre de droite.

I. 2/Le maintien dans l'UE implique une (re) mobilisation des jeunes et des classes moyennes aisées

Pour que les pro-Europe battent des eurosceptiques déjà mobilisés, le vote de ces deux groupes d'europhiles (découragés) sera déterminant. Les électeurs de UKIP étant déjà mobilisés (et susceptibles de drainer une partie du soutien des électeurs conservateurs), le Royaume-Uni pourra rester

¹ Le SNP a remporté une partie des voix perdues par les Travailleurs et les Libéraux démocrates, mais nous n'en tiendrons pas compte dans cette analyse dans la mesure où le Parti travailliste et le SNP sont tous deux favorables au maintien du Royaume-Uni dans l'Union européenne, ce qui neutralise l'effet de ce transfert de vote (néanmoins important sous d'autres aspects). À cet égard, l'Irlande du Nord n'est pas non plus déterminante, et le Pays de Galles est assimilable à l'Angleterre (d'un point de vue électoral).

L'essentiel

Anticipant une défaite aux élections législatives de 2015, David Cameron semble avoir parié que le référendum sur le Brexit n'aurait pas lieu lorsqu'il l'a appelé de ses vœux; aujourd'hui, cependant, celui-ci fait figure de vote de confiance. Les résultats du vote de 2015 indiquent que (i) si les pertes de voix ont été minimes pour les Conservateurs et les Travailleurs, (ii) les Libéraux démocrates ont en revanche perdu de nombreux suffrages, au bénéfice (iii) du Parti national écossais (directement) et (iv) de UKIP (indirectement). Par conséquent, même si l'Écosse reste europhile, la situation est plus compliquée en Angleterre, car celle-ci connaît à la fois une participation plus élevée des eurosceptiques (UKIP) et une participation plus faible des europhiles (Libéraux démocrates).

Compte tenu de l'antinomie entre les deux camps qui s'affrontent (prospérité contre souveraineté), l'issue du référendum va dépendre de la mobilisation relative de deux groupes d'électeurs anglais fidèles à des sensibilités politiques radicalement opposées. La participation de ces deux groupes (18-39 ans et classe moyenne aisée) sera déterminante en Angleterre: du nord au sud, les électeurs ont globalement boudé les dernières élections législatives au détriment des Libéraux démocrates et au profit du SNP, des Travailleurs et enfin de UKIP. Les Travailleurs ayant déjà remonté une bonne partie de leur retard, la charge de convaincre ces électeurs perdus revient maintenant aux Conservateurs.

D'après les sondages (dont l'erreur de prévision à une semaine du vote de 2015 était relativement minime), il faudrait une abstention à 30 % pour que les deux camps fassent jeu égal, et les pro-Europe auront une avance de plus de 5 % si le niveau des indécis reste inchangé (10 % actuellement). Un score égal des pro- et anti-UE (à 35 % des votes chacun) nécessiterait une abstention de 30 % et diviserait l'électorat en trois parties presque égales, ce qui nous semble le moins probable des scénarios. À l'heure où nous écrivons, l'avance des partisans de l'UE est revenue à 4 % (niveau moyen depuis janvier) et les sondages estiment qu'ils rallieront 44 % des électeurs inscrits (nettement plus que les 40 % des pro-Brexit), ce qui tend à prédire le maintien du Royaume-Uni au sein de l'Union européenne.



dans l'UE si les électeurs libéraux démocrates découragés en 2015 font contrepoids. Il faudrait pour cela une remobilisation des jeunes (tranche d'âge des 18-39 ans) et de la classe moyenne (aisée) accompagnée d'une érosion de l'avantage de UKIP auprès des électeurs les plus âgés (plus de 50 ans) et les plus défavorisés (classe ouvrière).

D'un point de vue comptable, sans la remobilisation des Libéraux démocrates, seuls certains Conservateurs et partis minoritaires peuvent permettre au Royaume-Uni de rester dans l'UE. La configuration peut être n'importe laquelle couverte entre ces deux scénarios: de (i) 7 % des Conservateurs votent pour l'appartenance à l'UE sans être rejoints par les électeurs de la catégorie « Autres » (hors SNP), à (ii) la totalité des électeurs « Autres » (soit 7 % de l'électorat) se positionnent en faveur du maintien dans l'UE tandis que tous les Conservateurs se prononcent pour la sortie de l'UE. On voit là l'importance du rôle des europhiles de ces deux groupes d'électeurs puisqu'ils ont le pouvoir de faire pencher la balance dans un sens ou dans l'autre au cas où le Parti Libéral démocrate ne parviendrait pas à remobiliser son électorat.

II/ Les sondages sur le référendum 2016 : une participation (plutôt) élevée est nécessaire pour le maintien dans l'UE

II.1/ Toute baisse des votes indécis bénéficie deux fois plus aux partisans du maintien qu'à ceux du Brexit

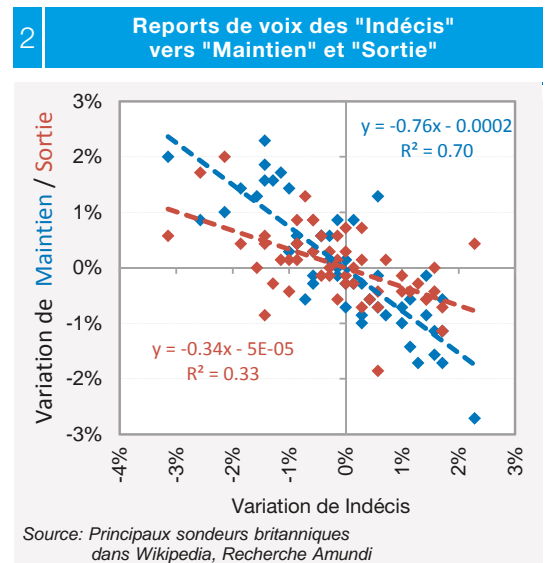
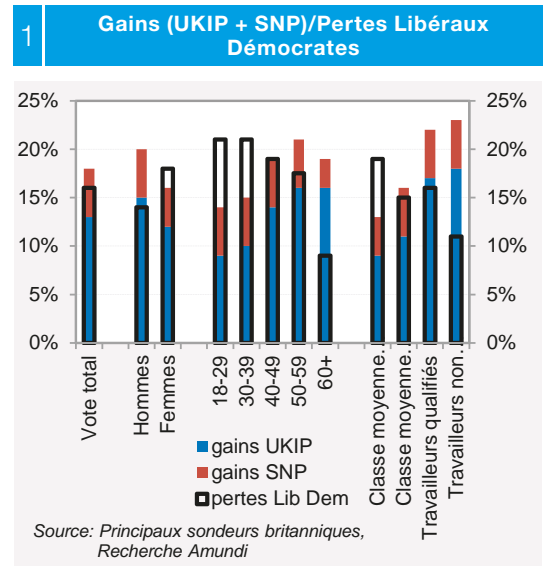
Les sondages menés depuis janvier montrent que chaque baisse du nombre de votes « indécis » bénéficie pour deux tiers aux partisans du maintien et pour un tiers à leurs adversaires. À l'heure actuelle, les tenants du maintien dans l'UE ont une avance de 4 % (moyenne depuis le début de l'année). Par conséquent, toute baisse de 3 % du niveau des votes indécis entraîne une hausse de 2 % des votes pour le maintien et une hausse de 1 % des votes pour le Brexit. Cela explique donc pourquoi le repli de 10 % des indécis à la fin du mois d'avril a ramené l'avance des partisans du maintien à 4 %, exactement l'écart moyen entre les pourcentages attribués aux partisans du maintien (44 %) et à ceux du Brexit (40 %) depuis janvier (graphique 2).

La part des indécis (l'équivalent des abstentionnistes) doit atteindre 30 % pour donner lieu à un « match nul » entre les pro- et les anti-UE ; en revanche, si la part des abstentionnistes reste à 10 % comme aujourd'hui, les tenants du maintien dans l'UE auront une avance de plus de 5 % et représenteront 48 % des électeurs inscrits, soit nettement plus que 50 % des électeurs participant. Il faudrait que l'abstention descende à 6 % pour que les pro-maintien représentent 50,1 % des électeurs inscrits, ce qui correspondrait à 60 % des électeurs participant (graphique 3). D'où un « facteur » capital pour l'issue du référendum: plus le taux de participation sera élevé, plus le Royaume-Uni a de chances de rester dans l'UE.

