

Juin 2016



**Allocation d'actifs**  
**Brexit/Bremain**  
**BCE – comment le QE**  
**va-t-il évoluer ?**  
**Élections espagnoles**  
**Élection présidentielle américaine**  
**Politique budgétaire japonaise**  
**Valorisations des**  
**obligations d'entreprises**  
**Dette souveraine émergente**  
**Brésil**  
**Chine**  
**L'industrie du tabac**

## Sommaire

## Repères

### Allocation d'actifs : stratégies d'investissement d'Amundi BREXIT/BREMAIN, volatilité/stabilité financière et valeurs bancaires, trois thèmes de réflexion

Page 4

Lors de notre tout dernier comité d'investissement, trois sujets ont été au centre des débats : i) le référendum anglais sur l'Union européenne, avec les conséquences potentielles du BREXIT ou du BREMAIN (maintien du RU dans l'UE) ; ii) la faible volatilité, reflet d'une stabilité financière toute relative, voire même artificielle ; iii) la faiblesse des valeurs financières et notamment bancaires depuis le début de l'année. Cet article analyse en détail les termes d'un débat qui incite à la prudence.

### Facteurs de risque

Page 11

### Contexte macroéconomique

Page 15

### Prévisions macroéconomiques et financières

Page 16

## Politiques monétaires

### 1 BCE : la grande question est désormais de savoir comment le QE va évoluer

Page 17

Étant donné la faible dynamique de l'inflation que nous attendons, le plus probable est que le QE de la BCE sera étendu au-delà de mars 2017, non sans soulever de questions, compte tenu de toutes les contraintes techniques liées au PSPP ! Plusieurs solutions sont possibles pour étendre le QE après mars 2017, mais chacune d'entre elles comporte un certain nombre d'inconvénients. En tout cas, il faut s'attendre à ce que le QE de la BCE redevienne rapidement un thème de marché.

> FOCUS > Le QE de la BCE re-solvabilise les États de la zone euro

## Zone euro

### 2 Un chien dans un jeu de quilles ? Podemos pourrait bien bousculer les prochaines élections législatives espagnoles

Page 20

L'alliance formée avec Izquierda Unida début mai a permis à Podemos de remonter de 4 % dans les sondages. Ceci se traduit par un gain de 17 sièges au Parlement, tandis que les trois autres grands partis perdent 12 sièges. Podemos se hisse ainsi à hauteur du PSOE et donne une (presque) majorité parlementaire à la gauche.

> FOCUS > Un « modèle réduit » du système électoral espagnol

## États-Unis

### 3 Les élections présidentielles vont-elles interférer avec les décisions du FOMC ?

Page 24

Il est légitime de se demander si l'élection présidentielle américaine de novembre interférera avec les décisions du FOMC. En effet, il est coutume de dire que la Fed déploie une politique monétaire plus accommodante avant les échéances électorales. Toutefois, la Fed pourrait poursuivre son cycle de durcissement avant l'élection, en partie au nom de son indépendance.



## Japon

### 4 Politique budgétaire : le ministère des Finances japonais dans la tourmente

Page 28 

Dans sa communication, le gouvernement du Japon a montré qu'il était disposé à poursuivre ses efforts de consolidation budgétaire promis depuis l'arrivée au pouvoir du Premier ministre Abe. Pourtant ces efforts semblent remis en question par la nécessité d'une politique budgétaire plus expansionniste visant à soutenir l'économie.

## Crédit

### 5 Valorisations des obligations d'entreprise : reste-t-il une marge de manœuvre après le grand rebond ?

Page 30

Depuis quelques mois les *spreads* de crédit se sont nettement resserrés par rapport à leurs pics de février, et coïncident désormais plus avec la situation des fondamentaux. Après ce mouvement haussier, le moment est venu de s'interroger quant aux valorisations des obligations d'entreprise : la prime de risque crédit actuelle est-elle déjà tendue ?

> FOCUS > Impact du QE de la BCE sur le marché obligataire  
Corporate euro

## Émergents

### 6 Dette souveraine émergente : une grille de lecture des évolutions récentes

Page 33

L'endettement des pays émergents s'est accéléré chez certains pays émergents sur la période récente (au Brésil et en Afrique du Sud notamment). Nous mettons ici en lumière les facteurs qui ont porté le ratio de dette sur la période récente pour cinq pays différents dans leurs environnements économiques et leurs orientations budgétaires.

## BRICS

### 7 Chine : propos d'une « personne ayant autorité » et débats d'orientation économique

Page 37

Pour la 3<sup>e</sup> fois depuis 18 mois, un haut responsable chinois qualifié de « personne ayant autorité » s'est exprimé dans les colonnes du Quotidien du Peuple Son message est clair. 1. La croissance économique va rester dans une fourchette raisonnable. 2. Statu quo politique, ce qui nous porte à croire que la seule issue possible est celle d'une approche accommodante (pas nécessairement agressive), un resserrement étant de toute manière exclu.

### 8 Brésil : et maintenant ?

Page 41

Après avoir subi de plein fouet le contre-choc pétrolier et une crise politique majeure, l'arrivée au pouvoir d'une nouvelle équipe permettra-t-elle au Brésil de renaître de ses cendres ?

## Éclairage sectoriel

### 9 Industrie du tabac : « I've got the (pricing) power »

Page 43

La baisse constante des volumes de tabac ces dix dernières années est une excellente nouvelle pour la santé publique, difficile cependant d'en faire un cas d'investissement. Le secteur du tabac grâce à son « pricing power » est parvenu à démontrer le contraire.

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

### BREXIT/BREMAIN, Volatilité/stabilité financière et valeurs bancaires, trois thèmes de réflexion

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Lors de notre tout dernier comité d'investissement, trois sujets ont été au centre des débats :

1. Le **référendum anglais sur l'Union européenne**, avec les conséquences potentielles du BREXIT ou du BREMAIN (*maintien du RU dans l'UE*) ;
2. La **faible volatilité**, reflet d'une stabilité financière toute relative, voire même artificielle ;
3. La **faiblesse des valeurs financières et notamment bancaires** depuis le début de l'année.

#### 1. BREXIT ou BREMAIN... choisir entre deux maux ?

Il ne serait pas très sérieux de décider d'une allocation d'actifs en fonction de résultats électoraux à venir. En revanche, il est nécessaire d'évaluer les scénarios et les risques, surtout s'agissant d'une échéance électorale importante comme peut l'être le référendum britannique. Les derniers sondages semblent plutôt plaider en faveur du scénario du BREMAIN (même si le camp du BREXIT gagne du terrain), et il est assez commun de voir le débat sur le BREXIT/BREMAIN résumé à deux conclusions :

1. Un risque pour les marchés financiers avec le BREXIT, un apaisement avec le scénario de BREMAIN ;
2. Un risque économique pour le Royaume-Uni (RU) et un risque politique pour l'Union européenne (UE).

Cela n'est malheureusement pas aussi simple. Voici notre avis sur le sujet.

#### Quel risque pour le Royaume-Uni ?

**Un risque économique bien identifié :** 50 % des exportations du RU sont à destination des pays de l'UE, et le volume des échanges du RU avec l'UE représente plus de 65 % du PIB contre 20 % dans les années 60. En cas de sortie du RU de l'UE, volume et coûts du commerce en seraient affectés et certains secteurs très intégrés dans l'UE comme le secteur des services financiers, la chimie ou encore l'automobile en seraient affectés. Le repli du sterling donnerait certes un coup de pouce aux échanges britanniques, mais selon les estimations, du fait de la fin du passeport européen et de la disparition des accords commerciaux avec l'UE, l'impact sur le PIB serait significativement négatif. La place financière de Londres n'est pas en danger, mais il n'est pas interdit de croire que l'UE pourrait (devrait) tirer parti de cette nouvelle situation pour favoriser l'éclosion d'une place financière en Europe continentale. En ce qui concerne la croissance économique, l'OCDE considère par exemple que le RU perdrait entre 3 % et 8 % de son PIB, tandis que les employeurs britanniques annoncent que l'UE contribue à elle seule à 4 % – 5 % du PIB, soit environ 70 Mds de livres. Il faut affiner ces chiffres en fonction de différents scénarios relatifs au « traitement » du RU :

- Si le RU reste dans l'Espace économique européen (l'EEE qui regroupe actuellement 31 pays), au titre de partenaire comme la Norvège, le coût serait de 3 345 euros par ménage et par an (soit une réduction de 3,8 % de son PIB sur 15 ans) ;
- Si le RU signe des accords bilatéraux avec l'UE, comme a pu le faire la Suisse au cours des années passées, le coût serait de 5 528 euros par ménage et par an (soit une baisse du PIB de 6,3 % sur 15 ans)...

#### L'essentiel

**Lors de notre tout dernier comité d'investissement, trois sujets ont été au centre des débats :**

**1. Le référendum anglais sur l'Union européenne du 23 juin**, avec les conséquences potentielles du BREXIT ou du BREMAIN. Il serait bien dangereux de croire qu'un BREMAIN (scénario du maintien du Royaume-Uni dans l'Union européenne) enlève toutes les incertitudes quant au RU ou à l'UE, ou de résumer les risques par simplement un risque économique pour le RU et un risque politique pour l'UE. C'est bien plus compliqué que cela ;

**2. L'environnement de faible volatilité**, en partie créé par les actions des banques centrales et plus particulièrement de la BCE, a certes de quoi rassurer, mais il reflète également une stabilité financière toute relative, voire même artificielle ;

**3. La faiblesse des valeurs financières et notamment bancaires** depuis le début de l'année, conséquence de taux négatifs désormais pénalisants et d'un coût du capital qui reste élevé, et d'une situation d'ensemble (économique, financière et réglementaire) qui ne pousse pas à une meilleure intégration européenne.

Au total, même si les risques n'ont pas disparu et sont globalement sous-estimés, à la faveur de la présence des banques centrales, de niveaux de taux et de volatilité artificiellement bas, nous ne modifions pas radicalement notre allocation d'actifs... mais nous gardons une attitude de prudence et de vigilance envers toute complaisance éventuelle face aux risques sous-jacents.



**BREXIT : l'impact sur le PIB britannique serait significativement négatif**



Rappelons cependant que la négociation d'accords commerciaux prend entre 7 et 10 ans en moyenne!

- Si le RU décidait de ne rien renégocier avec l'UE, alors le coût serait bien plus élevé, atteignant dans ce cas de figure 6689 euros par ménage et par an, soit une perte de PIB de -7,4 % sur 15 ans.

À la lumière de ce qui précède, on comprend mieux pourquoi le milieu des affaires, la Banque d'Angleterre et le Trésor britannique pour ne citer qu'eux, mettent en garde les électeurs anglais sur les conséquences d'un BREXIT.

**Un risque politique non négligeable :** en sortant de l'UE, le RU retrouverait son indépendance – et des sièges – dans les grandes organisations internationales, mais il convient de rappeler que le camp du BREXIT n'est pas homogène, loin de là. Certains (extrémistes) revendiquent l'indépendance totale, voire même la fermeture des frontières (protectionnisme, arrêt de l'immigration...) d'autres, les libéraux, souhaitent alléger les contraintes réglementaires imposées par l'UE et pouvoir renégocier l'ensemble des relations (y compris commerciales). Comment concilier ces deux camps en cas de victoire du BREXIT? En outre le risque de voir l'Écosse requérir un nouveau référendum pour son indépendance est fort, les Écossais n'ayant jamais caché leur proximité avec l'Europe. Mentionnons que l'essentiel du pétrole britannique notamment se trouve en territoire écossais. En cas de BREMAIN, quelle sera la position de D. Cameron? Renforcée en cas de large victoire, affaiblie en cas de victoire serrée? Cela conduira-t-il à de nouvelles élections? Rien n'est moins sûr.

**Quel risque pour l'Union européenne ?**

**Un risque économique modéré :** selon toute vraisemblance, le retrait du RU n'aurait pas de conséquences économiques directes graves pour les pays de l'UE. Les pays les plus touchés seraient néanmoins ceux qui ont des liens étroits avec le RU : l'Irlande en premier, puis le Luxembourg, la Belgique, la Suède, Malte et Chypre.

**Un risque politique non négligeable :** les pays de l'UE ont tout récemment accordé au RU des concessions (sur l'immigration, sur la souveraineté et sur la gouvernance) pour éviter le scénario du BREXIT. Le manque de solidarité au sein de l'UE s'est manifesté au rythme de ces concessions, certains pays affichant leur intérêt pour telle ou telle mesure. Le retrait du RU signifierait plusieurs choses : i) tout d'abord qu'il est possible de quitter l'UE, et que rien n'est irrévocable ; ii) qu'il est possible d'obtenir des concessions à tout moment ; iii) que l'Europe à la carte n'est pas une simple vue de l'esprit. Sans aller jusqu'au risque de dislocation, on visualise bien, à travers le référendum, le « pavé dans la mare » lancé par les Anglais sur la gouvernance de l'UE. Les Européens seront-ils capables de se mobiliser (simplification de la gouvernance, intégration budgétaire et fiscale, fédéralisme, leadership plus fort, amélioration du marché du travail...) et de faire avancer les institutions? Question cruciale, et qui a la particularité de se poser quel que soit le résultat du référendum anglais, car elle vaut aussi bien dans le cas d'un BREXIT que d'un BREMAIN. La montée des extrémistes et des populistes (de droite dans les pays du cœur de l'Europe et de gauche dans les pays périphériques) va de pair avec la dégradation de la situation économique et du déficit de gouvernance de l'UE. Le référendum agira-t-il comme un élément déclencheur de mobilisation ou d'enlèvement? Là se trouve tout l'enjeu de l'UE.

**Quelles conséquences pour les marchés financiers ?**

Il est incontestable qu'un BREMAIN est préférable pour les marchés financiers. Certes, cela ne changera pas une donne complexe, mais cette donne est connue et elle fait partie du quotidien depuis plusieurs années. En revanche, un BREXIT ouvre sur l'inconnu : tout ne sera pas décidé rapidement (un délai de deux ans est prévu avant le retrait officiel du RU), mais nul ne sait comment seront résolues les questions évoquées ci-dessus. On peut donc miser sur la possibilité de réactions extrêmes conduisant à l'élargissement



Le milieu des affaires, la Banque d'Angleterre et le Trésor britannique ont mis en garde les électeurs anglais sur les conséquences d'un BREXIT



BREXIT ou BREMAIN : rien ne sera sans doute simple au RU



Peu d'impact sur l'UE, sauf pour certains pays très ciblés, Irlande en tête



Une des conséquences majeures du BREXIT : l'Europe à la carte n'est plus une simple vue de l'esprit



des *spreads* de crédit, à l'affaiblissement du GBP mais aussi de l'euro. Ne pas miser sur une appréciation des valeurs boursières britanniques semble raisonnable : il s'agira de la lutte entre la faiblesse du GBP (favorable) et la fin des accords commerciaux et l'impact (négalif) sur certains secteurs majeurs. Face à ces incertitudes, on doit plutôt croire en des sorties de capitaux, à la fois du RU et de l'UE. La BCE pourrait bien en profiter, si besoin, pour accélérer ses achats d'actifs, ce qui fait des marchés de taux de l'UEM une zone – relativement – protégée.

## 2. La faible volatilité, reflet d'une stabilité financière toute relative, voire même artificielle

On peut et on doit se réjouir que les banques centrales, par leurs actions, aient réussi à apaiser les tensions et réduit le niveau (et la volatilité) des taux et des *spreads* de crédit (entreprises, banques et souverains). On doit cependant admettre que cette stabilité financière est pour partie artificielle :

- **La croissance n'a pas accéléré**, et l'investissement est encore un grand absent de la reprise économique, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis et dans la plupart des pays avancés. Au mieux, certains États ont réussi à revenir vers un potentiel de croissance nettement revu à la baisse ;
- On s'est également vite rendu compte que **les canaux de transmission de la politique monétaire** (effet – taux, effet – crédit, effet – *spread*, effet – richesse...) ne fonctionnaient plus vraiment, ce qui ne milite d'ailleurs pas pour la poursuite des baisses de taux, déjà en territoire négatif ;
- **Les politiques de QE ont atteint leurs limites** : comment faire plus ? Les programmes d'achats d'actifs sont devenus gigantesques (la BCE achète deux fois le montant des émissions nettes de la zone euro, la BoJ est devenue le principal détenteur de JGB). Sans doute est-il encore possible d'accélérer le rythme des achats...
- **Les politiques de taux d'intérêt ont également atteint leurs limites**. Le débat sur le « Zero Lower Bound » (ZLB) ou « Zero Nominal Lower Bound » (ZNLB) a connu des fortunes diverses, mais l'Europe et le Japon ont franchi la barre, poussant volontairement les taux en territoire négatif... sans résultat probant.
- La crédibilité des banques centrales est une chose, mais **comment croire pour autant que l'intégralité de la solution se trouve dans les politiques monétaires ?** Reparler de relance budgétaire et de politiques fiscales peut paraître osé compte tenu des excès de dette et de crédit de ces dernières années, et de l'absence de complaisance des marchés financiers face aux déficits publics. Pourtant, les grandes organisations internationales, comme l'OCDE ou le FMI plaident désormais pour une plus grande utilisation du levier budgétaire... à condition que cela soit pour investir et de mener en même temps des réformes structurelles. Cela semble une bonne opportunité compte tenu du niveau actuel des taux d'intérêt et du fait que nous sommes trop dépendants des banques centrales.

Au total, les problèmes (croissance faible, emploi, déficits, dette...) ne sont pas totalement réglés, et la stabilité financière actuelle reste fragile, voire même artificielle :

- Soit nous assistons à une consolidation de la croissance, et la stabilité financière artificielle deviendra une instabilité réelle, dans laquelle le creusement des inégalités sociales et la dégradation supplémentaire du marché de l'emploi aviveront les tensions sociales et les tensions géopolitiques actuelles. Dans un environnement de plus faible croissance, referaient également surface les craintes sur la solvabilité (États, entreprises) et les profits.
- Soit nous n'assistons pas à une stabilisation (et à une amélioration) des



En cas de BREXIT, on doit plutôt croire en des sorties de capitaux, à la fois du RU et de l'UE



Les politiques de taux d'intérêt ont atteint leurs limites



Comment croire pour autant que l'intégralité de la solution se trouve dans les politiques monétaires ?



perspectives de croissance par des politiques économiques davantage orientées vers l'investissement et portant une attention toute particulière aux opportunités actuelles d'innovations et de progrès technique, et alors le creusement des inégalités s'estompera (ou deviendra plus supportable), tandis que les tensions s'estomperont. D'artificielle, la stabilité financière deviendrait bien réelle.

### 3. La faiblesse des valeurs bancaires depuis le début de l'année

Depuis le début de 2015 notamment, une idée générale et incontournable aura été de conserver une inclination positive envers les valeurs bancaires, essentiellement pour cinq raisons :

- Les QE sont favorables aux bancaires, puisqu'ils permettent le maintien de taux à de bas niveaux et réduisent considérablement les primes de risque sur les obligations gouvernementales de la zone euro, des actifs détenus en quantité par les banques de la zone ;
- Les TLTRO sont favorables aux banques européennes, notamment celles qui sont les plus vulnérables, ce qui atténue les risques de contagion entre les systèmes bancaires, d'où un écrasement de la partie des primes de risque liée à l'interdépendance des systèmes bancaires ;
- Le retour de la croissance est également favorable aux valeurs bancaires ;
- La valorisation (prix d'action, *spread* de taux) est attractive ;
- Leur *dividend yield* est un atout incontestable.