II.2/ Le vote des partisans du maintien dans l'UE étant plus instable que celui des eurosceptiques, la participation est essentielle

En raison de la disparition des Libéraux démocrates et du projet européen de la scène politique, la lutte contre UKIP revient aux Conservateurs dans le sud de l'Angleterre et aux Travailleurs dans le nord. Si le SNP a tout intérêt à faire campagne pour le maintien dans l'UE (car un deuxième référendum sur l'indépendance serait dangereux), la situation est beaucoup plus compliquée pour les Conservateurs et les Travailleurs, qui doivent non seulement rallier à leur cause les électeurs europhiles (Libéraux démocrates), mais aussi composer avec l'anxiété des classes aisées du sud pour les premiers, et de la classe ouvrière (jeune et âgée) du nord, pour les seconds.

L'intervention du Président Obama a redonné l'avantage aux partisans du maintien dans l'UE, dont les intentions de vote ont rebondi (peut-être dans des proportions exagérées, d'ailleurs, puisqu'elles sont redescendues depuis après avoir atteint 50 % fin avril). Cela tend à prouver l'importance de la dimension économique (l'intégration commerciale avec l'Europe et les États-Unis, comme l'a dépeinte Barack Obama) pour l'europhile typique (c'est-à-dire l'électeur Libéral démocrate), dont le profil rejoint celui décrit un peu



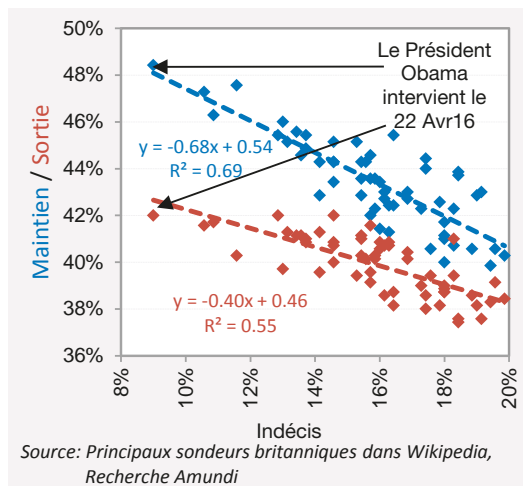
plus haut : jeune et issu de la classe moyenne désireuse d'accéder à un rang plus élevé, sinon déjà aisée. Comme le référendum est devenu ni plus ni moins qu'un vote de confiance sur (la politique de) David Cameron, celui-ci ne pouvait que rayonner de bonheur à l'écoute du Président Obama.

Conclusion

Compte tenu de l'antinomie entre les deux camps qui s'affrontent (prospérité contre souveraineté), l'issue du référendum va dépendre de la mobilisation relative de deux groupes d'électeurs anglais fidèles à des sensibilités politiques radicalement opposées. La participation de ces deux groupes (18-39 ans et classe moyenne aisée) sera déterminante en Angleterre : du nord au sud, les électeurs ont globalement boudé les dernières élections législatives au détriment des Libéraux démocrates et au profit du SNP, des Travaillistes et enfin de UKIP. Les Travaillistes ayant déjà réalisé une bonne partie du travail, la charge de convaincre ces électeurs perdus revient maintenant aux Conservateurs.

D'après les sondages (dont l'erreur de prévision à une semaine du vote de 2015 était relativement minime), il faudrait une abstention à 30 % pour que les deux camps fassent jeu égal, et les pro-Europe auront une avance de plus de 5 % si le niveau des indécis reste inchangé (10 % actuellement). Un score égal des pro- et anti-UE (à 35 % des votes chacun) nécessiterait une abstention de 30 % et diviserait l'électorat en trois parties presque égales, ce qui nous semble le moins probable des scénarios. À l'heure où nous écrivons, l'avance des partisans de l'UE est revenue à 4 % (niveau moyen depuis janvier) et les sondages estiment qu'ils rallieront 44 % des électeurs inscrits (nettement plus que les 40 % des pro-Brexit), ce qui tend à prédire le maintien du Royaume-Uni au sein de l'Union européenne.

3 Intentions de vote en faveur du "Maintien" et de la "Sortie" en fonction des "Indécis"



6 Chine : où va donc l'argent ?

MO JI, *Stratégie et Recherche Économique*

Quelles sont actuellement les craintes des investisseurs à l'égard de la Chine ?

Est-ce prendre ses désirs pour des réalités que de croire que l'économie et les marchés chinois peuvent offrir aux marchés financiers mondiaux des « moments de quiétude » ? Le marché ne s'est réjoui que pendant quelques jours après la publication des statistiques économiques chinoises du mois de mars, lesquelles ont témoigné d'une reprise régulière et sont enfin prises en compte par les intervenants. Quelles sont donc ces nouvelles craintes concernant la Chine ? Nous allons étudier la situation sous l'angle des principaux marchés chinois, en commençant par les inquiétudes les plus récemment apparues.

- 1. Marché à terme sur matières premières :** il s'est passé récemment quelque chose d'exceptionnel sur ce marché : lors du dernier pic des prix (le 21 avril 2016), le nombre de contrats à terme sur l'acier d'armature (ou rebar, un type d'acier utilisé dans la construction) a atteint 606 milliards RMB, soit l'équivalent de 224 millions de tonnes d'acier d'armature physique, et un niveau plus élevé que la production totale d'acier d'armature de la Chine en 2015 (215 millions de tonnes). S'agira-t-il de la prochaine bulle ?
- 2. Marché obligataire :** prenons l'exemple d'une obligation émise par l'entreprise China Railway Materials, dont la cotation a été suspendue le 11 avril alors que les titres en circulation représentaient 16,8 milliards RMB. Cet événement de crédit affectant une grande entreprise d'État a plombé le sentiment du marché car de nombreux fonds monétaires et obligataires s'en sont portés acheteurs. Par exemple, le *spread* de crédit des obligations à 5 ans notées AAA (indice CUCBC5) a augmenté de 50 pb en un mois pour atteindre 1,5 contre 1,9 lors de son pic en octobre 2015. Quel est le degré d'inquiétude du marché obligataire en général et, surtout, concernant l'augmentation ininterrompue des niveaux d'endettement ?
- 3. Marché immobilier :** Les prix de l'immobilier dans les très grandes villes chinoises (Beijing, Shanghai, Shenzhen et Guangzhou) ont fortement augmenté entre le début 2015 et mars 2016, avec une hausse moyenne de 101 % à Shenzhen, de 35 % à Beijing et de 31 % à Shanghai. Le stock de biens à Beijing est donc retombé à 12,2 mois la semaine du 10 avril 2016 après un pic à 29,7 mois le 28 février 2016, soit un déstockage incroyable de 17,5 mois en seulement six semaines. Le stock de biens à Shenzhen a lui aussi baissé de manière significative, passant de 17,3 mois la semaine du 14 février 2016 à 5 mois la semaine du 13 mars 2016 ! Quant à Shanghai, le stock est passé de 20,2 mois la semaine 8 mars 2015 à seulement 3,2 mois la semaine du 27 mars 2016. La pénurie d'offre est donc très importante. Les mesures de durcissement antérieures ont été rapidement levées fin mars et le marché de l'immobilier s'est quelque peu calmé. S'agit-il d'une bulle ?
- 4. Marchés des changes :** Après la dépréciation de 6,2 % du RMB entre le mois d'août 2015 et janvier 2016, le marché des changes chinois est entré dans une période plus calme pour les marchés financiers mondiaux : la paire USD/CNY s'est appréciée de 1,5 % en mars 2016, après une légère hausse de 0,4 % en février. Les réserves de change de la Chine ont donc augmenté de 410,3 milliards de dollars au mois de mars. Faut-il pour autant s'inquiéter de la dépréciation d'environ 0,6 % du RMB depuis avril 2016 ? Un nouveau choc se profile-t-il ?
- 5. Marchés actions :** Après une correction de 25 % en janvier 2016 (soit une chute de 49 % entre le pic du mois de juin dernier et le creux de janvier), les actions A chinoises (SHCOMP) ont regagné près de 16 % entre la fin janvier et la mi-avril 2016. Compte tenu des rumeurs croissantes de bulle sur les marchés à terme des matières premières, des obligations et de l'immobilier, et de la dépréciation potentielle du RMB, le marché actions chinois peut-il rester indemne ?