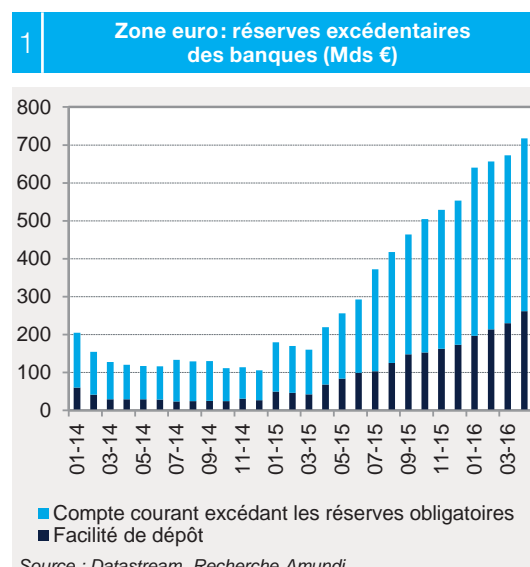
En réalité, ce n'est pas aussi simple, pour trois raisons :

1. L'impact des taux négatifs sur la profitabilité des banques ;
2. La « relativement » faible corrélation entre taux d'intérêt et coût du capital des banques.
3. La vulnérabilité de certains systèmes bancaires et les craintes de contagion.

Nous avons déjà développé à plusieurs reprises les conséquences néfastes des taux négatifs. Rappelons-les brièvement, présentés du point de vue des banques :

- **Les taux négatifs ne sont pas vraiment nécessaires.** L'accès au financement (crédit bancaire et accès aux marchés des capitaux) s'est considérablement amélioré depuis deux ans, et plus spécialement depuis la mise en place du programme de QE, qui a ancré les taux d'intérêt pour longtemps à un bas niveau.
- **La baisse des taux en territoire négatif n'a pas permis de réduire les dépôts des banques auprès de la BCE,** bien au contraire : 100 Mds d'euros en janvier 2016, plus de 750 Mds aujourd'hui. Autant dire que cela n'a pas découragé les banques. Ces 750 Mds ne sont donc pas allés vers l'économie réelle et la croissance.
- **Une baisse des dépôts des banques auprès de la BCE – si elle avait eu lieu – ne garantit en rien une hausse supplémentaire du crédit bancaire** auprès des entreprises dans les zones les plus désavantagées.
- **Si les banques ont des liquidités, c'est précisément parce que la BCE en injecte beaucoup...** et plutôt que d'acheter des obligations d'État (avec risque de durée, risque asymétrique et à rendement négatif), les banques préfèrent déposer leurs liquidités à la BCE, à taux négatif, mais sans risque de contrepartie ni risque de durée (taux *overnight*), et sans risque asymétrique. Qui pourrait le leur reprocher ?
- **Les taux négatifs ne garantissent en rien un meilleur fonctionnement du marché interbancaire.** La défiance éventuelle d'une banque envers une autre ne saurait disparaître ou diminuer du fait de taux bas ou négatifs, bien au contraire.
- **En effet, la baisse des taux jusqu'en territoire négatif pénalise la**

“  
Aucun doute :  
les taux négatifs sont  
défavorables aux banques  
”



“  
Même si elle avait eu lieu,  
une baisse des dépôts des  
banques auprès de la BCE  
n'aurait en rien garanti  
une hausse supplémentaire  
du crédit bancaire  
”



**profitabilité des banques** (toutes les banques, qu'elles soient du cœur de la zone ou de la périphérie) au moment même où elles n'ont pas les faveurs des marchés et alors même qu'il leur est demandé d'accorder davantage de crédit à l'économie. Une situation paradoxale et sans aucun doute contre-productive. Ajoutons que les banques sont par ailleurs dans un processus de recherche d'une plus forte rentabilité (souvent au détriment du crédit) pour mieux contrer/lutter contre la désintermédiation et la digitalisation.

- **En envoyant les taux d'intérêt courts et longs en territoire négatif, la BCE envoie également des messages négatifs aux marchés financiers... et aux valeurs bancaires.** Évidemment, plus le poids des dépôts est important, et plus cela pénalise les banques. C'est pour cela que les banques japonaises (qui ont un ratio prêts/dépôts 20 % à 30 % plus faible que celui des banques européennes) ont dévié de 30 % le jour où la BoJ a porté ses taux en territoire négatif.

**Au total**, on comprend bien la défiance des banques envers les taux négatifs. Persévérer dans cette voie serait sans aucun doute contre-productif.

Mais ce n'est pas tout. Si l'on veut bien comprendre la situation actuelle des banques, il ne faut surtout pas négliger la problématique du **coût du capital**.

Ce n'est pas parce que les taux sont bas que le coût du capital des banques est bas. En réalité, ce dernier n'a pas vraiment accompagné le mouvement de baisse des taux, et ce pour plusieurs raisons :

- En premier lieu, **le poids des crises passées** : le retour à la normale n'a finalement pas eu lieu, la crise bancaire de 2011-2012 ayant laissé des traces durables.
- Ensuite, **les craintes de crises futures** : on sait bien que l'environnement bancaire est encore fragile dans certains pays. On pense notamment à l'Italie et l'impossibilité de créer une « bad bank ». On pense également au système bancaire de certains pays périphériques, ou encore aux conséquences directes des craintes et rumeurs récurrentes concernant certaines (grandes) banques...
- **L'incertitude réglementaire** n'est pas non plus étrangère au maintien d'un coût du capital élevé. Que contiendra in fine Bâle 4 ? La réglementation cessera-t-elle d'être pro-cyclique ?
- Autre point qui impacte le coût du capital, **la difficulté à discriminer les systèmes bancaires**. En réalité, le marché ne sait pas faire cette discrimination. S'agissant des banques, on parle toujours de risque systémique, d'interactions entre banques et de contagion... Tout cela ne favorise pas le bon fonctionnement du marché interbancaire, allant même jusqu'à fragiliser les banques les plus faibles et donc à impacter par contagion les plus solides ! Ce cercle vicieux va davantage dans le sens du « deleveraging » et du repli national que dans celui de la fluidité des échanges, de la mutualisation des risques et de la prise de risque de crédit supplémentaire.
- Enfin, dernier facteur, **le niveau « anormalement » bas des taux d'intérêt et des courbes des taux**, avec un impact direct sur la profitabilité, et donc sur l'offre de crédit. On pourrait également ajouter le risque de taux, devenu totalement asymétrique désormais. Plus les banques considèrent que les taux vont durablement rester bas, et plus elles sont encouragées à réduire le risque et à aller à l'encontre de la politique monétaire.

Au total, on comprend pourquoi les valeurs bancaires souffrent depuis l'adoption de taux négatifs, ce qu'illustre fort bien le graphique ci-contre.

## Conclusion et conséquences pour l'allocation d'actifs

On voit bien à quel point ces trois thèmes : BREXIT/BREMAIN, volatilité/stabilité financière et taux négatifs/coût du capital des banques sont essentiels dans l'environnement de marché actuel et dans les considérations

### 2 Rendement de l'indice Corporate Euro IG Fin



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



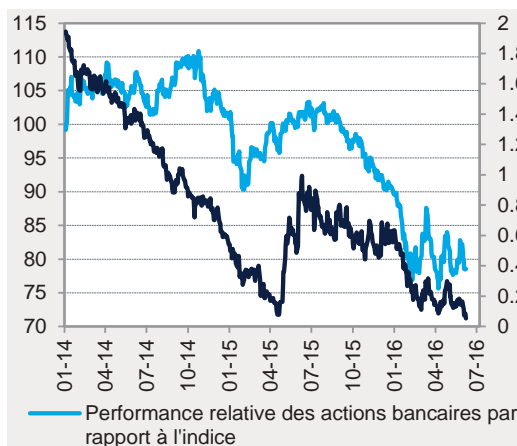
Le coût du capital des banques n'a pas vraiment accompagné le mouvement de baisse des taux d'intérêt



Les valeurs bancaires souffrent depuis l'adoption de taux négatifs



### 3 Taux 10 ans allemand et perf. relative des actions bancaires européennes



Source : Datastream, Recherche Amundi



d'allocation d'actifs. Ils sont là pour nous rappeler que la présence forte des banques centrales sur les marchés financiers ne suffit pas à faire baisser la garde. Sans sombrer dans le pessimisme le plus noir et renverser nos positions d'allocation d'actifs (qui ont remis du risque sur les classes d'actifs émergents, qui conservent une préférence pour les pays périphériques de la zone euro vs noyau dur, et la surpondération du crédit dans les portefeuilles obligataires), la prudence reste de mise. Pas de complaisance envers le risque, qui est bien supérieur à ce que les métriques habituelles semblent indiquer: le référendum britannique (le 23 juin), les élections législatives espagnoles (le 26 juin) notamment sont autant de facteurs qui rappellent à quel point la faiblesse de la volatilité est trompeuse, et à quel point il serait dangereux de sous-estimer le risque.

Une remarque pour terminer: le fait que nous ayons conscience du risque ne nous incite pas forcément à renverser des positions, notamment sur des marchés où la liquidité s'est réduite. Il serait alors bien difficile de ré-entrer sur ces marchés le moment venu. Sauf à considérer que les événements à venir sont de nature à provoquer un complet renversement de tendance, nous ne voulons pas nous retrouver en situation de ne pas pouvoir ré-entrer sur ces marchés. Protéger et *hedger* nous semble plus avisé dans le contexte actuel.



Aucune complaisance envers le risque, qui est bien supérieur à ce que les métriques habituelles semblent indiquer

## > Stratégies de Macro Hedging

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

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 trois mois à reprendre du risque dans les portefeuilles, et donc à réduire les stratégies de *macro-hedging*. Nous conservons ces vues, même si la perspective du référendum britannique (BREXIT) nous incite à une plus grande prudence. 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*. Suite à un rapport sur l'emploi assez décevant, la Fed, par la voix de Lael Brainard a de nouveau affiché son extrême prudence. La progression de l'inflation vers la cible de la Fed apporte un peu d'intérêt à des obligations indexées sur inflation, actifs largement délaissés depuis longtemps. Leur intérêt comme outil de *macro-hedging* est en train de réapparaître.

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	+	++	+++
<b>Actions</b>	Actions US	→			□			
	Actions Japonaises	→			□			
	Actions Euro	→				□		
	Actions UK	→			□			
	Actions Pacifique excl. Japon	→			□			
	Actions Marchés émergents	→					□	
<b>Obligations gouvernementales</b>	US bonds, court	↑			□			
	US bonds, long	↑			□			
	Euro core, court	→		□				
	Euro core, long	→			□			
	Euro périphériques	→					□	
	UK bonds	↓			□			
	Japanese bonds	→			□			
<b>Obligations d'entreprises</b>	IG US	→			□			
	HY US	→			□			
	IG EURO	→			□			
	Euro HY	→					□	
	Dettes EMG devises "dures"	↑					□	
	Dettes locale EMG	↑				□		
<b>Change</b>	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 financières et sous-pondéré utilities)
- 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 : Taïwan, Brésil, Grèce, Corée, Malaisie
- Augmentation des positions longues en devises EMG

### > Portefeuilles obligataires

- Surpondération crédit
- Réduction des positions surpondérées financières
- Duration : globalement neutre, avec un biais short sur les segments à taux négatifs, plutôt long duration et 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
- Long USD
- Augmentation des positions longues en devises EMG, retour sur le BRL, retrait sur le MXN

### > Portefeuilles diversifiés

- Légère réduction du risque global
- Portefeuilles globalement neutre en actions
- Réduction des positions longues en actions zone euro (BREXIT)
- Rester neutre actions japonaises
- Jouer le thème « value » en zone euro, et le thème « quality » aux US
- Rester surpondéré actions émergentes
- Garder la surpondération en obligations périphériques euro par rapport au cœur... mais « fair value » proches ou atteintes
- Réduction des positions longues govies US (portage + macro-hedging)
- Obligations d'entreprises : neutre sur HY, légèrement positif sur IG
- Augmentation des positions longues en devises EMG via la dette en monnaie locale

## Facteurs de risque

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Le tableau ci-dessous reprend les douze 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] **20 %**

**ANALYSE** Une mauvaise interprétation des décisions de la Fed reste un facteur de risque important. Cela est d'autant plus vrai que dans la moitié des cas (6 fois sur 12), les cycles de resserrement monétaire ont été suivis, depuis 1945, d'une récession de l'économie américaine dans les deux ans qui ont suivi. C'est sans doute ce que le marché craindra s'il était avéré que la Fed va trop vite et surtout trop fort. Pour l'instant, la Fed reste prudente, ayant bien conscience d'une part que le niveau de croissance et le cycle actuel ne justifiaient pas jusqu'ici une hausse significative des taux et d'autre part que le renversement d'une politique monétaire ultra-accommodante depuis 7 ans revêt plus d'importance que d'habitude. Attention toutefois : les indicateurs d'inflation se rapprochent de la cible de la Fed et celle-ci prépare les marchés à un resserrement monétaire au cours de l'été (juin ou plus vraisemblablement juillet). La Fed doit toute éviter erreur de communication, d'où la crainte d'une mauvaise réaction des marchés en cas de hausse des taux prématurée, excessive ou mal argumentée.

**IMPACT DE MARCHÉ** Miser sur une forte baisse des actions, et sur une contagion notamment sur des marchés émergents déjà fragilisés. Cette situation favoriserait l'écartement des *spreads* et taux entre Europe et États-Unis, ainsi qu'une nouvelle faiblesse de l'euro, deux arguments en faveur des actifs risqués européens.

### [RISQUE # 2] Un « hard landing » chinois

[PROBABILITÉ] **20 %**

**ANALYSE** Le modèle économique chinois a changé sur la dernière décennie : il est désormais moins tiré par les exportations, et davantage liée à la demande intérieure. Ceci est une bonne évolution, mais ce modèle garde des caractéristiques à certains égards inquiétantes : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette enfle, la (faible) compétitivité de l'industrie s'étiolle, les gains de productivité sont en retrait... en clair, un fléchissement de la croissance potentielle. La question n'est pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible : c'est un fait bien connu. La question est plutôt de savoir si la croissance ne va pas rapidement (et nettement) passer en dessous de sa croissance potentielle (sans doute entre 3 % et 5 % contre 10 % il y a un peu plus de 10 ans)... En clair, si la Chine ne va pas connaître une crise économique de grande ampleur, un repli plus dramatique de la croissance chinoise viendrait s'ajouter à une liste déjà longue de pressions déflationnistes mondiales. 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. Jusqu'ici, le ralentissement du monde émergent est une réalité tangible, tandis que le monde « avancé » progresse depuis quelques années. Un nouveau ralentissement de ce dernier pourrait provenir de l'effet de second rang des pays EMG (chute des exportations), d'un nouveau fléchissement de l'investissement, de l'emploi... bref, de la demande intérieure, actuellement le principal moteur de leur croissance.

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

### [RISQUE # 4] Une récession aux États-Unis

[PROBABILITÉ] **20 %**

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





## Facteurs de risque

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] 5 %

**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 taux de réserves des banques, injection de liquidités, mesures budgétaires et fiscales, maintien de la politique de change...) avaient finalement permis que tout rentre dans l'ordre. Cela devient plus compliqué désormais. Les prévisions de croissance ont ces derniers mois été régulièrement révisées à la baisse, et le risque était 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 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

## Facteurs de risque

des déséquilibres budgétaires, les écarts de compétitivité entre pays, le caractère encore inachevé du mécanisme de soutien aux pays en difficulté, la sous-estimation des interdépendances entre pays membres (même si le dispositif anti-contagion de la BCE a fortement progressé, il n'en est pas de même du côté budgétaire)... bref, de répondre à l'illusion de la convergence. Une nouvelle crise européenne, si elle devait avoir lieu, pourrait être fatale... à moins d'un grand saut vers le fédéralisme. Les concessions accordées récemment 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 plus grande instabilité financière

[PROBABILITÉ] **50 %**

**ANALYSE** Les banques centrales ont permis le retour de la stabilité financière : baisse des taux, courts et longs ; maintien des taux à de bas niveaux ; baisse de la volatilité, resserrement des *spreads* de crédit... autant de facteurs qui ont généré un environnement de plus grande stabilité. Attention toutefois : cette stabilité a des côtés artificiels qu'il ne faut pas sous-estimer. Les banques centrales ne peuvent pas à elles seules résoudre tous les problèmes (emploi, investissement, croissance...) et si les conditions générales ne s'améliorent pas de façon plus nette, une certaine désillusion/déception risque bien de s'installer et cette stabilité pourrait se transformer en instabilité.

**IMPACT DE MARCHÉ** Dans un tel cas de figure, on doit miser sur une remontée de la volatilité et des *spreads* de crédit, particulièrement en Europe où le marché de l'emploi est plus déprimé et les risques politiques et sociaux plus élevés.

### [RISQUE # 9] 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 # 10] 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 0,07 %, les 10 ans japonais sont négatifs (-0,12 %) et les 10 ans US se sont également repliés (1,70 %). 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 si un « repricing » important des niveaux de taux longs devait se produire, les courbes de taux pourraient rester plates plus longtemps qu'escompté.



## Facteurs de risque

### [RISQUE # 11] 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 # 12] Le Brexit

[PROBABILITÉ] **50 %**

**ANALYSE** Le Royaume-Uni (Angleterre, Écosse, Pays de Galles et Irlande du Nord) décidera le 23 juin prochain de son appartenance à l'UE. Pour le Royaume-Uni, il s'agit clairement – mais pas uniquement – 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 d'une part de voir resurgir la perspective d'un référendum (probable) sur l'indépendance de l'Écosse, et d'autre part de constater que le camp du BREXIT est fortement divisé, avec des protectionnistes en faveur de la fermeture des frontières contre des libres-échangistes désireux de mener des négociations d'accords commerciaux. Le retrait du Royaume Uni n'aurait pas de conséquences économiques 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 ne nous prononçons pas 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 fin de tout ou grande partie des accords commerciaux et financiers qui lient le Royaume Uni et l'UE, 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, et que, en % du PIB, le volume des échanges avec l'Union représente 65 % du PIB (20 % dans les années 60). Un BREXIT serré fragiliserait politiquement à la fois D. Cameron et la gouvernance européenne. Sur le plan économique et financier, un BREXIT provoquera sans doute un regain de volatilité, et un élargissement des *spreads* souverains, au moins (et sans doute uniquement) dans un premier temps.



## Contexte macroéconomique

JUIN		
AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
<b>ÉTATS-UNIS</b>	<p><b>La reprise va continuer tout en décélérant progressivement</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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 et l'on observe des signes d'accélération des salaires.</li> <li>&gt; À l'horizon 2016-2017, la reprise va décélérer progressivement, 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.</li> <li>&gt; En raison de la décélération de l'économie et des risques externes, le cycle de resserrement monétaire sera très graduel.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Potential de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire »)</b></li> <li>&gt; <b>Hausse excessive du dollar</b></li> <li>&gt; <b>Contagion des difficultés économiques des pays émergents</b></li> <li>&gt; <b>Risque politique (élection présidentielle)</b></li> </ul>
<b>BRÉSIL</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; La récession pour 2015 aura été l'une des plus marquées depuis 1990 avec une chute du PIB de 3,8 %. Malgré un policy mix qui devrait être plus accommodant, il est difficile de prévoir une sortie de crise d'ici 2017.</li> <li>&gt; La Présidente a été suspendue de ses fonctions. Le nouveau Gouvernement, au capital politique faible, a annoncé un certain nombre de réformes notamment en matières de discipline budgétaire visant à restaurer la confiance des investisseurs.</li> <li>&gt; Le nouveau Gouverneur de la BCB envisage un assouplissement de la politique monétaire pour stimuler la croissance.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Moindre consolidation budgétaire que nécessaire</b></li> <li>&gt; <b>Reprise des pressions inflationnistes</b></li> <li>&gt; <b>Une monétisation de la dette</b></li> </ul>
<b>EUROPE</b>		
<b>ZONE EURO</b>	<p><b>Poursuite de la reprise, soutenue par la consommation et le rebond de l'investissement.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; La qualité de la reprise s'améliore : l'investissement des entreprises a accéléré au T1. La réparation financière et celle du marché de l'emploi, la fin des politiques d'austérité et les gains tirés des réformes structurelles continueront d'être des facteurs de soutien en 2016-2017. Nous avons légèrement augmenté nos prévisions de croissance pour 2016 (1,6 % contre 1,5 % précédemment) et 2017 (1,5 % contre 1,4 %).</li> <li>&gt; L'accélération sera cependant limitée par l'environnement international peu porteur et la dissipation progressive des gains liés à la baisse du pétrole et à celle de l'euro. Les risques politiques (à commencer par le possible Brexit) sont importants.</li> <li>&gt; Dans un contexte d'inflation toujours très basse et de risques élevés, la BCE conservera une politique monétaire très accommodante.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Risque politique (Crise des réfugiés, montée des partis contestataires)</b></li> <li>&gt; <b>Contagion des difficultés économiques et/ou financières des émergents</b></li> <li>&gt; <b>Intensification des pressions déflationnistes</b></li> </ul>
<b>ROYAUME-UNI</b>	<p><b>Décélération en 2016 en raison de l'austérité et de l'incertitude au sujet du Brexit</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; Bien qu'atténuées par rapport à celles qui étaient prévues il y a quelques mois, les mesures d'austérité destinées à réduire le déficit public vont légèrement ralentir la croissance en 2016, tandis que l'incertitude liée au référendum sur le Brexit pèse sur la confiance des entreprises.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Référendum sur le Brexit le 23 juin 2016</b></li> <li>&gt; <b>Déficits (public et externe) encore très élevés</b></li> </ul>
<b>ASIE</b>		
<b>CHINE</b>	<p><b>Chine : un moteur de croissance de l'économie mondiale en 2016 et 2017</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; Impact retardé des mesures radicales d'assouplissement prises en 2015 et perspectives de nouvelles mesures monétaires et budgétaires.</li> <li>&gt; Le RMB chinois demeure une incertitude pour les marchés financiers mondiaux en 2016.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Un moteur de croissance de l'économie mondiale en 2016 et 2017</b></li> <li>&gt; <b>Le RMB chinois demeure une incertitude pour les marchés financiers mondiaux</b></li> </ul>
<b>INDE</b>	<p><b>Inde : un moteur de croissance régulier pour l'Asie en 2016</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; L'Inde s'inscrit dans une trajectoire de croissance en constante amélioration.</li> <li>&gt; L'inflation devrait continuer à ralentir en 2016 compte tenu des perspectives de mousson favorable.</li> <li>&gt; Nous pensons que la RBI va maintenir sa politique accommodante plus longtemps et l'assouplir davantage que ne l'anticipe le marché.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>La croissance indienne est en passe de rebondir</b></li> <li>&gt; <b>Le ralentissement de l'inflation est durable</b></li> </ul>
<b>JAPON</b>	<p><b>Report de la hausse de TVA : moins de croissance pour 2016 mais plus pour 2017.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; En raison du report de la hausse de TVA, la consommation devrait avoir une trajectoire plus régulière. Par conséquent nous avons réduit notre prévision de croissance pour 2016 à +0,6 % (contre +0,8 % précédemment) et augmenté celle concernant 2017 à +0,8 % (contre +0,5 % précédemment).</li> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Exposition au ralentissement chinois</b></li> <li>&gt; <b>Incertitude politique (élections à la Chambre Haute mi-2016)</b></li> </ul>



## Prévisions macroéconomiques et financières

### PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- **États-Unis**: 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, donnent quelques signes de ralentissement.
- **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 et gagne en qualité grâce à un rebond de l'investissement des entreprises. Les facteurs cycliques internes sont favorables mais les risques (incertitudes politiques, exposition au ralentissement émergent) augmentent.
- **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.
- **Russie**: bien qu'en moyenne annuelle, la récession en 2015 aura été moindre que ce que nous avions 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
<b>États-Unis</b>	2,4	2,0	1,8	0,1	1,5	2,0
<b>Japon</b>	0,5	0,6	0,8	0,8	0,7	1,7
<b>Zone euro</b>	1,6	1,6	1,5	0,0	0,4	1,1
Allemagne	1,5	1,6	1,5	0,1	0,5	1,4
France	1,1	1,4	1,3	0,1	0,4	1,1
Italie	0,8	1,2	1,5	0,1	0,2	1,4
Espagne	3,2	2,6	1,4	-0,5	0,0	1,1
<b>Royaume-Uni</b>	2,2	1,8	2,0	0,1	0,8	1,6
<b>Brésil</b>	-3,8	-2,5	-0,5	9,0	6,8	6,0
<b>Russie</b>	-3,7	-1,8	0,8	15,5	10,0	8,5
<b>Inde</b>	7,3	7,4	7,2	5,2	5,4	5,0
<b>Indonésie</b>	4,8	5,0	4,8	6,4	6,8	6,8
<b>Chine</b>	6,9	6,0	5,8	1,4	1,2	1,0
<b>Turquie</b>	3,8	2,6	3,0	7,7	7,5	7,0
<b>Pays développés</b>	1,9	1,7	1,6	0,2	1,0	1,6
<b>Pays émergents</b>	4,1	3,9	4,1	4,0	4,3	3,7
<b>Monde</b>	3,1	2,9	3,1	2,4	2,9	2,8

Source : Recherche Amundi

### PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- **Fed**: la Fed devrait relever ses *fed funds* deux fois en 2016, au plus, dont une fois cet été. 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 remontera pas ses taux en 2016, et pourrait même les baisser en cas de Brexit.

	07/06/2016	Amundi + 6m.	Consensus T4 2016	Amundi + 12m.	Consensus T2 2017
<b>États-Unis</b>	0,50	0,75	0,85	1,00	1,15
<b>Zone euro</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Japon</b>	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
<b>Royaume-Uni</b>	0,50	0,50	0,55	0,50	0,80

### 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					
	07/06/2016	Amundi + 6m.	Consensus T4 2016	Amundi + 12m.	Consensus T2 2017
<b>États-Unis</b>	0,80	0,80/1,00	1,11	1,00/1,20	1,42
<b>Allemagne</b>	-0,54	-0,40/-0,20	-0,43	-0,40/-0,20	-0,36
<b>Japon</b>	-0,24	-0,20/0,00	-0,29	-0,20/0,00	-0,29
<b>Royaume-Uni</b>	0,34	0,40/0,60	0,89	0,60/0,80	1,26

Taux 10 ans					
	07/06/2016	Amundi + 6m.	Consensus T4 2016	Amundi + 12m.	Consensus T2 2017
<b>États-Unis</b>	1,74	1,80/2,00	2,12	1,80/2,00	2,40
<b>Allemagne</b>	0,08	0,20/0,40	0,43	0,40/0,60	0,69
<b>Japon</b>	-0,12	0,00/0,20	-0,08	0,00/0,20	0,02
<b>Royaume-Uni</b>	1,28	1,40/1,60	1,79	1,40/1,60	2,06

### PRÉVISIONS DE CHANGE

- **EUR**: nous nous attendons à une relative stabilité de l'euro dans 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. Les velléités de resserrement de *fed funds* du FOMC peuvent pousser à la hausse le dollar quelques semaines mais il n'existe pas de catalyseur permettant à cette appréciation d'être durable.
- **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 mais aussi le ralentissement de l'économie britannique ont induit une baisse de la livre. Nous avons une position neutre à court terme sur la livre mais celle-ci souffrirait en cas de victoire du « Leave ».

	07/06/2016	Amundi + 6m.	Consensus T4 2016	Amundi + 12m.	Consensus T2 2017
<b>EUR/USD</b>	1,14	1,10	1,10	1,10	1,12
<b>USD/JPY</b>	108	110,00	115,00	110,00	113,50
<b>EUR/GBP</b>	0,78	0,75	0,74	0,75	0,74
<b>EUR/CHF</b>	1,10	1,10	1,11	1,10	1,14
<b>EUR/NOK</b>	9,24	9,10	9,16	9,00	9,23
<b>EUR/SEK</b>	9,23	9,10	9,16	8,90	9,23
<b>USD/CAD</b>	1,28	1,30	1,30	1,30	1,28
<b>AUD/USD</b>	0,74	0,75	0,72	0,75	0,72
<b>NZD/USD</b>	0,69	0,65	0,65	0,65	0,66

## 1 BCE : la grande question est désormais de savoir comment le QE va évoluer

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

Le 10 mars, le conseil des gouverneurs de la BCE a fait passer son rythme d'achats mensuels de 60 à 80 Mds € et l'a étendu aux obligations d'entreprise. La banque centrale a justifié cette décision par l'affaiblissement des perspectives de croissance mondiale, la persistance d'une inflation faible, la faiblesse des anticipations d'inflation à long terme et les risques d'appréciation de l'euro. Ce programme est censé durer jusqu'à mars 2017, et « au-delà, si nécessaire, jusqu'à ce que le conseil des gouverneurs ne voie un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation. » Étant donné la (faible) dynamique de l'inflation que nous attendons, le scénario le plus probable est que le QE de la BCE sera étendu au-delà de mars 2017. Mais cela n'est pas sans susciter des questions !

### Les limites techniques du QE de la BCE

Le programme d'achats d'obligations souveraines (PSPP), qui constitue l'essentiel du QE de la BCE, est soumis à un grand nombre de contraintes techniques :

- La maturité résiduelle des obligations doit être comprise entre 2 et 31 ans ;
- Le rendement à maturité doit être supérieur au taux de dépôt, actuellement à -0,40 % ;
- Un seuil maximal de détention pour chaque titre (25 ou 33 %) ;
- Un seuil maximal de détention pour chaque émetteur (33 %, sauf pour les titres "supra" pour lesquelles la limite est de 50 %).

Par ailleurs, ces achats sont réalisés au prorata du poids des banques centrales nationales au capital de la BCE.

**Ces contraintes techniques seront potentiellement problématiques à court terme.** L'importance de l'Allemagne au capital de la BCE (environ 27 % du capital), la baisse de la dette publique dans ce pays et le fait que la courbe des taux allemande soit inférieure à -0,40 % jusqu'aux maturités de 5 ans impliquent que le PSPP ne sera réalisable pour l'Allemagne que jusqu'aux environs de mars 2017. Cette estimation est évidemment extrêmement sensible aux fluctuations de marché car de grandes quantités d'obligations allemandes ont une maturité résiduelle aux alentours de 3, 4, 5, 6 ans.

Des articles de presse ont également souligné le fait que l'Eurosystème pourrait atteindre prochainement le seuil maximal de détention pour l'Irlande et pour le Portugal.

Pour le moment, la solution prévue lorsque le seuil maximal de détention pour un émetteur est atteint est que la banque centrale nationale concernée achète à la place des obligations émises par des institutions supranationales. Le fait que le seuil maximal de détention ait été relevé de 33 à 50 % a augmenté le stock de titres « supra » éligibles d'environ 60 Mds €, ce qui représente des années d'achats PSPP pour l'Irlande ou le Portugal mais seulement quelques mois pour l'Allemagne. La disponibilité du papier allemand est plus que jamais la variable clé en ce qui concerne la faisabilité du PSPP.

Des ajustements au QE de la BCE seront absolument nécessaires en cas d'extension au-delà de 2017.

### Quels ajustements apporter au QE ?

Quelques-unes des solutions possibles pour étendre le QE après mars 2017 :

- **Augmenter les limites de détention.** La BCE indique qu'elle a mis en place une limite émetteur de 33 % afin de « sauvegarder le fonctionnement de marché et la formation des prix mais aussi d'amoinrir le risque que l'Eurosystème devienne un créancier dominant des États de la zone euro. » L'augmentation de la limite de détention émetteur ou par titre de 33 à 50 % augmenterait le stock de titres allemands éligibles au PSPP d'environ 140 Mds €, ce qui représente environ 9 mois de PSPP pour ce pays. C'est le moyen le plus simple à prendre pour

### L'essentiel

**Étant donné la faible dynamique de l'inflation que nous attendons, le plus probable est que le QE de la BCE sera étendu au-delà de mars 2017. Mais cela n'est pas sans soulever des questions, compte tenu de toutes les contraintes techniques liées au PSPP !**

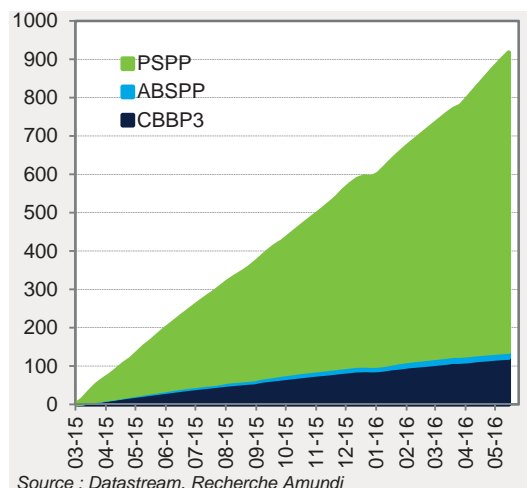
Plusieurs solutions sont possibles pour étendre le QE après mars 2017 (augmenter les limites de détention d'un émetteur, ne plus acheter les obligations souveraines au prorata du poids des pays au capital de la BCE, changer la nature des achats) mais chacune d'entre elles comporte un certain nombre d'inconvénients. En tout cas, il faut s'attendre à ce que le QE de la BCE redevienne rapidement un thème de marché.



La disponibilité du papier allemand est plus que jamais la variable clé en ce qui concerne la faisabilité du PSPP



1 Eurosystème : actifs achetés dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs (Mds €)





prolonger le QE. L'inconvénient pour la Bundesbank est que cela amènerait les rendements obligataires encore plus bas, ce qui est difficilement acceptable

- **Ne plus acheter les obligations souveraines au prorata du poids des pays au capital de la BCE.** Acheter moins d'obligations allemandes et plus d'obligations des autres États de la zone euro serait également un moyen de gagner du temps. Faire passer le poids de l'Allemagne de 27 % actuellement à disons 15 % permettrait de « faire gagner » 9 mois environ de PSPP pour l'Allemagne. Une telle décision serait de nature à moins peser sur les taux allemands que la mesure précédente mais elle est difficile à obtenir « politiquement » vis-à-vis de la Bundesbank. Il faudrait trouver une nouvelle méthode de calcul des pondérations de chaque pays, ce qui est loin d'être aisé (au prorata des dettes publiques ?).
- **Changer la nature des achats.** L'extension du QE au-delà de mars 2017 pourrait être obtenue via un changement radical de sa composition: augmentation des achats d'obligations d'entreprises *Investment Grade*? Achats d'obligations *High Yield*? Achats d'actions? Achats de sociétés d'investissement immobilier cotées? Pour le moment, le PSPP représente la part la plus importante des 80 Mds € d'achats mensuels mais il est complété par l'ABSPP et le CBSPP 3 (ABS et *covered bonds*), on peut donc imaginer que la part du PSPP dans ces 80 Mds € baisse encore. Plusieurs solutions sont possibles mais, encore une fois, celles-ci sont difficiles à obtenir « politiquement », notamment car elles pourraient être perçues comme un renforcement de l'accommodation monétaire de la BCE, avec l'acquisition de titres plus risqués. Toutefois, dans l'hypothèse où cette mesure serait adoptée, les achats d'obligations souveraines baisseraient mécaniquement.

**Quel impact sur le marché obligataire ?**

Lorsqu'une grande banque centrale mène une politique de QE, le moindre élément donnant une indication sur un possible ajustement est susceptible d'avoir un très fort impact sur les rendements obligataires. L'exemple le plus célèbre est celui du fameux « taper tantrum » de mai 2013. Ben Bernanke, alors président du FOMC, avait indiqué que la Fed pourrait diminuer ses achats de titres réalisés dans le cadre du QE3. Le taux 10 ans américain était passé d'environ 1,60 % à 3 % en 4 mois. Les devises émergentes avaient fortement souffert lors de cet épisode. Les investisseurs obligataires euro doivent, eux aussi, se préparer à un épisode similaire. Mais il est très peu probable que l'ampleur soit la même.

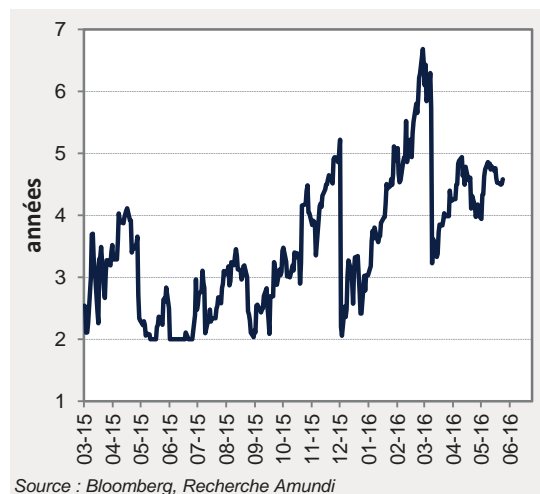
À l'époque du « taper tantrum », les marchés avaient assimilé ralentissement des achats de titres et hausses imminentes des *fed funds*. Les membres du FOMC avaient dû déployer d'immenses efforts de communication pour démêler les anticipations de taux d'intérêt et anticipations relatives à la politique de QE. Finalement, il aura fallu attendre décembre 2015 pour que la Fed remonte pour la première fois les *fed funds* et les marchés n'anticipent pour le moment qu'une seule autre hausse de taux en 2016.

Revenons à l'extension du QE de la BCE au-delà de mars 2017. Même dans l'hypothèse où la BCE décidait d'acheter moins d'obligations souveraines (basculement d'achats d'obligations souveraines vers des obligations d'entreprises ou des actions) ou moins d'obligations allemandes chaque mois (achats d'obligations souveraines qui ne se feraient plus au prorata des États au capital de la BCE mais selon une autre métrique), la politique monétaire de la BCE resterait extrêmement accommodante avec le QE modifié et il n'y aurait pas lieu de voir une modification des anticipations de politique de taux susceptible de faire fortement monter les taux longs allemands dans un épisode de type « taper tantrum ».

**Quelle date pour la décision de l'extension ?**

C'est le 22 janvier 2015 que la BCE a annoncé son intention de se lancer dans son programme de QE. Initialement, le programme devait durer jusqu'en septembre 2016. Et c'est le 3 décembre 2015 qu'elle a reporté la date de fin programmée à mars 2017. L'annonce de l'extension est donc intervenue environ 9 mois avant la « fin programmée ». En suivant le même schéma, la BCE devrait donc se prononcer sur l'extension du QE au-delà de 2017 à peu près maintenant... Cela dit, l'extension décidée en décembre 2015 intervenait dans un climat incitant à prendre d'urgence des mesures d'assouplissement. Il est raisonnable d'attendre que la décision d'étendre le QE après mars 2017 soit faite en septembre 2016, ce qui signifie que le QE de la BCE redeviendra un thème de marché dès cet été.