L'essentiel

On constate actuellement de nouvelles craintes à l'égard de la Chine sur les marchés des contrats à terme sur matières premières, des obligations, de l'immobilier, des devises et des actions. On observe également un retour des capitaux, en termes d'encours et de flux, en particulier sur les marchés d'actions, d'obligations, de l'immobilier et des contrats à terme sur matières premières. Par conséquent, ces quatre grands marchés jouent aux « chaises musicales » dans un quasi circuit fermé.

Nous continuons à penser que l'économie chinoise s'approche de son creux (qu'elle se stabilise) et que cette tendance va perdurer en 2016 et 2017, et ce en raison de l'impact décalé des mesures d'assouplissement agressives prises en 2015, et des mesures monétaires et budgétaires radicales à prévoir en 2016 et au-delà. Il y a six mois, lorsque nous avons commencé à tabler sur un creux imminent de l'économie chinoise, le marché était clairement trop pessimiste à l'égard des perspectives de croissance à court et moyen terme de la Chine et de leurs répercussions potentielles sur l'économie mondiale. Un scénario de reprise en forme de « U » nous paraît toutefois improbable.



Marché à terme des matières premières – faut-il s'attendre à une correction imminente ?



Le marché de l'immobilier est-il en situation de bulle ?



Quels sont les niveaux de capitalisation et les volumes échangés chaque jour sur les grands marchés chinois ?

En tant qu'investisseurs, il est important pour nous d'avoir une idée précise de la taille des échanges quotidiens des marchés respectifs afin de porter un jugement raisonnable sur les risques potentiellement liés.

Comme le montre le tableau ci-dessous, les marchés obligataires chinois ont déjà dépassé les marchés d'actions en matière de capitalisation boursière (8 300 milliards USD vs. 6 900 milliards USD). En outre, il y a un an, le marché obligataire ne représentait que 3 300 milliards USD, ce qui signifie qu'il a augmenté de 5 000 milliards de dollars sur les douze derniers mois, ce qui est littéralement stupéfiant. Toutefois, compte tenu du léger ralentissement du marché obligataire après le dernier événement de crédit de China Railway Materials, l'offre d'obligations devient une véritable inquiétude. En avril 2016, 31 entreprises ont annulé plus de 30 milliards RMB d'émissions obligataires. Ce qui est plus inquiétant pour le marché que l'évolution des émissions, c'est l'augmentation potentielle des défauts. Lorsqu'on évoque la capitalisation boursière du marché obligataire, il faut garder à l'esprit que l'on parle de l'encours de titres en circulation.

Par comparaison, le marché à terme sur les matières premières est plus restreint, avec seulement 200 milliards USD et une capitalisation de marché qui correspond à la valeur totale des positions ouvertes. Nous prévoyons que l'économie chinoise atteindra un point bas à court terme et qu'elle finira par se stabiliser, mais cette anticipation ne veut pas dire que la production annuelle suivra le rythme de la production quotidienne d'acier d'armature, par exemple. Les échanges quotidiens sur les marchés des obligations et des matières premières sont mesurés sur la base de la valeur nominale, ce qui explique pourquoi ces échanges sont bien plus importants que ceux sur le marché des actions. Les frais de transaction de plusieurs contrats à terme sur matières premières ont été augmentés récemment, ce qui a calmé le marché. Même si nous pensons que la correction est une certitude en l'absence de soutien fondamental, nous jugeons très improbable un violent éclatement de la bulle.

Chine	Capitalisation en milliers de Mds USD	Volume d'affaires quotidien en Mds USD
Marché d'actions	6.9	83.8
Marché obligataire	8.3	543.9
Marché des matières premières	0.2	161.3

Remarque 1 : la capitalisation du marché obligataire désigne le volume d'encours d'obligations en circulation.

Remarque 2 : la capitalisation du marché des matières premières désigne la valeur totale des positions ouvertes.

Remarque 3 : le calcul des transactions sur obligations et matières premières étant basé sur la valeur nominale, le volume d'affaires quotidien est nettement plus élevé.

Source des données : Bloomberg

D'où viennent les capitaux et où sont-ils investis ?

Nous continuons à observer des flux importants entre les différents marchés financiers chinois, en particulier sur les marchés des actions, de l'immobilier, des obligations et des contrats à terme sur matières premières. Nous constatons également des sorties de capitaux du système financier parallèle (*shadow banking*) constitué par les produits de gestion de fortune (*wealth-management products*, WMP), les *trusts*, le financement pair à pair (P2P), etc. Dans le même temps, les capitaux investis à l'étranger ont diminué car il est de plus en plus

“ Un nouveau choc de change se profile-t-il ? ”

“ Les actions chinoises seront-elles immunisées des rumeurs de bulle ? ”



difficile de procéder à des transferts transfrontaliers. On observe en outre une forte augmentation de la masse monétaire M2 tous les mois.

Pour nous, une chose est claire: de plus en plus de capitaux, en termes d'encours et de flux, font leur retour sur les marchés d'actions, d'obligations, de l'immobilier et des contrats à terme sur matières premières, dans un quasi circuit fermé. Par conséquent, c'est comme si ces grands marchés jouaient aux chaises musicales, alternant tendances haussières et tendances baissières, au gré des corrections. En 2014-2015, les actions chinoises sont inscrites en hausse, suivies par les obligations et l'immobilier en 2015-2016, et pour 2016-2017, voire plus tôt, probablement une hausse du marché des *futures* sur matières premières.

Le rôle de la masse monétaire (agrégat M2)

Nous nous intéressons à la masse monétaire chinoise M2, en particulier au mode de création du nouvel agrégat M2, et ce à quoi il sert. Il existe principalement trois manières différentes de calculer le nouvel agrégat M2: (1) Nouveau M1 + Nouveaux quasi-capitaux; (2) Nouveaux prêts en yuan + Nouvelles émissions obligataires; et (3) Multiplicateur monétaire * Nouvelle base monétaire.

1. Nouveau M2 = Nouveau M1 + Nouveaux quasi-capitaux
(Nouveaux quasi-capitaux = Nouveaux dépôts à terme des entreprises + Nouveaux dépôts des ménages)
2. Nouveau M2 = Nouveaux prêts en yuan + Nouvelles émissions obligataires
3. Nouveau M2 = Multiplicateur monétaire * Nouvelle base monétaire

Nous abordons maintenant les points très importants pour les investisseurs :

1. La valeur actuelle de M2 en Chine est de 145 000 milliards RMB (près de 22 300 milliards USD), alors que M2 AUX États-Unis est de 12 800 milliards USD, M2 en zone euro de 10 300 milliards USD et M2 au Japon de 8 200 milliards USD. Elle est donc la plus importante au monde.

2. Création et diffusion du nouvel agrégat M2 dans le système financier chinois. À 5 400 milliards RMB, M2 du 1^{er} trimestre 2016 n'est pas le plus élevé de ces dernières années (6,2 milliards RMB au 1^{er} trimestre 2013 et 5,5 milliards RMB au 1^{er} trimestre 2009 après la crise financière mondiale). L'économie chinoise n'étant pas dans un aussi mauvais état qu'en 2009, pourquoi un tel montant est-il nécessaire? La taille de l'économie est bien plus importante, tout comme le montant de la dette à rembourser.

3. Les nouveaux prêts en yuan ont représenté 4 600 milliards RMB au 1^{er} trimestre 2016, soit autant qu'au 1^{er} trimestre 2009 après la crise financière mondiale. Depuis 2011, au 1^{er} trimestre, les nouveaux prêts en yuan se sont inscrits dans une tendance haussière et ont même parfois enregistré une croissance à deux chiffres en glissement annuel (22 % au 1^{er} trimestre 2015 et 25 % au 1^{er} trimestre 2016).