**2 Maturité pour laquelle les taux allemands équivalent au taux de dépôt**



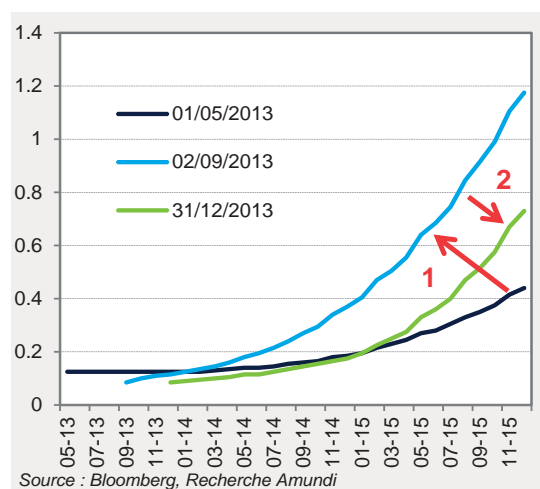
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



L'augmentation de la limite émetteur de 33 à 50 % augmenterait le stock de titres allemands éligibles au PSPP d'environ 140 Mds €, ce qui représente environ 9 mois de PSPP pour l'Allemagne



**3 Anticipations de fed funds: avant, pendant et après le "taper tantrum"**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Le QE de la BCE redeviendra un thème de marché dès cet été



> Le QE de la BCE re-solvabilise les États de la zone euro

Il est clair que les actions de la BCE depuis juin 2014 ont fait fortement baisser les taux d'intérêt souverains mais aussi les *spreads* souverains. Il est également communément admis que ces actions ont donné un coup de pouce à la croissance économique. Il est donc logique qu'elles aient eu un effet bénéfique sur l'évolution de la dette publique des États de la zone euro.

L'évolution du ratio dette sur PIB dépend essentiellement de trois facteurs: le taux d'intérêt nominal payé sur la dette existante, la croissance nominale du PIB et le solde primaire (différence entre les recettes de l'État et ses dépenses, hors charges de la dette). On résume généralement l'évolution de la dette publique par une équation simple:

$$d_t - d_{t-1} = d_{t-1} \frac{(r - g)}{1 + g} - p_t + dda_t$$

Avec  $d_t$  le ratio dette sur PIB en  $t$ ,  $r$  le taux d'intérêt nominal sur la dette existante,  $g$  le taux de croissance nominale du PIB,  $p_t$  le solde primaire et  $dda_t$  l'ajustement dette-déficit (les besoins de financement ne sont pas toujours strictement équivalents aux déficits publics car ils comprennent par exemple les investissements financiers réalisés par le gouvernement). L'un des points clefs en ce qui concerne la soutenabilité de la dette est de savoir si le taux d'intérêt nominal est supérieur à la croissance nominale du PIB, ou encore de savoir si le taux d'intérêt réel est supérieur à la croissance réelle du PIB. On parle d'effet « boule de neige » quand le taux d'intérêt réel est supérieur à la croissance réelle du PIB.

Nous avons décomposé l'évolution du ratio dette sur PIB en plusieurs composantes jusqu'au T4 2015 : celle correspondant à l'écart entre le taux d'intérêt et la croissance, celle correspondant à la balance primaire et celle correspondant à l'ajustement dette/déficit.

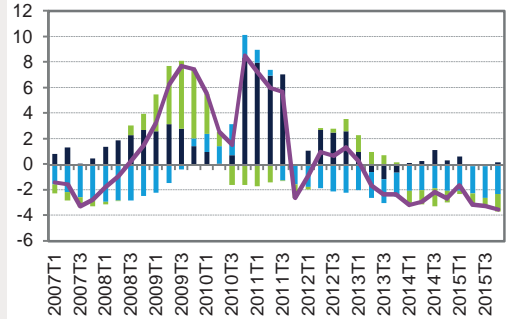
En 2015, les ratios dette/PIB ont diminué dans plusieurs pays. Ils ont cependant augmenté en Finlande, en Slovaquie et en Autriche. La baisse la plus notable a été enregistrée par l'Irlande (de 107,5 % à 93,8 %).

**Le ratio global dette/PIB en zone euro a légèrement diminué au cours des derniers trimestres. Depuis le 3e trimestre 2015, l'écart entre le taux d'intérêt moyen payé sur la dette et la croissance nominale du PIB a contribué à réduire le ratio dette/PIB, ce qui n'avait pas été le cas depuis le début 2008.**

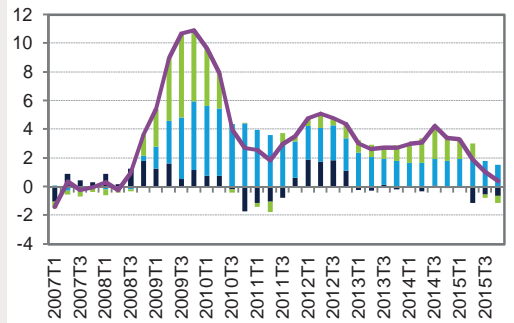
**La baisse des taux d'intérêt et l'amélioration des taux de croissance des PIB (du moins en valeur réelle) aident clairement les pays de la zone euro à stabiliser leur ratio dette/PIB.**

- Le ratio dette/PIB a encore diminué en Allemagne, essentiellement grâce à l'important excédent du solde primaire.
- En France, le déficit du solde primaire freine toujours la réduction du ratio.
- En Italie, le différentiel « taux d'intérêt-croissance du PIB » contribue toujours à l'augmentation du ratio dette/PIB, même si l'impact a diminué par rapport aux années précédentes. Toutefois, l'excédent du solde primaire compense en partie ce facteur.
- En Espagne, le ratio dette/PIB s'est stabilisé mais cela est dû à la vigueur de la croissance (cette tendance peut-elle durer plusieurs années ?) et à la réduction marquée du déficit primaire.
- En Irlande, le principal facteur expliquant la forte baisse du ratio dette/PIB est désormais le différentiel « taux d'intérêt-croissance du PIB » (croissance très soutenue).

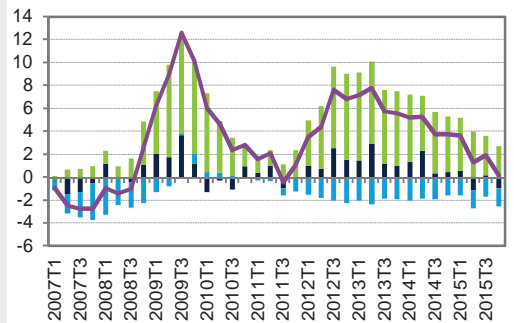
**Allemagne :**  
variation du ratio dette-sur-PIB (4 trim. glissants)



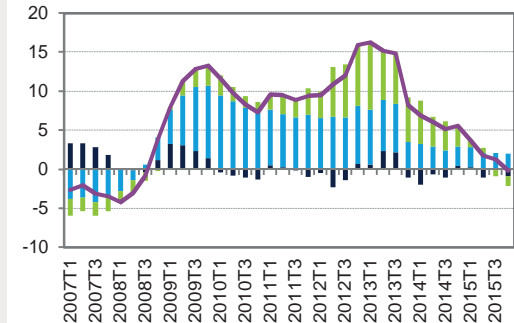
**France :**  
variation du ratio dette-sur-PIB (4 trim. glissants)



**Italie :**  
variation du ratio dette-sur-PIB (4 trim. glissants)

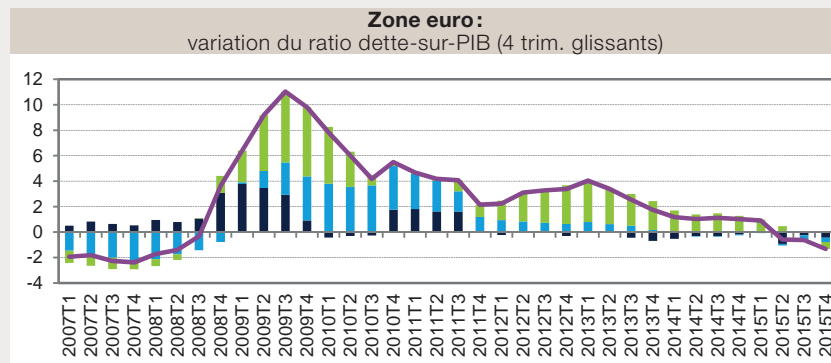


**Espagne :**  
variation du ratio dette-sur-PIB (4 trim. glissants)



— Différentiel taux d'intérêt — croissance  
— Déficit/Surplus primaire  
— Ajustement dette — déficit  
— Variation du ratio dette-sur-PIB

Source : BCE, Recherche Amundi



## 2 Un chien dans un jeu de quilles ? Podemos pourrait bien bousculer les prochaines élections législatives espagnoles

NICOLAS DOISY, *Stratégie et Recherche Économique*

Jusqu'à l'alliance électorale conclue entre Podemos et Izquierda Unida début mai, les prochaines élections semblaient augurer d'un *bis repetita* du dernier scrutin; désormais, Podemos peut clairement reprendre la main aux partis traditionnels. En effet, cette alliance vient renforcer de près de 5 % le score de 20 % de Podemos dans les sondages d'opinion (et aux élections de décembre dernier), ce qui pourrait avoir les conséquences suivantes: (i) Podemos pèserait autant que le PSOE aux élections et au Parlement et (ii) donnerait quasiment une majorité parlementaire (à peu de chose près) à la gauche (PSOE + Podemos). Alors que cette alliance a peu de répercussions sur le PSOE, le PP et Ciudadanos devraient en être les grands perdants.

### Podemos est bien placé pour offrir à la gauche la majorité grâce à sa récente alliance avec les communistes

#### 1. Podemos est clairement le parti qui donne le « la » dans ces élections grâce à sa montée en puissance progressive

Depuis février dernier, ces élections semblent s'articuler autour de la confrontation entre un parti de gauche (Podemos), qui donne le ton, et la droite au pouvoir (PP), qui fait son possible pour s'y opposer :

- Tout gain enregistré par Podemos dans les sondages reste intact après deux semaines, alors que tous les autres partis cèdent du terrain: PSOE (-20 % de ce gain), Ciudadanos (-25 %) et PP (-30 %);
- Le PP, le parti ne conserve que 20 % d'un gain initial deux semaines plus tard, tandis que le PSOE et Ciudadanos progressent respectivement de 12 % et 15 % de ce gain, et Podemos recule de 65 %.

Parallèlement, le PSOE et Ciudadanos jouent les seconds violons dans la mesure où (i) ils ne sont pas aptes à faire évoluer durablement les sondages et (ii) leurs scores évoluent au gré de l'influence des autres adversaires :

- Un choc sur le score du PSOE et de Ciudadanos a tendance à se dissiper pour tous les partis (y compris le PSOE et Ciudadanos) après deux semaines: toute progression n'est donc que passagère pour ces deux partis;
- Les évolutions des scores de Podemos et du PP ont tendance à influencer durablement sur les scores de Ciudadanos et du PSOE (effets permanents), comme indiqué dans le paragraphe précédent.

#### 2. Mathématiquement, l'alliance électorale avec Izquierda Unida place Podemos sur un pied d'égalité avec le PSOE

Jusqu'à la conclusion de l'alliance électorale entre Podemos et Izquierda Unida, les sondages annonçaient un *bis repetita* des élections de décembre dernier, c'est-à-dire un parlement « bloqué », avec une majorité relative de la droite. En effet, avec 20 % dans les sondages, rien ne présageait que Podemos fasse mieux qu'aux dernières élections, à l'issue desquelles le parti était ressorti comme le troisième groupe au Parlement avec un cinquième des sièges. Par conséquent, Podemos n'aurait une nouvelle fois pas été en mesure de prétendre à la formation d'une majorité parlementaire avec le PSOE: en effet, le PP et Ciudadanos auraient conservé leur majorité relative actuelle.

Podemos a donc réalisé qu'associer ses votes à ceux d'IU renforcerait sa position politique et augmenterait son score aux élections, et peut-être aussi son nombre de sièges, grâce à la règle d'Hondt (voir encadré). En effet, tant qu'IU restait en dessous du seuil de 6 % (score à partir duquel un parti obtient un nombre de sièges plus que proportionnel à son score électoral), ses votes étaient « gâchés »: (i) ils n'étaient pas comptabilisés avec Podemos et (ii) ne pouvaient pas être utilisés pour accroître son nombre de sièges au

### L'essentiel

Jusqu'à l'alliance électorale conclue entre Podemos et Izquierda Unida début mai, les prochaines élections semblaient augurer d'un *bis repetita* du dernier scrutin; désormais, Podemos peut clairement reprendre la main aux partis traditionnels. En effet, cette alliance vient renforcer de près de 5 % le score de 20 % de Podemos dans les sondages d'opinion (et aux élections de décembre dernier), ce qui pourrait avoir les conséquences suivantes: (i) Podemos pèserait autant que le PSOE aux élections et au Parlement et (ii) donnerait quasiment une majorité parlementaire (à peu de chose près) à la gauche (PSOE + Podemos). Alors que cette alliance a peu de répercussions sur le PSOE, le PP et Ciudadanos devraient en être les grands perdants.

Si l'élection devait se tenir dans une quinzaine de jours, l'accroissement de 4 % de Podemos dans les sondages se traduirait par un gain de 17 sièges au Parlement tandis que les trois autres partis perdraient ensemble 12 sièges (voir graphique 1 à 8):

- En effet, l'alliance de Podemos avec IU enlève 5 sièges aux petits partis au bénéfice des grands partis, ce qui aurait pour effet de marginaliser un peu plus les petits partis;
- Tandis que Podemos gagnerait ces 17 sièges (pour atteindre 87 sièges), PSOE en perdrait 3 (descendant à 87), Ciudadanos 4 (descendant à 36) et Partido Popular 5 (descendant à 118).

Quinze jours devront probablement s'écouler avant que les sondages ne digèrent l'annonce de cette alliance et se stabilisent autour de leur nouvelle tendance, à moins que la contre-attaque du PP ne parvienne à saper cette initiative stratégique de Podemos. En effet, le PP est le seul parti traditionnel capable d'éroder durablement le score de Podemos, même si pour finir il ne devrait que très peu en profiter lui-même (puisque Ciudadanos et le PSOE bénéficieront également de cette contre-attaque). Alors qu'il reste encore un mois avant les élections, le temps est compté pour le PP (s'il ne joue pas contre lui), puisque les reports de voix mis en évidence par les sondages plaident en faveur d'une alliance improbable PP-PSOE-Ciudadanos.



Parlement. Pour résumer, l'alliance permet à Podemos de faire au moins jeu égal avec le PSOE, en termes de votes et de sièges.

## Bien que le Partido Popular soit le seul parti en mesure de freiner durablement l'essor de Podemos, cela ne sera pas chose aisée

### 1. Le PSOE et Ciudadanos n'étant pas en mesure d'enregistrer des progressions durables, le PP est le seul véritable adversaire de Podemos

La dynamique des sondages est devenue bien plus claire depuis février, quand il est devenu évident qu'un gouvernement ne serait pas formé : le PSOE et Ciudadanos ne sont plus en mesure d'enregistrer des gains durables. Par conséquent, ces deux partis ne sont plus en position d'être de véritables adversaires dans la mesure où ils ne parviennent pas à peser sur les scores de leurs opposants respectifs (Podemos et le PP) dans les sondages au-delà de quinze jours. C'est pourquoi Ciudadanos devrait être considéré comme un baromètre, puisque ses scores sont influencés par tous les autres adversaires (tandis que ceux du PSOE n'évoluent que suite à un choc affectant la corrélation PP-PSOE).

### Le score de Podemos ne peut fluctuer que suite à deux types d'évènement : (i) évolution du taux de participation des électeurs (évènement exogène) et (ii) évolution du score du PP (évènement interne au système).

- Dans le système, le score de Podemos n'évolue que suite à des chocs sur la corrélation Ciudadanos-PP, signe qu'une partie de l'électorat de Podemos est clairement et directement opposée au PP, voire à toute la droite ;
- L'autre partie de l'électorat de Podemos semble composée de personnes qui ne votent généralement pas, si bien que le parti mène le jeu en faisant entrer dans la danse de nouveaux électeurs.

### 2. Compte tenu de la capacité limitée du PP à enregistrer des gains durables, seule une alliance PSOE-PP-Cs pourrait contrer Podemos

Le Partido Popular est le seul autre parti dont les scores ne dépendent pas vraiment des autres, tout en étant en mesure de conserver une partie de ses gains dans les sondages, contrairement au PSOE et à Ciudadanos. Par conséquent, le PP est seul en lice pour contre-attaquer les initiatives de Podemos, le PSOE et Ciudadanos n'étant pas réellement capables d'aider à réduire le score de Podemos, ni d'accroître durablement leurs propres performances électorales. Toutefois, le poids lourd de la droite semble être dans une mauvaise posture, car le PP ne conserve que 20 % de toute progression dans les sondages après quinze jours, tandis que Podemos semble conserver durablement ses avancées.

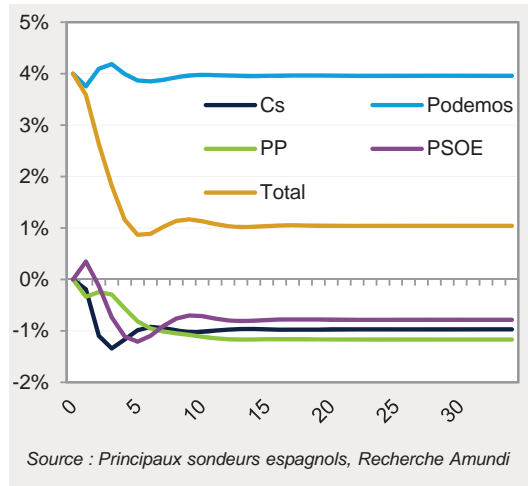
La seule stratégie viable pour que le PP stoppe l'essor de Podemos serait de conclure une alliance stratégique avec les deux autres partis (le PSOE et Ciudadanos), puisque tout compte fait ces derniers bénéficient à hauteur de plus de 25 % des gains du PP. En effet, toute progression du PP dans les sondages bénéficie en fin de compte (c'est-à-dire après deux semaines) au PP à hauteur de 20 %, au PSOE à hauteur de 15 % et à Ciudadanos à hauteur de 12,5 %, tandis que seul Podemos est perdant dans l'affaire (à hauteur de 65 %). On peut donc tirer deux leçons : (i) seul le PP est réellement en mesure de contrer Podemos (ni Ciudadanos, ni le PSOE), et (ii) cela bénéficie aussi aux adversaires qui ne peuvent pas contribuer à cette contre-attaque (Ciudadanos et PSOE).

## Conclusion

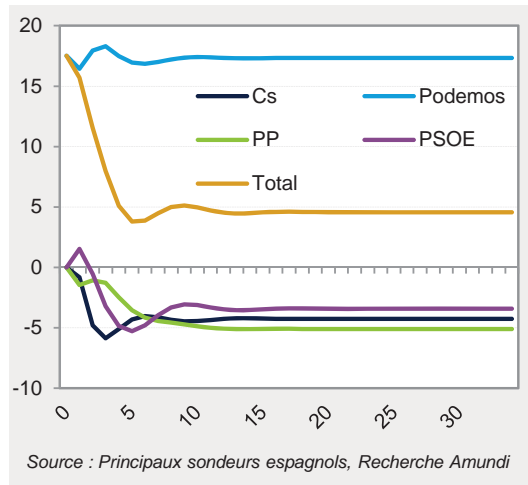
Si l'élection devait se tenir dans une quinzaine de jours, l'accroissement de 4 % de Podemos dans les sondages se traduirait par un gain de 17 sièges au Parlement tandis que les trois autres partis perdraient ensemble 12 sièges (voir graphique 1 à 8) :

- En effet, l'alliance de Podemos avec IU enlève 5 sièges aux petits partis au bénéfice des grands partis, ce qui aurait pour effet de marginaliser un peu plus les petits partis ;

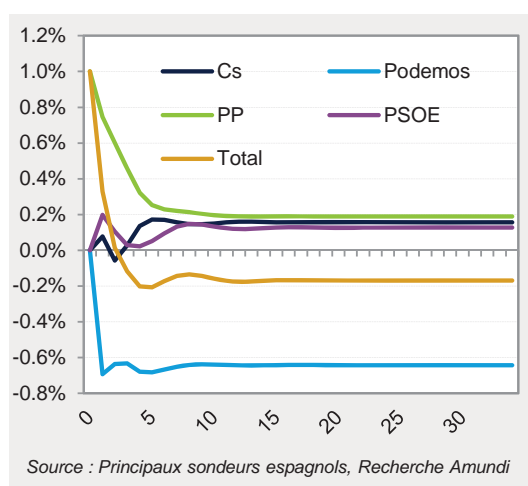
### 1 Impact d'un gain de 4 % par Podemos en voix



### 2 Impact d'un gain de 4 % par Podemos en sièges



### 3 Impact d'un gain de 1 % par PP en voix



- Tandis que Podemos gagnerait ces 17 sièges (pour atteindre 87 sièges), PSOE en perdrait 3 (descendant à 87), Ciudadanos 4 (descendant à 36) et Partido Popular 5 (descendant à 118).