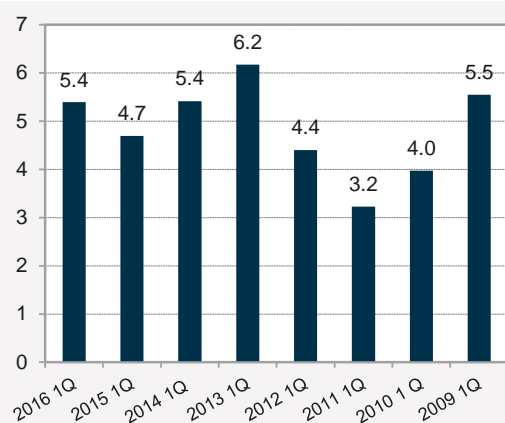
Les nouveaux prêts en yuan peuvent se répartir en trois catégories: fonds de roulement/dépenses d'investissement des entreprises, investissements en infrastructure de l'État et crédits immobiliers et automobiles pour les ménages. Une question se pose, notamment pour les entreprises: les 4 600 milliards RMB de prêts accordés au 1^{er} trimestre ont-ils été réellement consacrés à l'économie réelle? Ces dernières ont-elles consacré cet argent à des investissements, ou l'ont-elles investi sur des marchés plus rentables?

4. Sur une base trimestrielle, le multiplicateur monétaire de la Chine s'est établi à 5,04 au 4^e trimestre 2015, soit le 2^e niveau le plus élevé de l'histoire après le pic de 5,12 au 2^e trimestre 2006. Cette augmentation marquée et récente du multiplicateur monétaire a plusieurs explications: 1) la diminution des positions sur la devise, très liées à la base monétaire (lorsque la base monétaire diminue, le multiplicateur monétaire augmente); 2) comme nous l'avons déjà dit, la masse monétaire M2 augmente fortement; 3) une augmentation du levier financier entraîne également une augmentation des flux financiers. L'augmentation du multiplicateur témoigne d'une hausse du ratio de levier dans tout le système chinois, et non des flux de capitaux vers l'économie réelle.



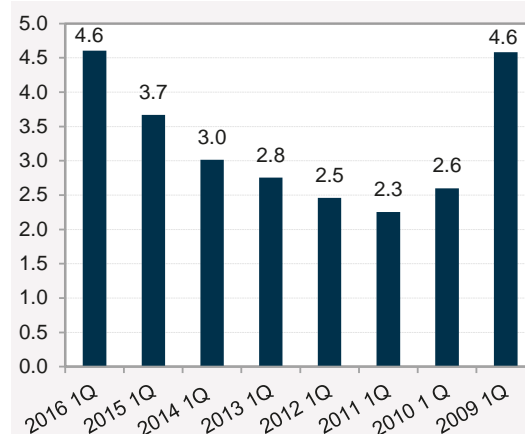
Des capitaux, provenant des titres et des flux, se déversent sur le marché”

1 Nouvel agrégat M2 (mille milliards RMB)



Source : Wind, Recherche Amundi

2 Nouveaux prêts en yuan (mille milliards RMB)



Source : Wind, Recherche Amundi



Comment expliquer l'augmentation du multiplicateur de la base monétaire chinoise ?”

Conclusion

Nous continuons à penser que l'économie chinoise s'approche de son creux (qu'elle se stabilise) et que cette tendance va perdurer en 2016 et 2017, et ce en raison de l'impact décalé des mesures d'assouplissement agressives prises en 2015, et des mesures monétaires et budgétaires radicales à prévoir en 2016 et au-delà. Il y a six mois, lorsque nous avons commencé à tabler sur un creux imminent de l'économie chinoise, le marché était clairement trop pessimiste à l'égard des perspectives de croissance à court et moyen terme de la Chine et de leurs répercussions potentielles sur l'économie mondiale. Un scénario de reprise en forme de « U » nous paraît toutefois improbable.

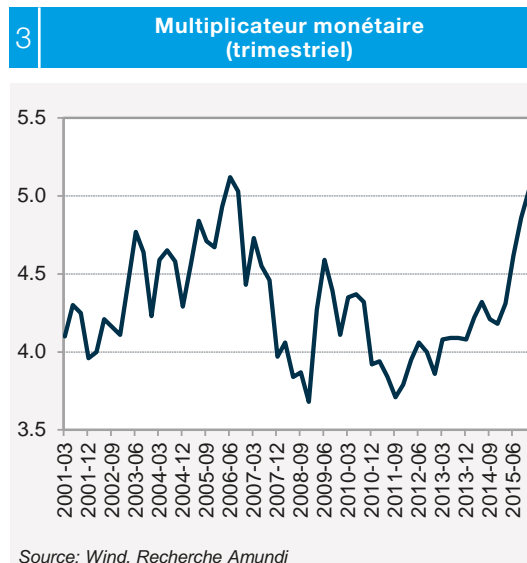
	Mars-16	Point bas
Investissements en capitaux fixes, variation annuelle depuis le début de l'année	10,70 %	Déc. 2015
Investissements dans l'immobilier, variation annuelle	6,20 %	Déc. 2015
PI, variation annuelle	6,80 %	Oct. 2015
Nouveaux crédits en yuan	1 370 milliards RMB	
TSF	2 340 milliards RMB	
Masse monétaire M2, variation annuelle	13,40 %	Avr. 2015
Masse monétaire M1, variation annuelle	22,10 %	Mars 2015
Exportations, variation annuelle	11,50 %	Mars 2016
IDE, variation annuelle	7,80 %	Déc. 2015
IPP, variation annuelle	-4,30 %	Sept. 2015
Réserves de change	10,3 Mds USD	

Source des données : CEIC

Les marchés sont assez confus concernant les politiques menées par les autorités. Le mieux à faire est probablement de se concentrer sur les actes du gouvernement et non sur ses déclarations. Une « politique monétaire prudente » — en reprenant le vocabulaire du gouvernement — (que nous jugeons « agressive », c'est un QE); une politique budgétaire dite « proactive » (que nous appellerions politique « de relance »); de nouvelles politiques de soutien à l'investissement (la PBoC devrait se montrer agressive au début du 13^e plan quinquennal); la politique de change plus « orientée marchés » tentée par la PBoC (cela reste selon nous une incertitude pour les marchés mondiaux car la PBoC cherchera probablement à déprécier encore sa devise lorsque le marché se sera stabilisé).

Quant à la liquidité, elle est très importante en raison des mesures radicales prises dans tous les domaines par les autorités. Comme le gouvernement chinois vise un objectif de croissance entre 6,5 % et 7 % pour 2016 (et de 6,5 % en moyenne pour les 5 années avant 2020), il lui est nécessaire — pour lutter contre le ralentissement de l'économie — de prendre des mesures d'assouplissement radicales dans tous les domaines. Ce qui expliquerait également l'écart entre les déclarations et les actes.

En ce qui concerne les perspectives de marché, même si la PBoC a tardé à rejoindre le camp de l'assouplissement monétaire, nous pensons que les marchés chinois bénéficient de soutiens solides. L'incertitude entourant la dépréciation du RMB accroît la volatilité des marchés financiers mondiaux.



7 Abenomics : les réformes de base sont toujours à l'œuvre

MAHFOUD DELAL, *Stratégie et Recherche Économique*

Dans le Cross Asset du mois dernier, nous avons montré que les entreprises japonaises cherchent à se développer via des fusions et acquisitions transfrontalières pour lutter contre l'essoufflement du potentiel de croissance sur le marché intérieur. Cela ne signifie pas pour autant qu'elles fuient le Japon. En effet, une enquête de la Banque japonaise pour la coopération internationale (Japan Bank for International Cooperation – JBIC) révèle que 90 % des entreprises sondées qui envisagent d'accroître/de renforcer leurs activités à l'étranger prévoient également de maintenir ou d'accroître leurs activités au Japon. Nul doute que la croissance extérieure est bienvenue dans un contexte où l'impulsion qui sous-tend la politique monétaire du Japon s'essouffle et où les dépenses budgétaires mettront vraisemblablement du temps avant d'avoir un impact réel sur l'économie. Par ailleurs, une croissance plus rapide grâce à des acquisitions étrangères peut doper l'attrait des entreprises à court terme quand les politiques ne parviennent pas à stimuler l'économie intérieure. Les interventions politiques sont évaluées sur la base de leurs répercussions à court terme plutôt que sur le long terme, notamment parce que certains investisseurs effectuent des placements sur un horizon rapproché et qu'il est aussi plus facile d'avoir un avis sur des faits actuels. Les investisseurs étrangers ne s'y sont pas trompés en jugeant bon de retirer leurs fonds après les récents événements macroéconomiques impactant le yen à la hausse, face à des mesures politiques ne délivrant pas encore de résultats convaincants. La corrélation entre le yen et le marché japonais s'est particulièrement renforcée depuis 2005 en même temps que l'intensification des volumes de transaction des investisseurs étrangers.

Placements des investisseurs étrangers : dépréciation du yen et quoi d'autre ?

Le QQE a en fait eu pour conséquence de déprécier le yen, ce qui a fait grimper les bénéfices des entreprises et attiré de nombreux investisseurs étrangers. Malgré la corrélation entre le yen et les actions des entreprises faisant affaire à l'étranger, l'importance qu'accordent les investisseurs à la devise locale a tendance à amplifier la volatilité des cours boursiers et à placer au second plan des aspects plus importants comme l'activité commerciale et la rentabilité. Ce phénomène se reflète dans le fait que vis-à-vis de la parité dollar/yen la sensibilité du Topix est plus grande que celle des bénéfices par action. Cette corrélation touche même les secteurs tournés vers l'économie intérieure, influencés par les transactions à court terme des investisseurs étrangers. Les investisseurs étrangers fondant leur argumentaire sur l'état des fondamentaux ont tendance à conserver leurs positions plus longtemps, ce qui devrait dans une certaine mesure permettre à ces actions d'échapper aux répercussions de ce phénomène.

Depuis la mise en œuvre des Abenomics, les investisseurs du monde entier s'attendent à ce que les entreprises accordent plus d'importance aux actionnaires. L'exercice 2016 sera difficile, car les entreprises ne bénéficieront pas d'un yen aussi faible qu'entre 2013 et mi-2015, le taux de change ayant alors permis de doper les bénéfices.

La capacité d'accroissement du rendement pour les actionnaires devrait maintenant devenir prédominante, car les investisseurs étrangers qui étaient de fervents défenseurs des première et deuxième phases d'assouplissement quantitatif commencent à désertier et il est maintenant moins probable qu'ils investissent à nouveau au Japon si les entreprises ne trouvent pas de nouvelles façons de les séduire. Le cours du yen est déterminant non seulement pour les cours de Bourse, mais aussi pour les flux de capitaux.

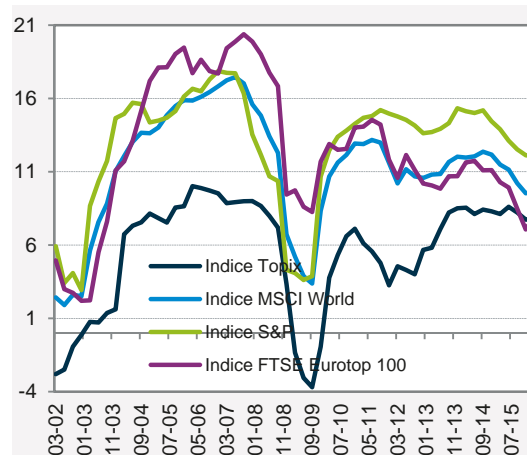
C'est d'autant plus visible avec les investisseurs européens, car depuis que la BCE a commencé à mettre en œuvre des mesures audacieuses pour stimuler la

L'essentiel

Le marché japonais a connu des turbulences depuis le début 2016 et le bilan du Premier ministre Abe en matière de relance économique n'apparaît pas particulièrement brillant après la publication de plusieurs indicateurs moroses.

Les actions semblent néanmoins avoir donné des signes de résistance le mois dernier. Le marché abrite les frictions entre optimisme à long terme et défaitisme à court terme. Le 28 avril, la BoJ n'a pas souhaité intervenir, évoquant des perturbations à court terme. Les « Abenomics » se transforment en micro-politiques économiques et industrielles : leur impact diminue en apparence, mais en fait, elles incarnent les processus budgétaires et les initiatives coopératives dans le secteur privé. Le marché continuera d'être mal jugé et pénalisé, ce qui renforce la possibilité d'une intervention politique musclée dans les deux prochains mois, parallèlement aux efforts continus visant des améliorations structurelles qui demanderont du temps avant que l'on puisse évaluer leur efficacité.

1 Rendement des capitaux propres



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

zone euro, les investisseurs de la région privilégient cette dernière, et la tendance pourrait s'accroître si le style d'investissement Value regagne du terrain sur le court terme. Le seuil de 8 % de rentabilité des capitaux propres (ROE), considéré comme le niveau à partir duquel les investisseurs étrangers montrent de l'intérêt pour les actions japonaises, a été franchi à la baisse depuis le quatrième trimestre 2015, ce qui avec le raffermissement du yen, a freiné les investissements étrangers au Japon. Même si les entreprises japonaises sous-performent leurs homologues à travers le monde, leur ROE est identique à celui des grandes entreprises de l'UE, actuellement juste en dessous de 8 %, et il est inférieur de moins de 2 % par rapport à l'ensemble des valeurs du MSCI World. Toutefois, l'écart avec le ROE des entreprises américaines est plus important. L'écart de ROE entre les entreprises nippones et leurs homologues européennes et américaines est dû à la baisse des marges bénéficiaires aux États-Unis et en Europe, tandis qu'elles se sont maintenues au Japon, même si nous notons un léger recul ces derniers temps. Certaines entreprises jouent le jeu, comme le montre l'accroissement des rachats d'actions, qui ont atteint un plus haut historique au premier trimestre 2016, mais elles ne sont pas encore assez nombreuses.

Pour le moment, les stratégies d'investissement devraient se concentrer sur les valeurs de croissance axées sur le marché intérieur et les secteurs où le gouvernement met en œuvre des réformes structurelles. Les entreprises japonaises subissent les pressions de facteurs exogènes. Le ralentissement des marchés asiatiques freine les ventes. Le contre-choc pétrolier a ébranlé le sentiment des investisseurs et déstabilisé les grandes capitalisations sensibles au marché, qui ont en outre été particulièrement pénalisées par la série de séismes ayant frappé l'île de Kyushu au mois d'avril, plateforme majeure pour les exportations (semi-conducteurs, appareils électroniques, pièces automobiles). En revanche, cette catastrophe naturelle devrait doper l'activité des entreprises de construction. En termes de volumes, les petites capitalisations ont largement surperformé les grandes au premier trimestre 2016. Il est probable qu'une partie de ce mouvement soit expliquée par des achats spéculatifs mais nous pensons que les adeptes de la sélection des valeurs ont fondamentalement intérêt à investir dans les petites capitalisations.

Le ministère des Finances en renfort

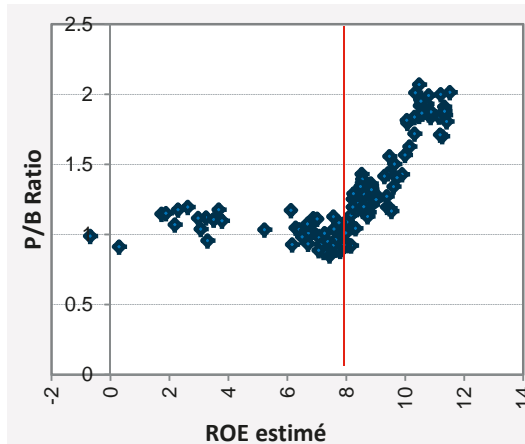
Les mesures de politique monétaire faiblissant, le gouvernement devrait davantage participer à la redynamisation du Japon via des initiatives budgétaires expansionnistes. Le ministre des Finances l'a démontré dans le projet de budget rédigé pour l'exercice 2016, qui est déjà à un plus haut sans tenir compte du budget supplémentaire à venir. De nombreux économistes conviennent que la première flèche (assouplissement monétaire) était un bon moyen de doper l'économie japonaise, mais qu'à plus long terme, elle ne sera pas efficace, car son impact ne s'est pas fait ressentir à tous les niveaux de l'économie. L'assouplissement quantitatif ne va pas accroître la vitesse de circulation des liquidités qui diminue depuis de nombreuses années, mais les crédits bancaires sont en hausse depuis 2012 et les encours de prêts ont encore augmenté de 2 % en glissement annuel en mars 2016. La politique de taux d'intérêt négatifs n'est pas parvenue à déprécier le yen.