**En toute logique, la première réaction à l'annonce de l'alliance Podemos-IU a été celle du leader du PP, Mariano Rajoy, qui s'est empressé de promettre des baisses d'impôts : l'objectif de contrer Podemos semble assez évident.**

Compte tenu de la dynamique globale des sondages qui mettent essentiellement en opposition Podemos et le PP, cette réaction semble très rationnelle : en effet, à moins d'une augmentation conséquente de la participation des électeurs opposés à Podemos ou d'une fuite vers les partis marginaux, l'essentiel (c'est-à-dire les trois quarts) de la progression de 4 % enregistrée par Podemos pourrait très bien se traduire par une perte combinée pour les trois autres concurrents (20 % du gain de Podemos pour le PSOE, 25 % pour Ciudadanos et 30 % pour le PP)<sup>1</sup>.

**Quinze jours devront probablement s'écouler avant que les sondages ne digèrent l'annonce de cette alliance et se stabilisent autour de leur nouvelle tendance, à moins que la contre-attaque du PP ne parvienne à saper cette initiative stratégique de Podemos.** En effet, le PP est le seul parti traditionnel capable d'éroder durablement le score de Podemos, même si finalement il ne devrait que peu en profiter lui-même (puisque Ciudadanos et le PSOE bénéficieront également de cette contre-attaque). Alors qu'il reste encore un mois avant les élections, le temps est compté pour le PP (s'il ne joue pas contre lui), puisque les reports de voix mis en évidence par les sondages plaident en faveur d'une alliance improbable PP-PSOE-Ciudadanos.

**> Un « modèle réduit » du système électoral espagnol**

**Pour un modèle du système électoral espagnol permettant de générer des prévisions, il faut deux volets indépendants : (i) une analyse de la dynamique des sondages et (ii) une règle pour une projection des votes en sièges parlementaires.**

- Le premier volet a pour but d'identifier l'impact d'événements spécifiques sur les scores des différents partis en lice, ainsi que sur les tendances ultérieures concernant les reports de voix ;
- Le deuxième volet vise à approximer le processus relativement compliqué d'allocation des sièges (basé sur la méthode d'Hondt aussi appliquée en Belgique et au Parlement européen) par une règle linéaire simple.

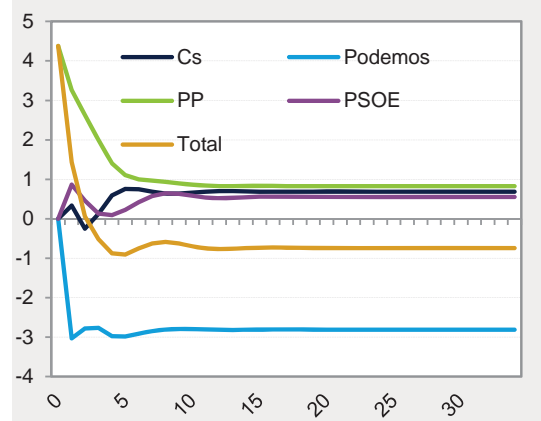
**Les sondages sont analysés grâce à un modèle vectoriel à correction d'erreur (VECM) qui met en évidence trois corrélations structurelles parmi les partis, autour desquelles se structurent des tendances de reports de voix<sup>1</sup> :**

- La première associe le Parti populaire (*Partido Popular* -PP) au Parti socialiste ouvrier espagnol (*Partido Socialista Obrero Español* - PSOE)  
 $pp = 1,5 \cdot psoe + 0,16 - 0,0075 \cdot tendance$  (a)
- La deuxième associe Podemos (Pod) au Parti socialiste ouvrier espagnol (PSOE)  
 $podemos = -5 \cdot psoe + 1,5 - 0,0015 \cdot tendance$  (b)
- La troisième associe Ciudadanos (Cs) au Parti populaire (PP)  
 $ciudadanos = -0,8 \cdot pp - 0,0004 \cdot tendance$  (c)

<sup>1</sup> Les données servant à estimer le VECM sont les scores des trois principaux instituts de sondage espagnols depuis février 2016 lissés sur cinq sondages pour corriger les biais, avec un intervalle de 1,33 jour en moyenne entre deux points de données.

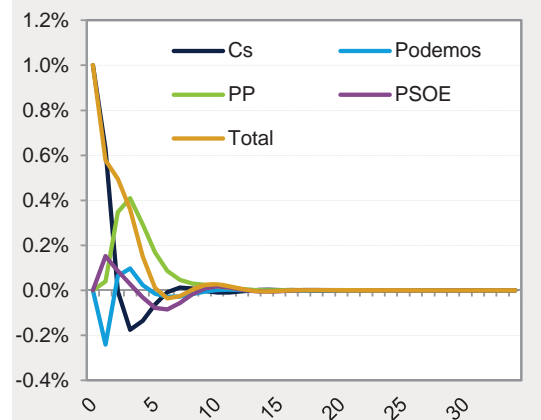
<sup>1</sup> Cette estimation donne l'impact maximal de la progression de Podemos dans la mesure où elle inclut les effets de « second tour » sur les scores des autres partis. Parallèlement, on peut considérer que l'alliance de Podemos et Izquierda Unida ne fait qu'ajouter quelques points de pourcentage au score de Podemos sans perte de voix pour les autres partis : on obtient alors l'impact minimal. Plus simplement, l'impact direct de l'alliance de Podemos avec IU met au moins la nouvelle liste sur un pied d'égalité avec le PSOE (il s'agit de l'impact minimal), tandis que si l'on prend en compte les effets de « second tour » sur l'ensemble de l'électorat, les scores de tous les autres partis diminuent, ce qui pourrait ainsi placer Podemos devant le PSOE.

**4 Impact d'un gain de 1 % par PP en sièges**



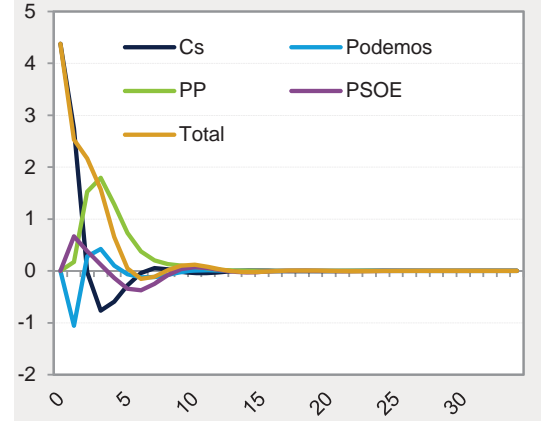
Source : Principaux sondages espagnols, Recherche Amundi

**5 Impact d'un gain de 1 % par Ciudadanos en voix**



Source : Principaux sondages espagnols, Recherche Amundi

**6 Impact d'un gain de 1 % par Ciudadanos en sièges**



Source : Principaux sondages espagnols, Recherche Amundi

**Un évènement affectant l'une de ces trois corrélations structurelles entraîne un déséquilibre qui modifie le score des autres partis (toutes choses égales par ailleurs) et met près de quinze jours à se stabiliser :**

- Le parti le moins sensible est Podemos, suivi par le PP, les scores de ces deux partis n'étant sensibles qu'aux évènements affectant la corrélation Ciudadanos-PP, tout particulièrement ce dernier ;
- Même si les scores du PSOE n'évoluent qu'après un évènement affectant la corrélation PP-PSOE, Ciudadanos est le parti le plus sensible, car ses scores peuvent être influencés par tous les autres partis en lice.

**En somme, ces élections semblent s'articuler autour de la confrontation entre un adversaire de gauche (Podemos), qui donne le ton, et une droite au pouvoir (PP), qui fait son possible pour le contrer :**

- L'impact sur tous les partis des évènements liés aux scores du PSOE et de Ciudadanos a tendance à se dissiper (y compris pour le PSOE et Ciudadanos) après deux semaines : toute progression n'est donc que passagère pour ces deux partis.
- Après un évènement positif pour le PP, le parti ne conserve que de 20 % de ce gain positif deux semaines plus tard, tandis que le PSOE et Ciudadanos progressent respectivement de 12 % et 15 % de ce gain, et Podemos recule de 65 %.
- Tous les gains enregistrés par Podemos restent intacts deux semaines après, alors que tous les autres partis cèdent du terrain : PSOE (-20 % de ce gain), Ciudadanos (-25 %) et PP (-30 %) : c'est donc Podemos qui donne le « la ».

**Dans un deuxième temps, les sondages peuvent être traduits en sièges parlementaires grâce à une approximation linéaire de la méthode du scrutin proportionnel plurinominal (méthode d'Hondt) autour d'un seuil de 6 %<sup>2</sup> :**

- Tout parti avec au moins 6 % des voix obtient un nombre de sièges plus que proportionnel à son score électoral :

$$\text{sièges} = 1,25 \cdot \text{votes} - 0,04 \quad (d)$$

- Tout parti avec moins de 6 % des voix obtient un nombre de sièges moins que proportionnel à son score électoral :

$$\text{sièges} = 0,80 \cdot \text{votes} - 0,02 \cdot \text{IU} + 0,008 \cdot \text{ERC} + 0,05 \cdot \text{PNV} \quad (e)$$

**Les prévisions de sièges de Podemos avec et sans les votes d'IU mettent en évidence le passe-passe électoral employé : faire passer les voix d'IU au-dessus du seuil de 6 % pour obtenir un quart des sièges au Parlement et permettre à la gauche d'y obtenir une majorité :**

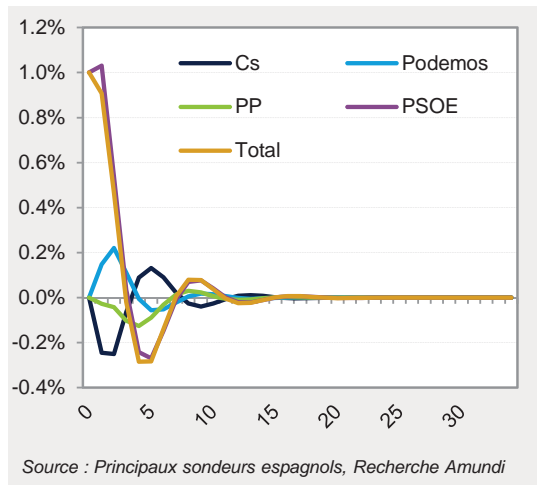
- À lui seul, avec son score de 20 %, Podemos ne peut obtenir qu'environ 70 sièges (c'est-à-dire un cinquième) en raison de la concentration de ses électeurs dans quelques bastions et donc une base géographique plus réduite ;
- Avec les 4 % de voix supplémentaires apportées par IU, Podemos pourrait remporter 25 % du scrutin et gagner au moins un quart des sièges, faisant ainsi jeu égal avec le PSOE et donnant à la gauche une (quasi-) majorité.

**Si l'élection devait se tenir dans une quinzaine de jours, l'accroissement de 4 % de Podemos dans les sondages se traduirait par un gain de 17 sièges au Parlement tandis que les trois autres partis perdraient ensemble 12 sièges (voir graphique 1 à 8) :**

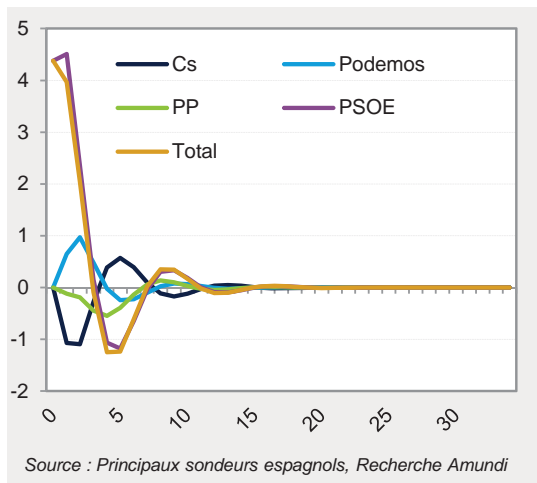
- En effet, l'alliance de Podemos avec IU enlève 5 sièges aux petits partis au bénéfice des grands partis, ce qui aurait pour effet de marginaliser un peu plus les petits partis ;
- Tandis que Podemos gagnerait ces 17 sièges (pour atteindre 87 sièges), PSOE en perdrait 3 (descendant à 87), Ciudadanos 4 (descendant à 36) et Partido Popular 5 (descendant à 118).

<sup>2</sup>Pour une présentation générale de la méthode d'Hondt et plus particulièrement en Espagne, consulter : [https://en.wikipedia.org/wiki/Elections\\_in\\_Spain](https://en.wikipedia.org/wiki/Elections_in_Spain). L'approximation linéaire présentée ici est une estimation reposant sur les résultats des dix élections législatives organisées depuis 1982 (y compris celles de l'année dernière). En dessous du seuil de 6 %, des effets fixes sont introduits dans l'analyse de régression pour prendre en compte les spécificités de deux grands partis régionaux, la Gauche républicaine de Catalogne (Esquerra Republicana de Catalunya — ERC) et le parti nationaliste basque (Partido Nacionalista Vasco — PNV), ainsi que la Gauche unie (Izquierda Unida — IU, l'ancien parti communiste et nouvel allié de Podemos). Pour obtenir le nombre absolu de sièges pour chaque équation, il suffit de multiplier le pourcentage obtenu par 350, nombre total de sièges.

**7 Impact d'un gain de 1 % par PSOE en voix**



**8 Impact d'un gain de 1 % par PSOE en sièges**



## 3 Les élections présidentielles vont-elles interférer avec les décisions du FOMC ?

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*  
ROBERTA FORTES, *Stratégie et Recherche Économique*

« Policymakers, academics, and other informed observers around the world have reached broad consensus that the goals of monetary policy should be established by the political authorities, but the conduct of monetary policy in pursuit of these goals should be free of political influence. »<sup>1</sup>

L'influence de la vie politique sur l'économie est plus que jamais d'actualité et a été l'objet de débats récurrents dans la littérature ces dernières décennies. En particulier, les économistes du milieu des années 1970 se sont penchés sur la question de savoir si les politiciens manipulaient d'une façon ou d'une autre les politiques budgétaire et monétaire pour favoriser leur réélection. Cette littérature baptisée « *Political Business Cycle* » a évolué depuis et une partie de celle-ci s'est attelée à déterminer les implications des pressions politiques sur les décisions de politique monétaire notamment pour les économies développées<sup>2</sup> et en particulier les années d'élection.

Ce thème est d'autant plus intéressant que les élections présidentielles américaines approchent à grands pas (8 novembre). Il est presque certain que les deux principaux partis désigneront comme candidats Donald Trump et Hillary Clinton (les conventions nationales se tiendront mi-juillet). L'économie reste, selon les sondages, le sujet que les Américains veulent voir traiter en priorité par leur futur président. Les principaux candidats ont, d'ailleurs, déjà explicité plusieurs propositions pour revoir le système fiscal, ce qui devrait avoir un impact direct sur la croissance. (cf. tableau ci-dessous).

### Propositions fiscales par les candidats républicains et démocrates

#### Tranches fiscales proposées par Donald Trump

Revenu ordinaire	Gains en capital et dividendes	Déclarants célibataires	Déclarants mariés	Chef de ménage
0 %	0 %	\$0 to \$25,000	\$0 to \$50,000	\$0 to \$37,500
10 %	0 %	\$25,001 to \$50,000	\$50,001 to \$100,000	\$37,501 to \$75,000
20 %	15 %	\$50,001 to \$150,000	\$100,001 to \$300,000	\$75,001 to \$225,000
25 %	20 %	\$150,001 and up	\$300,001 and up	\$225,001 and up

#### Tranches fiscales proposées par Hillary Clinton

Revenu ordinaire	Gains en capital et dividendes	Déclarants célibataires	Déclarants mariés	Chef de ménage
10 %	0 %	\$0 to \$9,275	\$0 to \$18,550	\$0 to \$13,250
15 %	0 %	\$9,275 to \$37,650	\$18,550 to \$75,300	\$13,250 to \$50,400
25 %	15 %	\$37,650 to \$91,150	\$75,300 to \$151,900	\$50,400 to \$130,150
28 %	15 %	\$91,150 to \$190,150	\$151,900 to \$231,450	\$130,150 to \$210,800
33 %	15 %	\$190,150 to \$413,350	\$231,450 to \$413,350	\$210,800 to \$413,350
35 %	15 %	\$413,350 to \$415,050	\$413,350 to \$466,950	\$413,350 to \$441,000
39.6 %	20 %	\$415,050 to \$5 million	\$466,950 to \$5 million	\$441,000 to \$5 million
43.6 %	24 %	\$5 million and above	\$5 million and above	\$5 million and above

Source : Tax Foundation, Recherche Amundi

### L'essentiel

Depuis le lancement du processus de normalisation de la politique monétaire de la Fed fin 2015, les investisseurs anticipent de nouvelles hausses des taux en 2016. Après les perturbations subies par les marchés en début d'année, les membres du FOMC ont révisé à la baisse leurs projections de *fed funds* (et ce sur tous les horizons), mais ils anticipent toujours deux relèvements de taux, alors que le marché ne table que sur une seule hausse. La décision de relever ou non les taux ainsi que le *timing* de cette décision dépendront de plusieurs facteurs, en particulier l'élection présidentielle américaine. En effet, il est coutume de dire que la Fed déploie une politique monétaire plus accommodante avant les échéances électorales.

En passant en revue l'historique des élections et des décisions de politique monétaire, nous mettons en évidence que l'indépendance de la Fed ne pouvait pas être remise en question lorsque les *fed funds* étaient le seul instrument à sa disposition. Le constat est bien plus discutable en ce qui concerne la période durant laquelle la Fed a eu recours à la politique d'assouplissement quantitatif, qui est un outil bien plus controversé. Qu'il s'agisse d'une coïncidence ou non, la Fed a dernièrement fait valoir son indépendance à de très nombreuses reprises. Ainsi, malgré tous les obstacles auxquels elle est confrontée (économiques et politiques), elle ne devrait pas hésiter à poursuivre son cycle de durcissement avant l'élection si les conditions sont réunies. En partie, au nom de son indépendance.

<sup>1</sup> <http://www.federalreserve.gov/faqs/why-is-it-important-to-separate-federal-reserve-monetary-policy-decisions-from-political-influence.htm>

<sup>2</sup> Pour plus d'informations sur le « *Political Business Cycle* » c.f. Norddhauss, W. (1975), Rogoff, K. (1990) and Alesina et al. (1992).