La troisième flèche : trop lourde et trop lente à atteindre son objectif

La troisième flèche des Abenomics est difficile à évaluer par les investisseurs, car l'impact des réformes économiques structurelles est plus diffus. Cette flèche vise à changer en profondeur les segments où l'économie japonaise doit s'améliorer, principalement pour faire face au vieillissement de la population et pour adapter son marché aux normes internationales de gestion des entreprises.

Toutefois, si l'on regarde le tableau ci-dessus, compte tenu de la diversité des réformes il est évident qu'il est très difficile de fournir en quelques mots une vision globale des initiatives mises en œuvre. Le gouvernement japonais réforme de nombreux secteurs, notamment la santé et l'agriculture, la redynamisation des zones rurales et la promotion des investissements directs étrangers. La réorganisation du secteur de l'énergie est aussi un thème important.

2 TOPIX P/B-ROE (depuis 2005/9)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Initiatives	Objectif	Sous-période 1	Sous-période 2	Commentaire
Taux d'activité des femmes (Main-d'œuvre/population âgée de 14 à 64 ans)	73 % d'ici 2020	60,7 % (2012)	64,6 (2015)	Augmentation de 1 million en moins de 3 ans
Visiteurs étrangers	Objectif modifié de 20 à 40 millions d'ici 2020 et à 60 millions d'ici 2030	8,36 millions (2012)	19,74 millions (2015)	Objectif de 20 millions d'ici 2020 déjà atteint au cours des 12 mois clôturés en février 2016. Le gouvernement a doublé son objectif à 40 millions d'ici 2020 et à 60 millions d'ici 2030
Dépenses d'investissement du secteur privé	70 000 Mrd JPY pour l'exercice 2015	65 200 Mrd JPY (2012)	70 000 Mrd JPY (2015)	Objectif déjà atteint
Baisse de l'impôt sur les sociétés (Taux d'imposition des sociétés effectif)	29,74 % d'ici l'exercice 2018	34,62 % (exercice 2014)	29,97 % (exercice 2016)	Toujours plus élevé que les homologues mais amélioration
Investissements directs étrangers au Japon	35 000 Mrd JPY d'ici 2020	17 800 Mrd JPY (Fin 2012)	20 600 Mrd JPY (Fin 2014)	Toujours faibles
Aucune liste d'attente pour les écoles maternelles (nombre d'enfants en bas âge en attente)	Nul d'ici mars 2018	46 167 (Oct. 2012)	43 184 (Oct. 2014)	Le gouvernement promeut activement les offres d'emploi dans ce domaine
Femmes à des postes de manager (% du total des managers)	30 % d'ici 2020	6,9 % (2012)	8,7 % (2015)	Amélioration mais obstacles toujours nombreux liés à des habitudes culturelles
Adoption d'un code de bonne conduite (nombre d'entreprises)		127 (2014)	191 (2015)	À mars 2016 : 206
Piles à combustible résidentielles	1,4 million d'ici 2020 ; 5,3 millions d'ici 2030			Niveau toujours faible mais croissance dynamique et objectif ambitieux des autorités publiques
Véhicules à piles à combustible	800 000 d'ici 2030			

Le pari énergétique : une étape incontournable pour l'avenir de la société

Alors qu'un nouveau séisme à Kumamoto a réveillé les craintes d'une catastrophe en mettant à l'épreuve l'unique réacteur réactivé depuis la tragédie de Fukushima, le Japon tente toujours de remettre en service une grande partie de sa production nucléaire, afin de la porter à 21 % du total de la facture énergétique.

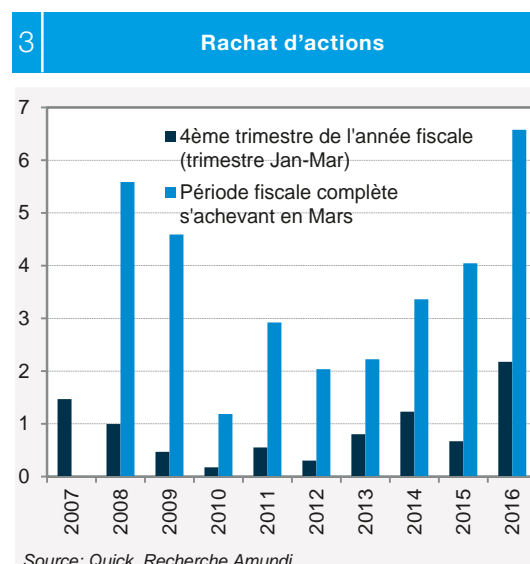
Même si le marché électrique est entièrement libéralisé depuis début avril 2016, la prochaine étape est la séparation juridique des secteurs de la transmission et de la distribution d'ici avril 2020, suivie par la déréglementation des prix au détail. Le marché du gaz devrait également être entièrement libéralisé d'ici 2017, puis suivra la séparation juridique des trois principales sociétés gazières en avril 2022.

Les répercussions de ces changements drastiques sont déjà visibles, plus de 240 000 clients de TEPCO ayant transféré leur abonnement d'électricité à Tokyo Gas entre janvier et avril 2016. De plus, plusieurs opérateurs des différentes régions du Japon ont conclu des partenariats entre eux (le marché était jusqu'à présent structuré par monopoles régionaux) ou avec des sociétés étrangères (Hitachi avec ABB Suisse, TEPCO et Opower). L'objectif est de réduire les coûts en amont ou d'augmenter les parts de marché via une expansion géographique (TEPCO avec Chubu Electric, Tokyo Gas avec Kansai Electric, Tokyo Gas avec Tohoku Electric), ce qui augmentera la compétitivité de certaines sociétés aux dépens d'autres et d'une certaine façon comprimera les marges globales.

Les investissements dans l'énergie peuvent être envisagés de différentes façons, mais le gouvernement souhaite rationaliser les domaines où le marché peut être plus efficace, à savoir le business model des entreprises des services collectifs. Cependant, même si ce marché présente des inefficiences, les autorités incitent également les entreprises nippones à réaffirmer leur domination sur d'autres produits étroitement liés au secteur de l'énergie. Ainsi, le Japon fait partie des leaders mondiaux des piles et batteries grâce à la technologie de pointe employée par des entreprises comme Panasonic.



La réforme de l'énergie n'est pas seulement un facteur de compétitivité ; elle incarne également un axe de croissance potentiel



Entre 2002 et 2014, l'entreprise s'est classée au 10^e rang des titulaires de brevets dans le domaine des énergies propres indépendamment du produit concerné (Honda, Toyota, Nissan et Mitsubishi sont mieux classés), mais elle détient aussi près de la moitié du marché mondial des batteries de véhicules électriques, qui est en pleine croissance. Ces biens intermédiaires seront de plus en plus intégrés à de nombreux produits finis utilisés au quotidien par les consommateurs japonais. Alors que de nombreuses entreprises délaissent la Chine en raison du ralentissement de sa croissance, certaines, comme Sumitomo Osaka Cement, Central Glass et Ube Industries, développent leurs activités en Asie pour produire plus de composants de batteries li-ion. Elles espèrent aussi répondre à la croissance de la demande en Europe et aux États-Unis, en plus des besoins du Japon. À noter la croissance soutenue des véhicules électriques en Chine. En 2015, alors que la croissance mondiale des volumes de vente de véhicules électriques à batteries (Battery Electric Vehicles — BEV) et de véhicules hybrides rechargeables (Plug-in Hybrid Electric Vehicle — PHEV) est ressortie à 72,83 % par rapport à 2014, elle a atteint 343 % en Chine. Le Japon reste le deuxième marché après les États-Unis en nombre de véhicules en circulation, mais les deux pays font jeu égal en pourcentage de la population.