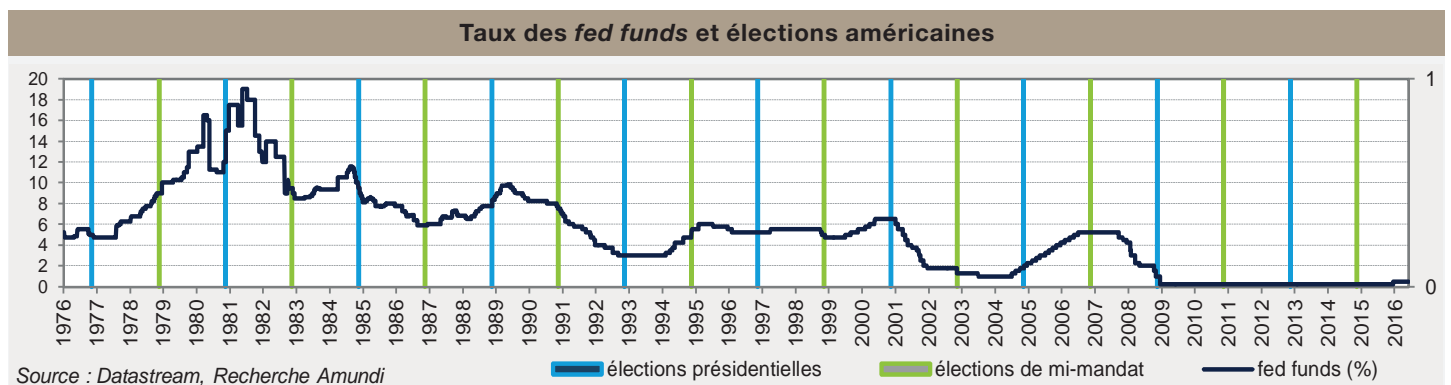
L'élection présidentielle de 2016 arrive dans un contexte très difficile pour la Fed, qui a eu jusqu'ici, beaucoup de mal à réaliser la normalisation monétaire qu'elle souhaitait. Les projections de *fed funds* des membres du FOMC (les « dots ») ont été revues à la baisse de façon quasi continue et la première hausse de taux (qui est intervenue en décembre) a été repoussée de nombreuses fois. Pour le moment, les membres du FOMC attendent deux hausses de *fed funds* en 2016 tandis que les marchés n'en attendent qu'une seule. La nécessité ou non de remonter à nouveau fait couler beaucoup d'encre, tant les obstacles sont nombreux sur le chemin du FOMC : croissance relativement faible, vote britannique sur l'appartenance à l'Union Européenne, dépréciation du renminbi dont le timing est difficile à prévoir. Évidemment, une grande question se pose : les élections vont-elles interférer avec les décisions du FOMC ?

Alors que la Fed réaffirme régulièrement son indépendance (voir la citation en début de texte), le sujet ne cesse de faire débat. Quelques études empiriques ont suggéré que le FOMC était plus accommodant l'année précédant les élections présidentielles « toutes choses égales par ailleurs »<sup>3</sup> mais celles-ci, elles se basaient sur des échantillons de données plutôt anciens et se concentraient sur des périodes où le principal outil de politique monétaire était les *fed funds*.

**Dans ce contexte, nous avons donc décidé de rappeler certains faits objectifs sur les décisions du FOMC en période électorale. Dans les deux tableaux page suivante, nous avons indiqué toutes les décisions du FOMC prises 6 mois avant et 6 mois après les élections présidentielles et les élections de mi-mandat.**

Voici quelques éléments clés :

- Les élections présidentielles de 1992 sont intervenues à la fin d'un cycle d'assouplissement.
- Les élections présidentielles de 1996 sont intervenues pendant une période de stabilité des *fed funds*. Le FOMC a décidé de relever les *fed funds* 6 mois après les élections (hausse ponctuelle).
- Les élections présidentielles de 2000 sont intervenues à la fin d'un cycle de resserrement et avant le début d'un cycle d'assouplissement.
- En 2004, les élections présidentielles n'ont pas empêché le FOMC de poursuivre son cycle de resserrement.
- En 2008, les élections présidentielles n'ont pas empêché le FOMC de poursuivre son cycle d'assouplissement, mais l'outil de politique a changé après les élections : **baisses des taux avant les élections, QE1 après les élections.**
- En 2010, le FOMC a annoncé le programme de QE2 **le jour qui a suivi les élections de mi-mandat.**
- En 2012, le FOMC a décidé d'acheter des MBS **un mois avant les élections présidentielles et il a ajouté les titres du Trésor aux achats mensuels un mois après les élections (QE3).**
- En 2014, les élections de mi-mandat sont intervenues après la période de « tapering » du QE3, qui s'est étalé sur toute une année.



<sup>3</sup> Cf. Abrams, B. and Iossifov, P. (2006) and Funashima, Y. (2013).



### Taux des fed funds et élections présidentielles

1976 : Jimmy Carter		1980 : Ronald Reagan		1984 : Ronald Reagan		1988 : George Bush		1992 : Bill Clinton	
18/05/1976	4,88	06/05/1980	16,00	31/01/1984	9,38	29/03/1988	6,75	05/02/1992	4,00
22/06/1976	5,50	20/05/1980	11,25	27/03/1984	10,50	17/05/1988	7,00	31/03/1992	4,00
20/07/1976	5,50	09/07/1980	11,25	22/05/1984	10,50	30/06/1988	7,50	19/05/1992	3,75
17/08/1976	5,50	12/08/1980	11,00	17/07/1984	11,00	16/08/1988	7,75	01/07/1992	3,25
21/09/1976	5,50	16/09/1980	11,00	21/08/1984	11,56	20/09/1988	7,75	18/08/1992	3,25
19/10/1976	5,00	21/10/1980	12,00	02/10/1984	10,56	01/11/1988	7,75	06/10/1992	3,00
02/11/1976*		04/11/1980*		06/11/1984*		08/11/1988*		03/11/1992*	
16/11/1976	5,00	18/11/1980	15,00	07/11/1984	9,50	14/12/1988	8,69	17/11/1992	3,00
21/12/1976	4,75	26/11/1980	15,00	18/12/1984	8,75	08/02/1989	9,00	22/12/1992	3,00
18/01/1977	4,75	05/12/1980	15,00	13/02/1985	8,25	28/03/1989	9,75	03/02/1993	3,00
15/02/1977	4,75	12/12/1980	15,00	26/03/1985	8,63	16/05/1989	9,81	23/03/1993	3,00
15/03/1977	4,75	19/12/1980	17,50	21/05/1985	7,75	06/07/1989	9,31	18/05/1993	3,00
19/04/1977	4,75	03/02/1981	17,50	10/07/1985	7,75	22/08/1989	9,00	07/07/1993	3,00
1996 : Bill Clinton		2000 : George W. Bush		2004 : George W. Bush		2008 : Barack Obama		2012 : Barack Obama	
31/01/1996	5,25	02/02/2000	5,75	28/01/2004	1,00	30/04/2008	2,00	13/03/2012	0,25
26/03/1996	5,25	21/03/2000	6,00	16/03/2004	1,00	25/06/2008	2,00	25/04/2012	0,25
21/05/1996	5,25	16/05/2000	6,50	04/05/2004	1,00	05/08/2008	2,00	20/06/2012 <sup>B</sup>	0,25
03/07/1996	5,25	28/06/2000	6,50	30/06/2004	1,25	16/09/2008	2,00	01/08/2012	0,25
20/08/1996	5,25	22/08/2000	6,50	10/08/2004	1,50	07/10/2008	1,50	13/09/2012 <sup>C</sup>	0,25
24/09/1996	5,25	03/10/2000	6,50	21/09/2004	1,75	29/10/2008	1,00	24/10/2012	0,25
05/11/1996*		07/11/2000*		02/11/2004*		05/11/2008*		06/11/2012*	
13/11/1996	5,25	15/11/2000	6,50	10/11/2004	2,00	16/12/2008	0,25	12/12/2012 <sup>D</sup>	0,25
17/12/1996	5,25	19/12/2000	6,50	14/12/2004	2,25	28/01/2009	0,25	30/01/2013	0,25
05/02/1997	5,25	03/01/2001	6,00	02/02/2005	2,50	18/03/2009 <sup>A</sup>	0,25	20/03/2013	0,25
25/03/1997	5,50	31/01/2001	5,50	22/03/2005	2,75	29/04/2009	0,25	01/05/2013	0,25
20/05/1997	5,50	20/03/2001	5,00	03/05/2005	3,00	24/06/2009	0,25	19/06/2013	0,25
02/07/1997	5,50	18/04/2001	4,50	30/06/2005	3,25	12/08/2009	0,25	31/07/2013	0,25

### Taux des fed funds et élections de mi-mandat

1978		1982		1986		1990		1994	
20/06/1978	7,50	02/02/1982	14,00	12/02/1986	7,75	07/02/1990	8,25	04/02/1994	3,25
18/07/1978	7,75	30/03/1982	14,00	01/04/1986	7,25	27/03/1990	8,25	22/03/1994	3,50
15/08/1978	7,75	18/05/1982	12,50	20/05/1986	6,75	15/05/1990	8,25	17/05/1994	4,25
08/09/1978	8,25	01/07/1982	12,50	09/07/1986	6,88	03/07/1990	8,25	06/07/1994	4,25
19/09/1978	8,25	24/08/1982	9,00	19/08/1986	6,31	21/08/1990	8,00	16/08/1994	4,75
17/10/1978	8,75	05/10/1982	10,00	23/09/1986	5,88	02/10/1990	8,00	27/09/1994	4,75
07/11/1978*		02/11/1982*		04/11/1986*		06/11/1990*		08/11/1994*	
21/11/1978	9,00	16/11/1982	9,50	05/11/1986	5,88	13/11/1990	7,50	15/11/1994	5,50
19/12/1978	9,00	21/12/1982	8,50	16/12/1986	6,00	18/12/1990	7,00	20/12/1994	5,50
06/02/1979	10,00	09/02/1983	8,50	11/02/1987	6,00	06/02/1991	6,25	01/02/1995	6,00
02/03/1979	10,00	29/03/1983	8,63	31/03/1987	6,00	26/03/1991	6,00	28/03/1995	6,00
20/03/1979	10,00	24/05/1983	8,63	19/05/1987	6,50	14/05/1991	5,75	23/05/1995	6,00
17/04/1979	10,00	13/07/1983	9,25	07/07/1987	6,62	03/07/1991	5,75	06/07/1995	5,75
1998		2002		2006		2010		2014	
31/03/1998	5,50	30/01/2002	1,75	28/03/2006	4,75	27/01/2010	0,25	19/03/2014 <sup>F</sup>	0,25
19/05/1998	5,50	19/03/2002	1,75	10/05/2006	5,00	16/03/2010	0,25	30/04/2014 <sup>F</sup>	0,25
01/07/1998	5,50	07/05/2002	1,75	29/06/2006	5,25	28/04/2010	0,25	18/06/2014 <sup>F</sup>	0,25
18/08/1998	5,50	26/06/2002	1,75	08/08/2006	5,25	23/06/2010	0,25	30/07/2014 <sup>F</sup>	0,25
29/09/1998	5,25	13/08/2002	1,75	20/09/2006	5,25	10/08/2010	0,25	17/09/2014 <sup>F</sup>	0,25
15/10/1998	5,00	24/09/2002	1,75	25/10/2006	5,25	21/09/2010	0,25	29/10/2014 <sup>F</sup>	0,25
03/11/1998*		05/11/2002*		07/11/2006*		02/11/2010		04/11/2014*	
17/11/1998	4,75	06/11/2002	1,25	12/12/2006	5,25	03/11/2010 <sup>E</sup>	0,25	17/12/2014	0,25
22/12/1998	4,75	10/12/2002	1,25	31/01/2007	5,25	14/12/2010	0,25	28/01/2015	0,25
03/02/1999	4,75	29/01/2003	1,25	21/03/2007	5,25	26/01/2011	0,25	18/03/2015	0,25
30/03/1999	4,75	18/03/2003	1,25	09/05/2007	5,25	15/03/2011	0,25	29/04/2015	0,25
18/05/1999	4,75	06/05/2003	1,25	28/06/2007	5,25	27/04/2011	0,25	17/06/2015	0,25
30/06/1999	5,00	25/06/2003	1,00	07/08/2007	5,25	22/06/2011	0,25	29/07/2015	0,25

\* Dates des élections

A : La Fed annonce l'achat d'un montant de \$300 Md de bonds américains (QE1) — B : Programme d'extension de maturité (Operation Twist) — C : La Fed annonce l'achat d'un montant mensuel de \$40 Md de MBS (QE3) — D : La Fed annonce l'achat d'un montant de \$45 Md de bonds américains en plus des achats de MBS (QE3) — E : La Fed annonce l'achat d'un montant de \$600 bn de bonds américains (QE2) — F : La Fed annonce le ralentissement des achats d'actifs (Q3 tapering)

Source : Federal Reserve Bank, Recherche Amundi

Tout compte fait, il semble que l'agenda politique n'influe pas tellement sur le calendrier des décisions de politique monétaire de la Fed. Objectivement, durant la période où la politique monétaire a été principalement menée par le biais des *fed funds*, nous ne pouvons pas réellement mettre en évidence d'hésitations particulières de la part du FOMC à resserrer ou assouplir sa politique monétaire. La plupart du temps, elle continue la politique qu'elle était en train de mener. **Toutefois, les choses semblent moins évidentes en période de Quantitative Easing (QE), cet outil étant bien plus controversé.** Les Républicains se sont montrés particulièrement virulents au sujet de l'utilisation de cet outil. Par conséquent le fait que le QE1 ait été annoncé juste après les élections présidentielles de 2008 (avant cela, il n'y avait que des baisses de taux); que le QE2 ait été lancé le jour suivant les élections de mi-mandat en novembre 2010 (il existait avant cette date un consensus de marché quant au besoin d'un assouplissement supplémentaire de la Fed); que le QE3 ait été annoncé en deux étapes (MBS avant les élections présidentielles de 2012, titres du Trésor américains après) ou que le QE3 ait pris fin juste avant les élections de mi-mandat en 2014, pose la question de savoir si le FOMC a délibérément effectué certaines annonces après les élections.

**La Fed a été au centre du débat politique ces derniers trimestres,** plusieurs candidats républicains s'étant montrés favorables à une limitation de l'indépendance de la Fed et Donald Trump s'étant prononcé en faveur d'un remplacement de Janet Yellen dans l'hypothèse où il serait élu. De leur côté, les candidats démocrates Hillary Clinton et Bernie Sanders, souhaitent empêcher les banquiers de faire partie du board des 12 Fed régionales et y inclure davantage de représentants syndicaux. De plus, la Chambre des Représentants a adopté en novembre la loi HR3189 « *Fed Oversight Reform and Modernization Act* » imposant à la Fed d'établir une formule mathématique (« *directive policy rule* ») régissant la façon dont le FOMC ajuste sa politique monétaire. Janet Yellen est farouchement opposée à cette proposition.

Étant donné que les membres du Board et les employés de la Fed sont plutôt orientés démocrates et que l'indépendance de la Fed est lourdement remise en cause par les Républicains, les membres du FOMC souhaitent plus que jamais afficher leur impartialité et ne souhaitent probablement pas laisser les élections interférer avec leurs décisions. Ces derniers mois, la Fed a largement communiqué sur son indépendance (« *Does the Fed get audited?* » est ce que l'on voit en premier lorsque l'on visite le site internet de la Fed) En particulier, le président de la Fed de Saint-Louis James Bullard a déclaré récemment: "Je ne pense pas qu'un changement à la Maison Blanche aura une incidence sur la politique de la Fed," [...] "J'espère de tout cœur qu'aucun des candidats n'a pour objectif de politiser la Fed". Cela pourrait constituer l'une des raisons pour lesquelles la Fed pourrait poursuivre son cycle de durcissement avant l'élection.



Objectivement, durant la période où la politique monétaire a été principalement menée par le biais des *fed funds*, nous ne pouvons pas réellement mettre en évidence d'hésitations particulières de la part du FOMC à resserrer ou assouplir sa politique monétaire. Toutefois, les choses semblent moins évidentes en période de *Quantitative Easing*, cet outil étant bien plus controversé



Les membres du FOMC souhaitent plus que jamais afficher leur impartialité et ne souhaitent probablement pas laisser les élections interférer avec leurs décisions



## 4 Politique budgétaire : le ministère des Finances japonais dans la tourmente

MAHFOUD DELAL, *Stratégie et Recherche Économique*

Consolidation ou relance budgétaire ? Diminution ou augmentation des émissions d'obligations ? Mise en œuvre de davantage de mesures exceptionnelles de stimulation fiscale ?

Un nombre de plus en plus important de signaux nous fait penser que le gouvernement semble être décidé à adopter une politique budgétaire plus expansionniste, ce qui irait à l'encontre de son objectif initial de consolidation budgétaire visant à équilibrer le budget avant l'année 2020. Les efforts de consolidation budgétaire qui ont été réalisés jusqu'à maintenant, visibles au premier abord, sont en fait justifiés par les recettes provenant de la taxe sur les sociétés suite à la croissance spectaculaire des profits dont nous avons été témoins depuis le début de la politique Abenomics. Cette augmentation des recettes a tout de même été accompagnée d'une réduction des nouvelles émissions d'obligations. Cependant, les dépenses publiques, elles, n'ont pas été réduites. Aussi, afin de stimuler son économie, l'important étant la croissance du budget plutôt que son niveau à une période donnée, le budget initial est plus important pour l'année fiscale en cours. L'allocation au service de la dette augmentera de 0,7 %, alors que celle allouée aux dépenses ciblées gonflera de 0,3 % par rapport à l'exercice précédent.

Dans l'éventualité où une politique budgétaire plus souple serait adoptée, le gouvernement serait amené à revenir sur sa décision de réduire les montants d'émissions obligataires. Ceci pourrait poser problème si la demande d'obligations d'État (JGB) finissait par être impactée par la mise en place de taux négatifs décidée en janvier. En effet, même si la Banque du Japon rachète une grande partie des titres sur le marché secondaire, le fait que les rendements soient négatifs pour les maturités longues est susceptible de rebuter un certain nombre d'investisseurs. La demande des non-résidents, telle que celle de la Chine, qui est le détenteur étranger le plus important d'emprunts d'État japonais, continuera d'être soutenue grâce à la possibilité d'emprunter des yens à moindre coût. En effet dans un environnement de taux d'intérêt bas, le rendement sur les obligations d'État japonais est négatif mais est rehaussé par la différence entre les coûts de prêt du dollar et d'emprunt du yen, qui devrait s'amplifier dans le futur avec la divergence de politique entre les banques centrales américaine et japonaise. De plus, depuis la mise en œuvre des taux d'intérêt négatifs le 29 janvier 2016, le taux de couverture des émissions sur le marché primaire résiste et la demande ne semble pas flancher. Sur le marché secondaire, la demande reste soutenue grâce aux non-résidents et évidemment à la BoJ. En conclusion, le gouvernement pourra continuer à se financer à des taux très bas ou négatifs dans l'hypothèse où il adopterait une politique budgétaire expansionniste.

D'après une estimation du Cabinet Office, les dégâts du tremblement de terre de Kyushu survenus en avril s'élèveraient à entre 2,4 et 4,6 trillions de yens. Ceci représente indéniablement un coup dur pour l'économie locale, qui a poussé le gouvernement à débloquer une aide exceptionnelle de 778 Mds de yen pour aider les habitants et les entreprises de la région. Ces dépenses du gouvernement devraient bénéficier à certaines entreprises dans les secteurs de la construction et des matières premières. Cet événement tragique a vraisemblablement eu un impact négatif sur le sentiment des ménages et des entreprises. Cependant, les entreprises les plus influentes de la région, telles que Toyota ou Sony, ont repris une activité normale et de façon plus générale, la production du pays a augmenté de 0,3 % en avril, soulignant les effets limités de cet événement. Par ailleurs, ces mesures exceptionnelles étant d'un montant relativement limité et étant spécifiquement destinées à dédommager les préjudices liés au tremblement de terre, nous pouvons nous attendre à un autre ensemble de mesures plus important qui pourrait avoisiner les 10 trillions de yens sur l'année fiscale en cours, afin de ne pas dévier de l'objectif initial de donner un coup de fouet à la croissance de long terme. Cette hypothèse nous amène à une estimation des dépenses totales destinées à accélérer l'économie aux alentours de deux points de PIB.

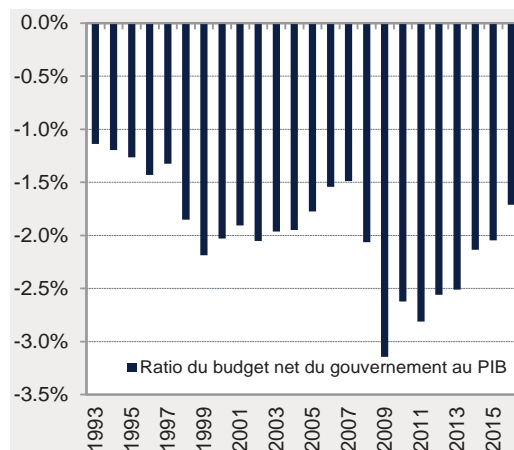
### L'essentiel

**Le Japon est à un moment clé de son histoire politique. La décision de reporter une seconde fois l'augmentation de la taxe à la consommation est décisive pour l'avenir du gouvernement Abe. Avec le risque pour lui de perdre en crédibilité, son choix implique d'autres interrogations relatives à la capacité de poursuivre la stratégie prévue depuis le début de son premier mandat.**

De façon plus générale, un revirement de stratégie en ce qui concerne la consolidation budgétaire dans le but d'éviter de pénaliser la croissance, serait contraire au discours tenu par le premier ministre Abe depuis son arrivée au pouvoir. Cependant, cette solution apparaît inéluctable en raison de la faiblesse des performances économiques du pays.

“ Le gouvernement a intensifié ses dépenses axées sur la croissance et vise à faciliter le travail des femmes, les soins aux personnes âgées et une société plus productive ”

### 1 Déficit du gouvernement en part du PIB



Source : MoF, Recherche Amundi



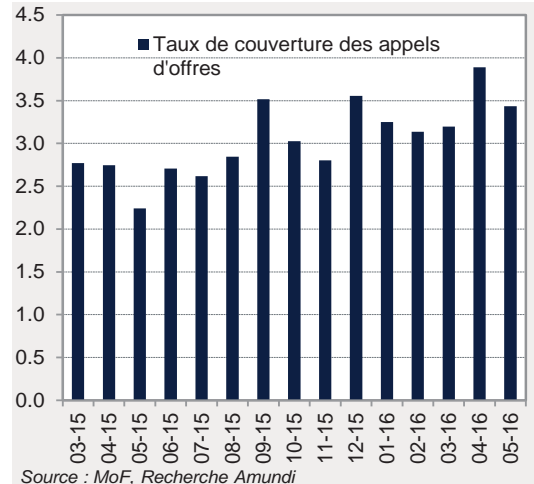
Pour l'année fiscale 2016, le budget initial du gouvernement a augmenté de 0,4 % d'une année sur l'autre. Malgré le discours du gouvernement annonçant qu'il se concentrerait sur le climat économique et financier pour la constitution de son budget pour l'année fiscale 2016, la part destinée à la Défense va continuer de croître (+1,5 %). Alors que ces dépenses sont considérées comme essentielles afin que le Japon consolide sa position en vue de protéger son territoire, elles ne bénéficieront pas aux réformes structurelles. Les autres postes où des allocations plus importantes sont prévues sont conformes avec la stratégie générale avec +3,6 % dans le secteur de l'énergie et +1,4 % pour le poste le plus coûteux de tous, à savoir la sécurité sociale (43,7 % du total en excluant le service de la dette). Ce montant inclut une enveloppe de 231,5 milliards de yens destinée à éviter que des employés soient obligés de quitter leur emploi pour prendre soin de personnes âgées de leur entourage et pour atteindre un taux de fécondité de 1,8 avant 2025. Le taux de fécondité est, en effet, à son plus haut niveau depuis 21 années avec une augmentation de 0,04 % en 2015 permettant d'atteindre 1,46 enfant par femme. Cependant, une diminution du nombre de femmes en âge de procréer pourrait remettre en cause l'effet de cette embellie. Les montants alloués à d'autres axes de croissance tels que le tourisme, l'« internet des objets » (IoT), la robotisation ou encore les subventions pour faire progresser la redynamisation régionale se partageraient 135.1 milliards de yens. Ce montant peut paraître faible au vu du budget total qui est colossal. Cependant, le complexe budgétaire prévoit aussi des allocations supplémentaires à travers des comptes dits spéciaux qui sont établis quand le gouvernement souhaite que la comptabilité soit maintenue séparément du compte général A titre d'exemple, 200 Mrd de yen permettront aux banques d'accorder plus facilement leurs services de garantie comme les crédits documentaires à des petites entreprises souhaitant se développer à l'étranger. Bien que le montant de ses comptes spécifiques reste plutôt constant d'une année à l'autre, cela mérite d'être mentionné compte tenu de leurs cibles ainsi que de leur montant assez conséquent (8.6 trillions de yens pour l'année fiscale 2016).

L'annonce publique d'un second report de l'augmentation de la taxe à la consommation de 8 % à 10 % a été finalement été faite, reportant l'échéance à octobre 2019. Une augmentation de taxe accompagnée d'une trajectoire de croissance nominale de 3.0 % aurait réduit le déficit de la balance primaire du pays à 6,5 trillions de yens d'ici 2020 (ratio du budget net rapporté au PIB de -2 % à -1,1 %) d'après le Cabinet Office alors que le doute plane quant à l'effet que pourrait avoir cette potentielle annulation temporaire de taxe. Une logique proche de théories telles que celle du revenu permanent ou encore celle de l'équivalence ricardienne, selon lesquelles les agents continueront d'épargner en prévision de futures hausses d'impôts, laissent penser que l'impact pourrait être faible. Les jeunes japonais qui supporteront le poids de la dette à long terme pourront s'exprimer lors des élections de la chambre haute prévues pour cet été et qui pour la première fois vont abaisser l'âge du droit de vote de 20 à 18 ans.

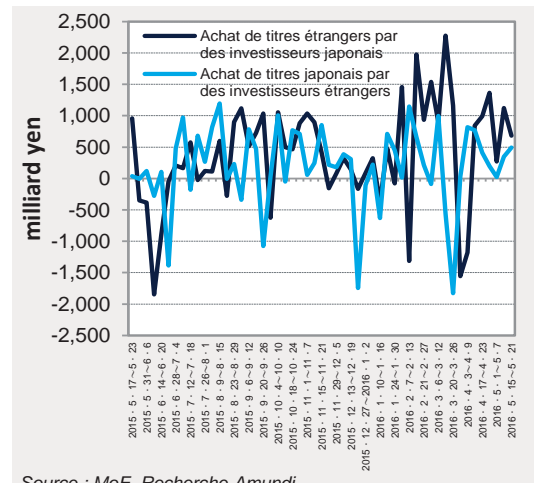
Toutefois, le sentiment des ménages et des sociétés sera sûrement impacté positivement et pourrait susciter une surprise positive visible à court terme. Un risque sous-jacent de cette décision est la possibilité d'une baisse de la note de crédit du pays qui a déjà été abaissée par les trois grandes agences internationales en 2014 ou en 2015. Ceci s'ajoutant au coût que pourrait avoir la mise en place des taux d'intérêt négatifs, qui à moyen ou plus long terme, réduiront les marges sur intérêts, le secteur bancaire risquerait de continuer à pâtir des mesures prises par les autorités. Une réduction d'un cran de la note de crédit du pays aurait en effet un impact sur leur activité, après l'expansion conséquente des opérations de prêt à l'étranger pour faire face à la diminution structurelle de la population.

Si le gouvernement souhaite relancer l'économie par la dépense publique, les dépenses exceptionnelles mises en place auront, au vu du budget initial qui a été annoncé, un rôle prépondérant. En effet, alors que le budget initial maintient et étend même les injections de liquidités légèrement au-delà des dépenses de l'année dernière, le budget supplémentaire pourra apporter à la croissance un soutien additionnel à condition que l'accroissement des dépenses se poursuive en 2017 et que ces dernières ne soient pas freinées par le report de l'augmentation de la taxe à la consommation.

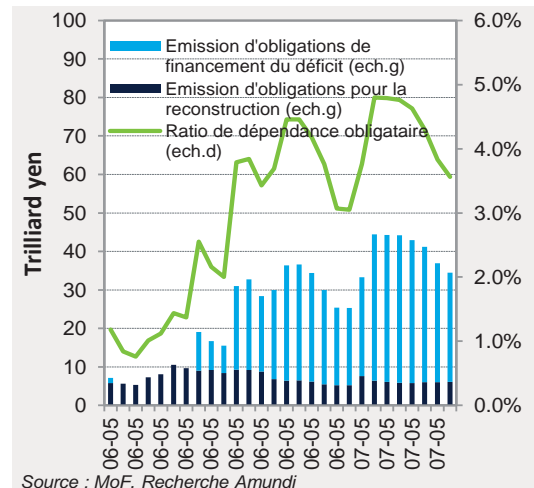
## 2 Taux de couverture des appels d'offres des obligations d'État à dix ans



## 3 Transaction internationale de titres de créance à long terme



## 4 Émissions d'obligations et ratio de dépendance aux obligations gouvernementales



## 5 Valorisations des obligations d'entreprise : reste-t-il une marge de manœuvre après le grand rebond ?

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique*

Dans l'édition de février de notre Cross Asset mensuel, nous nous sommes concentrés sur les niveaux atteints par les valorisations des obligations d'entreprise américaines: pour résumer, les *spreads* américains avaient alors renoué avec les niveaux correspondant à une récession, tandis que les *spreads* européens indiquaient aussi un scénario relativement négatif assimilable à un retour à la stagnation de la croissance européenne. Toutefois, dans les mois qui ont suivi, la situation s'est améliorée: des statistiques chinoises meilleures que prévu, le redressement des prix des matières premières et du pétrole, les mesures de « QE2 » de la BCE sont autant de facteurs ayant contribué au redressement des obligations d'entreprise à des niveaux plus en phase avec les tendances macroéconomiques actuelles. En mars, les obligations d'entreprise européennes ont fortement rebondi; elles ont continué en avril, bien que plus faiblement, tandis qu'en mai elles ont plutôt évolué dans une fourchette étroite. Les *spreads* des obligations d'entreprise notées BB se sont nettement resserrés depuis les pics de mi-février autour de 500 pb à tout juste plus de 300 pb fin avril (à l'heure où nous écrivons ils ont désormais remonté autour de 330 pb). De même, les *spreads* des titres B sont passés de plus hauts proches de 800 pb à environ 600 pb actuellement.

Après un rebond de cette ampleur, on est en droit de s'interroger quant à la marge de manœuvre restante pour un nouveau resserrement uniquement sur la base des valorisations. Les valorisations sont-elles déjà tendues? On peut aussi poser la même question pour les obligations HY américaines, pour lesquelles la reprise marquée a été plus attribuable au rebond des prix du pétrole et des matières premières, ainsi qu'aux déclarations accommodantes de la Fed, qu'aux mesures de la BCE. Nous tentons de répondre à ces questions ci-dessous.

### Commençons par le HY en euro

Depuis l'été dernier, l'écart entre les *spreads* réels et la juste valeur du *spread* des obligations HY européennes a continué de se creuser et a atteint le pic de 170 pb à la mi-février. Les chocs externes, à savoir la dévaluation de la devise chinoise et la chute vertigineuse des prix du pétrole, ainsi que le retour temporaire du risque idiosyncrasique, ont fait grimper les *spreads* à des niveaux qui n'étaient tout simplement pas justifiés par les résultats de notre analyse de régression sur la base des facteurs domestiques. La décorrélation des *spreads* par rapport à leur juste valeur a été particulièrement évidente en ce qui concerne les *spreads* souverains et les tendances des perspectives de croissance indiquées par les indicateurs macroéconomiques avancés. Les *spreads* souverains sont en fait relativement bas depuis l'été dernier, signe d'une résistance relativement marquée devant les craintes d'un atterrissage forcé en Chine et un risque extrême plus élevé en raison de la chute des prix du pétrole: parallèlement, les indices PMI ont continué d'indiquer une véritable croissance macroéconomique stable à près de 1,5 % dans l'UEM, malgré le retour des risques liés à la croissance mondiale. La corrélation avec l'indice PMI montre notamment qu'à leurs pics de janvier/février, les *spreads* du HY en euro impliquaient une absence de croissance ou une stagnation. La régression indique qu'au cours des années précédentes, un écart similaire entre la valeur réelle et la juste valeur des *spreads* a aussi été observé en décembre 2011, lorsque la crise souveraine battait son plein: à cette époque, la modicité du HY en euro avait atteint des niveaux similaires (160 pb par rapport à leur juste valeur).

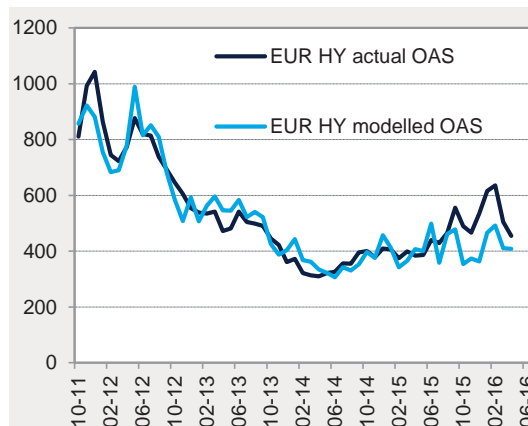
Le 10 mars dernier, la BCE a finalement déployé son très attendu arsenal complet de réponses politiques aux nouveaux risques posés par les chocs externes. Comme nous le savons, l'inclusion des obligations d'entreprise dans le programme d'achat de la BCE a surpris de nombreux investisseurs et fortement favorisé le rebond de cette classe d'actifs. Rebond qui a contribué à réduire l'écart entre la valeur réelle et la juste valeur des *spreads* du HY, qui n'est actuellement plus que de 50 pb. Par conséquent, compte tenu de l'association du risque systémique,

### L'essentiel

Cet article aborde la question des valorisations des obligations d'entreprise: suite au mouvement haussier à l'origine d'une importante compression des *spreads* après les pics de février-mars, nous nous sommes demandé si la prime de risque crédit actuelle pouvait déjà être considérée comme tendue, ou si elle offrait encore un potentiel de resserrement (lequel serait, quoi qu'il en soit, probablement plus limité).

Nul doute que par rapport aux pics du premier trimestre, les *spreads* correspondent plus à la situation réelle des fondamentaux et des facteurs techniques: leur juste valeur basée sur des études de régression n'a finalement pas beaucoup évolué ces derniers mois, et les mouvements des marchés ont simplement résorbé l'écart pré-existant. Toutefois, il subsiste des différences d'un côté à l'autre de l'Atlantique, ainsi qu'entre les segments HY et IG, voire même entre secteurs de la sphère IG. Au-delà de ces différences, l'environnement indique la performance devrait maintenant principalement provenir du yield carry.

### 1 L'écart entre les valorisations effectives et d'équilibre s'est réduit



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

de l'aversion au risque et des fondamentaux macroéconomiques, les *spreads* du HY en euro offrent toujours une prime positive, mais limitée. Parallèlement, même si les valorisations actuelles ne semblent pas encore excessives, il est clair que compte tenu du niveau absolu faible des rendements obligataires, le portage redevient la principale source de performances futures pour cette classe d'actifs. En revanche, nous devons aussi prendre en compte le fait que l'inclusion des obligations d'entreprise dans le programme d'achat de la BCE intervient alors que le rendement est négatif pour 30 % de la dette européenne et qu'il est nul pour 30 autres pour cent. Par conséquent, le risque que les *spreads* puissent devenir inférieurs à la juste valeur doit être envisagé.

### Passons maintenant à l'IG en euro

Depuis le 10 mars, les obligations d'entreprise non-financières ont surperformé les financières de la zone euro. Cela est principalement lié à deux facteurs. Tout d'abord, la BCE n'achète que de la dette non bancaire. Ensuite, même s'il semble peu probable à l'heure actuelle que la BCE procède à de nouvelles baisses de taux, les taux négatifs influencent très certainement l'opinion du marché quant aux perspectives bénéficiaires des établissements financiers. En revanche, nous devons considérer que les nouvelles opérations de refinancement à long terme (TLTRO) ont des impacts indirects positifs sur les financières en allégeant l'offre de nouvelles obligations bancaires face aux volumes de la demande. Par conséquent, outre leur incidence directe sur le passif des banques, les nouvelles mesures auront aussi des répercussions indirectes sur la qualité de leurs actifs. De plus, le resserrement des *spreads* des non-financières devrait aussi exercer des pressions baissières sur les *spreads* des banques à moyen terme.

Cela étant dit, si nous prenons en compte les effets des mouvements de marché depuis le 10 mars, jusqu'à présent, les principaux bénéficiaires des mesures sont les obligations non-financières : à l'heure où nous écrivons, les *spreads* des non-financières notées BBB se sont resserrés de 35 pb, tandis que ceux des financières de même notation se sont resserrés en moyenne de seulement 12 pb, passant de 230 pb à 218 pb. Les entreprises notées A ont suivi une tendance comparable, même si l'écart s'est récemment partiellement refermé, les non-financières ayant pâti d'un récent élargissement de leur *spread* corrigé des options (OAS) de 90 pb à 100 pb. Parmi les financières, c'est le *spread* de la dette senior qui c'est le plus resserré sur une base relative, tandis que celui de la dette subordonnée et des CoCo a particulièrement sous-performé, et s'est davantage aligné sur la mauvaise performance des actions.

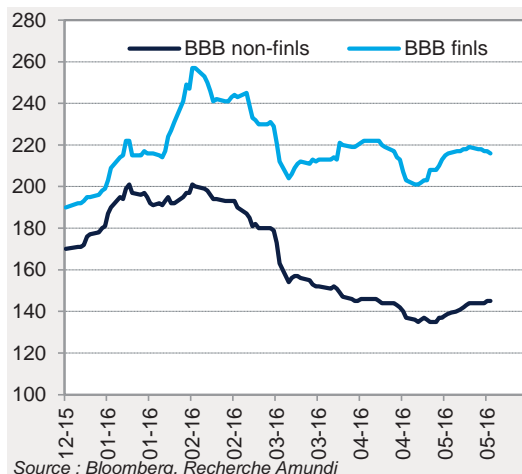
Les résultats des régressions confirment que les financières paraissent offrir à terme de meilleures perspectives : les non-financières BBB semblent en fait légèrement onéreuses par rapport à leur juste valeur (135 pb contre une juste valeur du *spread* autour de 140 pb), tandis que les financières BBB seraient légèrement bon marché à 210 pb par rapport à leur juste valeur, à 190 pb). Dans l'ensemble, les obligations BBB paraissent relativement proches de leur juste valeur définie par la volatilité implicite des actions, les *spreads* souverains et les indicateurs macroéconomiques avancés.