Les piles à combustible sont une alternative aux batteries. Ce marché affiche sa plus forte croissance au Japon et des entreprises internationales comme le Britannique Ceres Power ont fait le pari de s'y installer : en effet, c'est le seul pays où les piles à combustible peuvent être facilement achetées par les consommateurs (ENE-FARM), où l'on trouve d'excellents sites de production de piles à combustible, grâce à la promotion active menée par les autorités publiques au travers de nombreuses subventions. L'intégration verticale entre les fabricants de piles à combustible et les entreprises des services collectifs offre un large éventail de produits et services aux utilisateurs finaux, signe d'un marché bien avancé.

Concernant les piles à combustible dédiées au secteur automobile, compte tenu de la durée de la recharge des véhicules hybrides rechargeables (PHEV), les voitures à hydrogène occupent une place de plus en plus importante car elles sont sources d'économies et plus faciles d'utilisation pour les particuliers. Le gouvernement subventionne chaque véhicule à hauteur de 2 millions JPY (18 000 USD) et met en place d'importantes mesures incitatives pour les stations-service avec 11 millions JPY (99 000 USD) de subventions. Certaines régions mettent aussi en œuvre d'autres incitations. Par exemple, 1 million JPY (9 000 USD) de subventions est aussi accordé par la préfecture d'Aichi où se situe Toyota, la plus grande capitalisation de l'indice Topix, ainsi que la ville du même nom. Grâce à ces subventions, le prix de la Toyota Mirai passe de 7 millions JPY (63 000 USD) à 4 millions JPY (36 000 USD), soit une baisse de 43 % pour le client (1 USD = 111 JPY). Tokyo organisera les Jeux Olympiques en 2020 et le pays veut se faire la vitrine d'une société de l'hydrogène. Le gouvernement alloue donc une part croissante de son budget à la réalisation de cet objectif.

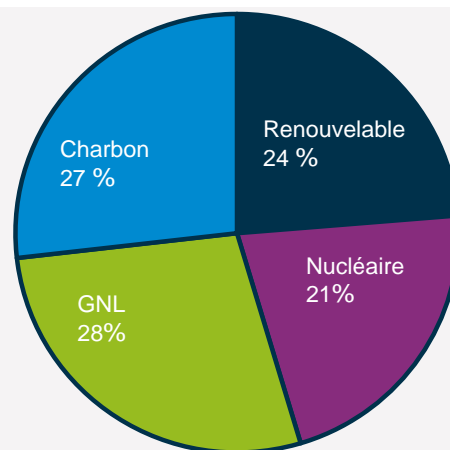
En définitive, le gouvernement Abe met en place des changements essentiels pour l'économie nipponne. En fin de compte, seuls les changements structurels ont des répercussions durables. Les investisseurs à long terme devraient se réjouir de l'orientation que prend l'économie japonaise, même s'ils ne sont pas pleinement satisfaits de son niveau actuel. Reste à savoir qui prendra les rênes du pays à l'issue des prochaines élections en 2018 et si il ou elle poursuivra les initiatives en cours.



Le gouvernement japonais subventionne massivement le développement de sa « société de l'hydrogène »



4 Mix énergétique période fiscale 2030



Source: METI, Recherche Amundi



8 Révolution ou évolution dans l'offre digitale alimentaire ?

JACQUES CHAZELLE, *Analyse Actions*

L'enjeu du digital dans la distribution alimentaire et l'affrontement des modèles

Le canal Internet dans l'univers du non alimentaire est devenu un vecteur dynamique, rentable dans la plupart des cas et stratégiquement prioritaire, avec une forte présence dans l'électrodomestique et l'équipement de la personne ; rappelons qu'il y a 182 000 sites de e-commerce en France selon la Fevad. **La pénétration du digital dans le secteur alimentaire** a été un outil de conquête de parts de marché pour un certain nombre d'opérateurs, mais s'est trouvée logiquement confrontée à **des contraintes logistiques inhérentes à la nature du produit, rendant l'équation financière compliquée (d'où le développement de modèles pour s'affranchir du coût de distribution des derniers kilomètres).**

Trois modèles Internet coexistent dans l'univers de l'alimentaire avec des dominantes par pays : 1) Le drive associé à l'hyper ou au supermarché, un modèle de prédilection en France, où il y a une sur-représentativité de l'hyper et une forte densité verticale des habitations, ce qui complique la livraison dans les grandes villes ; 2) L'entrepôt dédié pour la préparation des commandes internet et livraison à domicile (ou éventuellement un entrepôt- hub pour du click and collect) ; cette organisation connaît un développement plus favorable au Royaume-Uni, pays à plus forte densité commerciale et avec des clients moins réticents à payer le service livraison ; 3) Une gestion hyper-centralisée avec automatisation de la logistique et de la livraison comme pratiquée par quelques « pure players » comme Ocado et Amazon.

Amazon Fresh confirme ses ambitions en Europe et entre dans le jeu : Amazon et Ocado ont fait récemment l'actualité en Grande Bretagne avec des accords signés avec Morrison's qui deviendra un des fournisseurs de produits alimentaires du groupe Américain, tandis qu'Ocado sera le prestataire de services de Morrison's pour développer du *click & collect* dans une partie de son réseau. **Amazon pourrait être incité à dupliquer cet accord d'approvisionnement avec Morrison sur des produits alimentaires avec d'autres acteurs dans d'autres pays** (on ne peut s'empêcher de penser à Intermarché en France qui a un profil similaire à celui de Morrison). Amazon commence à accueillir des sites de fabricants (à l'instar de Carlsberg) sur sa place de marché et à proposer à certaines marques locales de lancer une boutique sur son site (par exemple, la boutique Michel et Augustin va proposer la totalité des produits de la marque sur le site d'Amazon). Le site français C- Discount a également élargi son offre vers des références alimentaires (4 500 références) en s'appuyant sur son réseau Franprix de Casino pour les livraisons.

À noter qu'en s'affranchissant du coût de livraison sur les derniers kilomètres par le biais du concept drive, les distributeurs ont pu proposer des prix sur leur site assez proches de ceux en magasin.

Vers une obsolescence des drives¹ alimentaires basés sur le « picking » en magasin

Toutefois, nous pensons que les « business-models » devront évoluer notamment, celui du drive accolé au magasin. En effet, avec la difficulté de gérer la croissance des volumes (10/15 % par an environ), la concurrence des « pure players » comme Amazon et Ocado (qui offrent un nombre de références bien plus élevé que les hypers), et la recherche d'une logique de rentabilité (non acquise à ce jour), la préparation des commandes en magasin deviendra inappropriée. Force est de reconnaître que le drive a été jusqu'à présent le principal moteur de la croissance de certains opérateurs comme

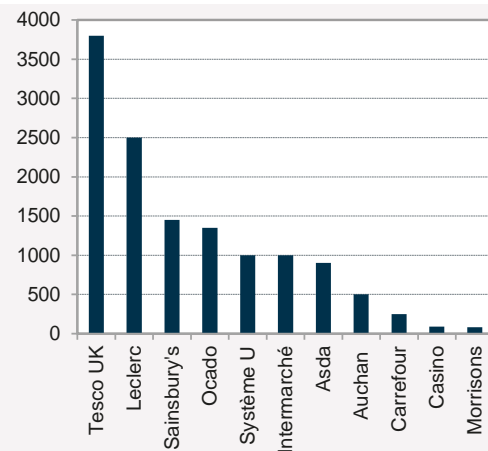
¹ Drive: zone de retrait de marchandises (accessible en voiture), souvent accolée à l'hypermarché.

L'essentiel

L'ambition d'Amazon dans la vente par internet de produits alimentaires est devenue plus convaincante avec l'accord d'approvisionnement récent signé au Royaume-Uni avec Morrison.

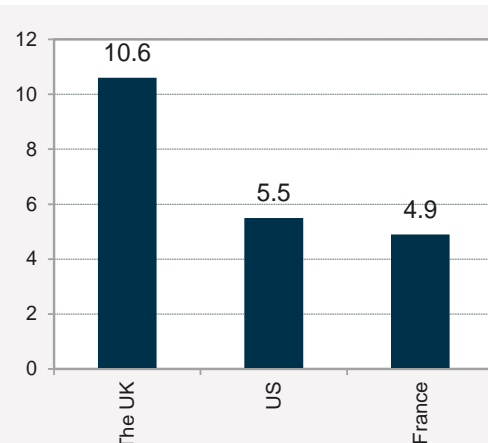
Cet accord, qui coïncide avec celui d'Ocado/Morrison et celui de C discount/Franprix démontre la nécessité pour être encore plus efficace de combiner le savoir-faire d'une logistique centralisée avec la praticité des réseaux de proximité dans des logiques de « click & collect ». Ces évolutions peuvent rendre dans quelque temps moins compétitifs des modèles de « drive alimentaire » accolé à l'hypermarché et inciter les acteurs traditionnels à être plus efficaces dans les fonctions préparation/livraison.

1 Proportion des ventes en ligne des acteurs du marché européen (m€)



Source : Recherche Amundi

2 Les marchés du "Food on line" les plus développés (M€)



Source : Recherche Amundi

Leclerc ces dernières années. **Aujourd'hui, ce canal-internet de diffusion se professionnalise progressivement: les groupes investissent dans les données – clients, développent des applications sur mobile et il se construit de plus en plus de drives solos plus automatisés notamment à l'initiative de Leclerc qui souhaite se préparer à l'arrivée d'Amazon Fresh.**

En effet,

- Le drive basé sur un *picking* manuel atteint logiquement ses limites opérationnelles (rappelons qu'il y a plus de 3 600 unités en France, plus que dans tout le reste du monde) avec la croissance des volumes (35 minutes en moyenne de préparation de la commande versus 10 minutes en général dans un entrepôt semi-automatisé). Certains experts considèrent qu'il faut dégager au moins 5 M€ de revenus par drive pour atteindre le point mort. Notons toutefois que le ticket moyen est en général supérieur en vente « on line » versus en magasin (63 € vs 29,40 € en France).
- Par ailleurs, la collecte de la commande est appelée à se rapprocher de plus en plus des résidences des clients, poussant les opérateurs multi-chanel à utiliser leur réseau de proximité et ou à favoriser le développement des casiers aménagés (voire réfrigérés comme dans le cas de tests conduits par Intermarché) dans des zones de trafic comme les gares, les bureaux.
- Enfin la concurrence avec les sites qui proposent une livraison à domicile devrait s'intensifier notamment sous la pression d'Amazon qui investit dans l'élargissement de son offre et qui bénéficie d'une forte compétence de logisticien; rappelons qu'Amazon exploite une flotte d'avions en leasing et que la logistique est le nerf de la guerre pour être très compétitif en termes de services.

Ce marché internet alimentaire est clairement plus développé outre-Manche que dans beaucoup d'autres pays. Avec une croissance annuelle attendue de 14 % par an selon IGD Institute, il représente actuellement plus de deux fois celui de la France (10,6 bn € versus 4,9 bn €) alors que celui des États-Unis apparaît relativement étroit (5,5 bn €). Deux acteurs dominent respectivement leur marché: Tesco avec 48 % de part de marché local et Leclerc avec une part équivalente en France (versus 7 % pour Carrefour et 3 % pour Casino en France). Notons que le groupement Leclerc réalise 11 % de ses ventes sur sa plateforme on line et que la part des ventes de Tesco sur ses sites représente environ 8,5/9 %. Le taux de pénétration de l'internet sur le marché alimentaire est respectivement de 5,1 % en France et de 5,9 % au Royaume-Uni.

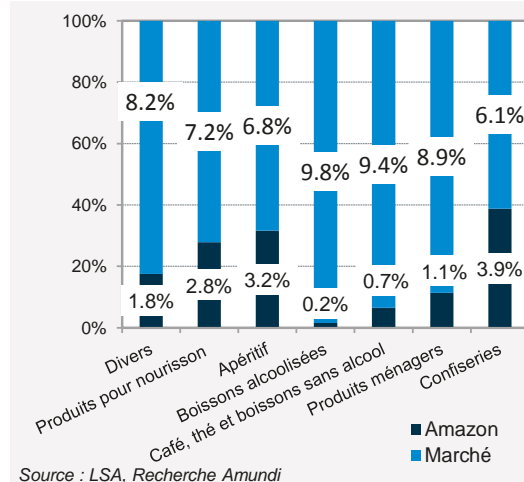
Amazon peut apparaître également comme un challenger potentiel à terme pour le secteur alimentaire. Sa présence s'étend en Europe (Italie, France, Royaume-Uni, bientôt Allemagne) avec plusieurs options de service livraison au Royaume-Uni: 1) Amazon Prime avec une livraison possible en une heure sur un assortiment de 50 produits (commande minimale de 20 £ pour un coût de livraison de 6,99 £); 2) Amazon Pantry qui, moyennant un abonnement de 79 £ à l'année propose un assortiment de 4 000 références, 15/20 % moins chers que la concurrence et une livraison en 24 heures (le coût de livraison est facturé 2,99 £ +1 £ pour chaque boîte additionnelle).

Le développement de l'offre internet tant en alimentaire qu'en non alimentaire pose aussi le problème de l'organisation de la surface de vente dans les hypermarchés qui ont perdu 10 points de pénétration en 10 ans en France. Ils sont de plus en plus poussés à accentuer la différenciation en enrichissant l'offre alimentaire (création d'une place de marché animée à l'intérieur du magasin développée par Carrefour Mons en Belgique), à développer les services et à faire des arbitrages dans le non alimentaire au profit de *corners* dédiés à des marques ou des galeries commerciales.

Conclusion

L'arrivée d'Amazon Fresh sur les marchés européens commence à être prise au sérieux par les distributeurs traditionnels. Elle va les pousser inéluctablement vers plus d'efficacité dans le service (développement des offres de livraison) et la préparation des commandes, d'où une évolution, voire une condamnation à terme du concept Drive avec une préparation de commandes en magasin.

3 Proportion des produits directement vendus par Amazon en France par catégorie de produits et par rapport à son marché



4 Ventes en Drive en France

2015	2015 (M€)	Chg %	Parts de marché
Leclerc	2360	20 %	47,8 %
Auchan = Chronodrive	1128	6 %	22,8 %
Système U	426	5 %	8,6 %
Carrefour	360	17 %	7,3 %
Intermarché	353	27 %	7,1 %
Casino	134	15 %	2,7 %
Cora	108	2 %	2,2 %
Autres	70	40 %	1,4 %
Total TTC	4939	15 %	100,0 %

Source: Deuvers, Recherche Amundi





Amundi Research Center

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



Foreign Exchange
Money Markets **Equities**

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

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

Publications récentes

Working Papers

- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHOU, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Quantitative Research*
- **On the stationarity of dynamic conditional correlation models**
JEAN-DAVID FERMANIAN — *Professor of Finance & Statistics, CREST/ENSAE* — HASSAN MALONGO — *Quantitative Research*
- **Asset Allocation under (one's own) Sovereign Default Risk**
DIDIER MAILLARD, *Professor* — *Cnam, Senior Advisor*
- **Designing a corporate bond index on solvency criteria**
LAUREN STAGNOL — *Ph.D. Candidate, Fixed-Income Quantitative Research*
- **Which lever can enhance sustainability in emerging market countries? A stochastic approach to better grasp public debt dynamics**
ANNE-CHARLOTTE PARET — *Stratégie et Recherche Économique*

Discussion Papers Series

- **Environnement de taux bas/négatifs, stagnation séculaire... Impact pour la gestion d'actifs**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- **Marché des changes : la mécanique du facteur « CARRY »**
EDMOND LEZMI — *Recherche Quantitative*
- **Marchés financiers et environnement de taux bas/négatifs : réflexion sur les enjeux actuels**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

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