Pour conclure, les financières semblent donc intéressantes par rapport aux non-financières dans la catégorie des obligations IG faiblement notées (BBB). Les obligations BBB semblent aussi attractives par rapport à la dette notée A, car l'environnement de faiblesse des rendements absolus commence à limiter le potentiel de resserrement du *spread* corrigé des options (OAS) dans les secteurs mieux notés.

### Qu'en est-il des États-Unis ?

Comme nous le faisons souvent remarquer, les *spreads* des obligations d'entreprise américaines anticipaient un scénario macroéconomique plus négatif que ceux des obligations d'entreprise européennes au début de l'année 2016, impliquant respectivement un retour de la récession aux États-Unis et un retour de la stagnation en Europe. Les *spreads* américains auraient clairement coïncidé avec des niveaux de récession économiques si les secteurs liés aux matières premières avaient été inclus dans le calcul, alors que sans la contribution des métaux/mines et du pétrole, le scénario implicite s'éloignait de celui d'une récession complète. La principale information récente au niveau de la relation entre les indicateurs

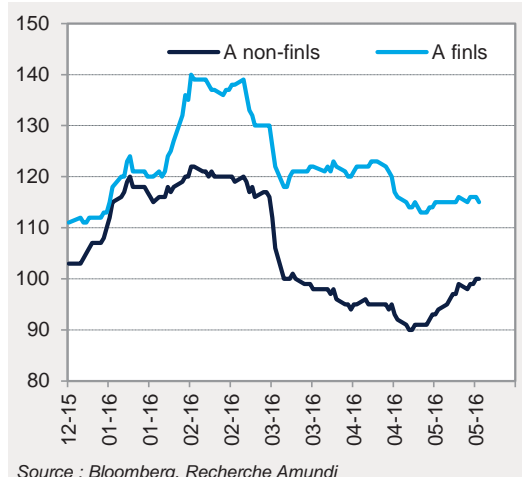
#### 2 BBB non-fin ont superformé BBB fin



Les résultats des régressions confirment que les financières paraissent offrir à terme de meilleures perspectives



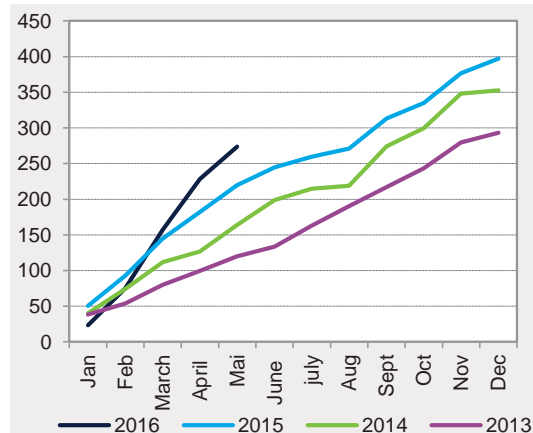
#### 3 A non-fin ont superformé A fin mais dans une moindre mesure



macroéconomiques avancés et les *spreads* des obligations d'entreprise est celle de leur « recouplage » : l'ISM manufacturier est repassé au-dessus du seuil de 50 au cours des deux derniers mois, notamment grâce à l'affaiblissement du dollar et à l'amélioration du contexte macroéconomique mondial, tandis que sur la même période, le rebond du spread a suivi la même direction. Parallèlement, l'indice ISM non manufacturier a regagné du terrain, passant du point bas de 53,5 à 55,7. Comme en Europe, les *spreads* américains ont donc résorbé l'écart entre leur scénario implicite et la situation dépeinte par les principaux indicateurs macro.

Une vérification des justes valeurs fondées sur la régression des entreprises américaines confirme ce que l'expérience européenne a déjà montré. Les justes valeurs n'ont pas beaucoup changé ces derniers mois et l'écart préexistant s'est donc résorbé suite aux mouvements de marché. De plus, les *spreads* américains semblent toujours relativement intéressants sur le segment IG par rapport à leur juste valeur définie par les fondamentaux (dette et bénéfices sur PIB) et par les indicateurs d'aversion au risque/d'incertitude (volatilité implicite des actions), mais le différentiel est désormais plus limité. Par conséquent, le portage d'intérêts (*yield carry*) devient aussi plus pertinent comme source de performance future de l'autre côté de l'Atlantique.

4 **Marché primaire Euro (en Mds d'euros)**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

> **Impact du QE de la BCE sur le marché obligataire corporate euro**

Valentine Ainouz, *Stratégie et Recherche Économique*

**La BCE a surpris les marchés le 10 mars en annonçant l'extension du QE aux obligations d'entreprises. La banque centrale se positionnera sur les obligations non-financières notées Investment Grade (IG) domiciliés dans la zone euro. Si ce programme (CSPP) ne débutera que le 8 juin, ses effets sont déjà largement visibles. L'appétit des investisseurs pour le crédit s'est renforcé en particulier sur le segment IG. L'activité sur le marché primaire s'est également accélérée. Et, les *spreads* se sont resserrés. Mais quelles sont les implications à moyen terme de cette mesure pour la performance du crédit euro ?**

Le surplus de demande généré par la BCE va fortement soutenir les niveaux actuels de *spread* des émetteurs éligibles. Cette mesure vise aussi à encourager les mouvements de réallocation de portefeuille en faveur des actifs risqués. Cette réallocation devrait être donc favorable à la performance des émetteurs HY et financiers.

Mais à moyen terme plusieurs facteurs peuvent potentiellement peser sur la performance du marché du crédit euro :

- **L'abondance d'émissions obligataires corporate pourrait peser sur les *spreads*.** L'activité sur le marché primaire s'est accélérée depuis les annonces de la BCE. Le volume de nouvelles émissions enregistré depuis le début de l'année sur le segment IG dépasse aujourd'hui largement le niveau observé en 2015 pour la même période. Les entreprises européennes sont, en effet, de plus en plus nombreuses à émettre. Et, les entreprises américaines demeurent également très actives sur le marché euro. Il convient également de noter que la maturité moyenne des nouvelles émissions a très fortement augmenté. Ces tendances devraient se poursuivre dans les trimestres à venir.
- **Les rendements trop faibles pourraient poser un vrai problème pour les investisseurs.** Les rendements ont déjà considérablement baissé. Les émetteurs non-financiers domiciliés dans la zone euro et notés IG offrent à ce jour un rendement moyen de 0,86 % soit une baisse de 0,44 % depuis le début de l'année. À la recherche de rendement et de papier, les investisseurs pourraient s'orienter de plus en plus vers de la dette obligataire HY ou émise par des institutions financières. Mais la volatilité sur ces segments — non protégés par le programme de la BCE — pourrait être significative en cas de stress.
- **La détérioration des fondamentaux.** Le programme de rachat de la BCE va permettre aux émetteurs d'allonger la maturité et de baisser le coût de leur endettement. Les fondamentaux des entreprises européennes sont aujourd'hui largement en ligne avec les intérêts des porteurs obligataires. Il est cependant légitime de s'interroger sur le risque (pour le porteur obligataire!) que les entreprises profitent des taux bas pour émettre de la dette pour racheter leurs actions et réaliser des opérations de fusions-acquisitions plutôt que d'investir. Cette menace nous semble plus prononcée pour les émetteurs bien notés ou qui ont une bonne visibilité sur la génération de leurs cash-flows.

Dans ce contexte, le positionnement sur les émetteurs notés BBB et sur HY BB nous paraît le plus judicieux.



## 6 Dette souveraine émergente : une grille de lecture des évolutions récentes

ANNE-CHARLOTTE PARET, *Stratégie et Recherche Économique*

Les pays émergents ne se sont pas nécessairement démarqués par une hausse importante de leurs ratios de dette publique dans les années 2000. Néanmoins, depuis quelques années, certains d'entre eux voient leur ratio de dette s'orienter à la hausse de manière préoccupante. C'est le cas de l'Afrique du Sud notamment, mais aussi de la Russie, alors que d'autres pays entament une trajectoire beaucoup plus saine (la Turquie ou les Philippines par exemple). Nous entendons ici étudier les facteurs ayant contribué à la dynamique de la dette publique de 5 pays aux environnements économiques variés, présentant des orientations budgétaires plus ou moins crédibles et étant différemment exposés au risque de change (cf. graphique 1)<sup>1</sup>.

### La santé des finances publiques : reflet de la qualité des institutions et de l'environnement économique

Plus encore que chez les pays développés, l'accumulation de dette souveraine au cours du temps est le résultat, à la fois de la qualité des institutions et de l'environnement économique sous-jacent chez les pays émergents.

En effet, l'évolution du ratio de dette est évidemment le reflet de la politique budgétaire menée par les pays *via* la partie structurelle du solde primaire, qui correspond aux mesures budgétaires discrétionnaires mises en place par le pays au cours du temps. Mais plus encore que chez des homologues développés, les émergents se caractérisent par une crédibilité moins ancrée des politiques budgétaires, et une continuité des politiques économiques qui peut s'avérer moins importante, notamment pour les pays en phase de transitions politique et institutionnelle. Ces caractéristiques se traduisent par des primes de risque plus élevées (reflétées dans les taux d'intérêt auxquels les investisseurs — en particulier étrangers — acceptent de prêter, et ainsi dans le niveau de la charge de la dette). Cet effet prime de risque est également accru chez les émergents du fait de données macroéconomiques disponibles moins rapidement et parfois moins cohérentes, imperfection de l'information pouvant accroître le sentiment de méfiance des investisseurs.

Par ailleurs, au-delà des effets de l'action discrétionnaire du gouvernement, la dynamique de la dette subit également les effets de la conjoncture économique. Comme pour les pays développés, une activité soutenue est en effet à l'origine *via* la partie conjoncturelle du solde primaire, de recettes publiques plus élevées et de moindres dépenses (même si les stabilisateurs automatiques comme le chômage y sont moins prégnants que chez les pays avancés). De plus, une activité soutenue sera favorable à la dynamique du ratio de dette *via* l'effet dénominateur. En revanche, plus que dans les pays avancés, la dette des pays émergents sera le résultat également : i) d'une part de l'évolution du prix des matières premières (qui constituent une part très importante des revenus pour certains pays producteurs dont l'économie n'est pas suffisamment diversifiée) ; ii) d'autre part, des fluctuations du change (pour les pays particulièrement exposés en termes de part de la dette souveraine libellée en devises). À ce titre, on peut remarquer la corrélation importante pour les pays mentionnés ici entre fluctuations du change et exposition de la dette souveraine aux devises extérieures, les pays les moins exposés étant justement ceux dont la monnaie a connu des dépréciations importantes ces dernières années (le Brésil et la Russie sont par exemple peu exposés, alors que les Philippines, dont la monnaie a plutôt eu tendance à s'apprécier ces dernières années, émettent davantage en devises étrangères, cf. graphique 2).

<sup>1</sup> Pour une étude prospective sur les pays émergents, présentant le résultat de simulations stochastiques de trajectoires de dette publique à moyen-terme, voir "Which lever can enhance sustainability in emerging market countries? A stochastic approach to better grasp public debt dynamics", Amundi Working Paper – WP-53-2016.

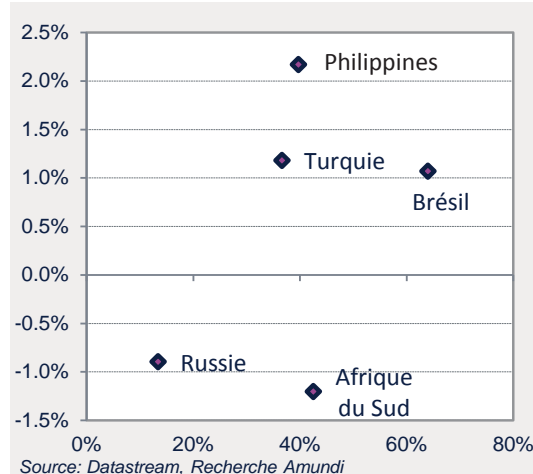
### L'essentiel

**Tandis que certains pays comme la Turquie ou les Philippines ont su maîtriser et même réduire leur ratio de dette sur la période récente, l'endettement d'autres pays émergents comme le Brésil et l'Afrique du Sud s'est accéléré au cours des dernières années. Nous mettons ici en lumière les facteurs qui, depuis 2010, ont porté le ratio de dette de cinq pays différant dans leurs environnements économiques et leurs orientations budgétaires.**

La dynamique récente de ces ratios de dette apparaît bien comme le reflet de la situation économique au sein de chaque pays, mais aussi de la capacité de ces pays à mettre en place une politique budgétaire efficace et à maîtriser les fluctuations du change *via* une politique monétaire déterminée.

Ainsi, parmi les cinq pays étudiés, la maîtrise du ratio de dette représente un défi particulièrement important pour le Brésil et pour l'Afrique du Sud. Ces deux pays, dont la dynamique de la dette apparaît préoccupante, sont caractérisés par une activité et des finances publiques dégradées et voient leur environnement de taux affecté, d'un côté par la situation politique chaotique, et de l'autre par le caractère peu dynamique de l'économie et la nécessité de convaincre de la crédibilité de la politique budgétaire.

1 Solde primaire vs dette publique (moyenne 2010-2015)



**Quels facteurs explicatifs de la dynamique de la dette chez les émergents ?**

Alors que pour les pays développés, l'évolution de la dette publique est souvent présentée comme étant le résultat de la balance primaire, du différentiel taux d'intérêt/croissance et des flux de créances (ou encore de l'écart au solde stabilisant la dette et des flux de créances), il convient, chez les pays émergents qui sont plus exposés aux variations du change, de décomposer la charge de la dette en ses composantes relatives à la dette libellée en monnaie locale et en devise étrangère. On considère ainsi typiquement l'évolution du ratio de dette :

$$\Delta d_t = (i_t - g_t)d_{t-1} - pb_t + f_t$$

Où  $i_t$ ,  $g_t$ ,  $pb_t$  et  $f_t$  représentent respectivement le taux d'intérêt réel, la croissance du PIB en volume, le solde primaire et les flux de créances (qui correspondent au différentiel entre déficit public et évolution de la dette, en particulier aux acquisitions d'actifs financiers, aux prêts<sup>2</sup> ou à la réalisation d'engagements contingents comme l'appel de dettes garanties par l'État). Chez les pays émergents en particulier, les flux de créances négatifs peuvent notamment correspondre à des épisodes d'allègement de la dette et les flux de créances positifs refléter une volonté du pays de mettre en place des subventions à l'économie sans pour autant détériorer le solde public (via des injections de capital par exemple).

Pour les pays émergents, on peut s'attacher à décomposer le taux d'intérêt, en considérant que le taux d'intérêt auquel un gouvernement se finance dépend de la clé de répartition de sa dette libellée en monnaie locale et en devises étrangères et des taux d'intérêt respectifs sur ces deux types de dette. Cette décomposition conduit à un ratio de dette qui évoluerait du fait de cinq termes : la charge de la dette libellée en monnaie locale, la charge de la dette en devises étrangères (à laquelle s'ajoute le changement de valeur du stock de dette libellée en monnaie étrangère due à l'évolution du change), l'effet croissance (reflet de l'effet « dénominateur »), l'effet de la balance primaire (i. e. de la politique budgétaire) et les flux de créances. À noter que les flux de créances, ici, sont calculés comme la différence entre l'évolution totale du ratio de dette d'une année sur l'autre et la contribution des termes liés à la charge de la dette, à l'évolution du change, à la croissance et à la balance primaire<sup>3</sup> (i. e. comme le résidu).

$$\Delta d_t = \alpha i_t^{dom} d_{t-1} + (1 - \alpha)(i_t^{for} + \Delta s_t)d_{t-1} - g_t d_{t-1} - pb_t + f_t$$

Où  $i_t^{dom}$ ,  $i_t^{for}$ ,  $\alpha$  et  $\Delta s_t$  correspondent respectivement au taux d'intérêt sur la dette libellée en monnaie locale, au taux d'intérêt sur la dette libellée en devises étrangères, à la part de la dette libellée en monnaie locale et à la variation du taux de change effectif réel (cf. encadré sur les données).

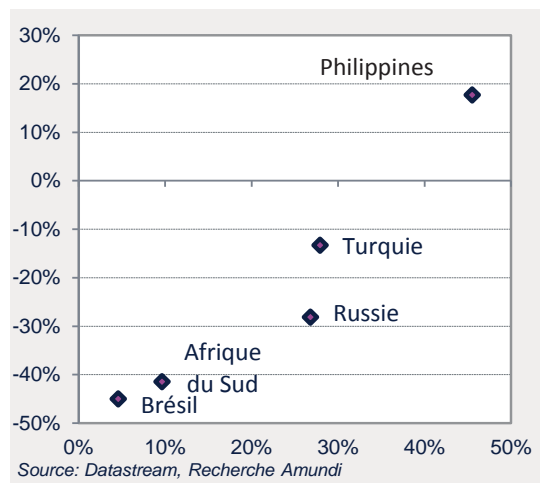
**À chaque dette souveraine sa particularité**

La dynamique du ratio de dette s'est révélée très disparate ces cinq dernières années pour les pays sur lesquels nous nous focalisons. La Turquie et les Philippines (caractérisées par un solde primaire excédentaire et une activité très dynamique) ont vu leur ratio de dette diminuer sensiblement, alors que l'Afrique du Sud, la Russie et le Brésil (plus récemment) ont connu une trajectoire nettement à la hausse, dynamique portée par des facteurs néanmoins différents.

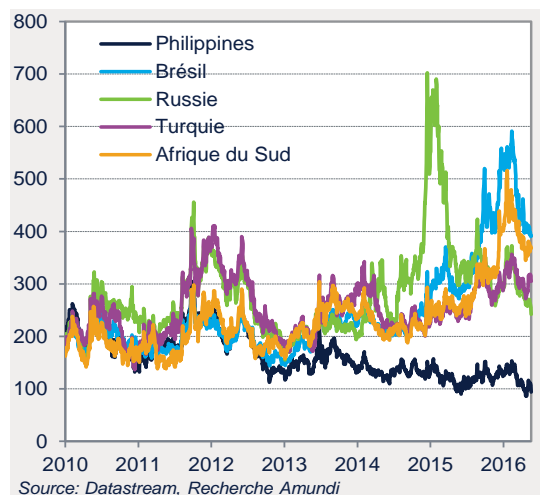
<sup>2</sup> Ces opérations financières donnent bien lieu à une augmentation de la dette publique brute mais ne sont pas considérées comme une dépense car ils sont la contrepartie d'une hausse des actifs financiers.

<sup>3</sup> Ainsi, les flux de créances n'intègrent pas l'évolution du stock de dette en devises due aux fluctuations du change, car ce terme est isolé dans cette décomposition.

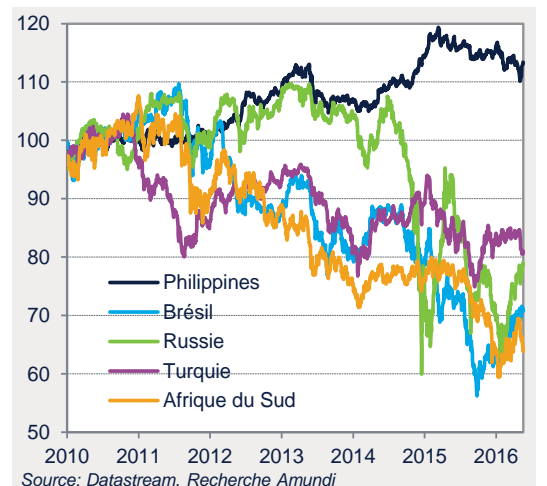
**2 Variation du TCER (en log) vs part de la dette en devises étrangères (moyenne 2010-2015)**



**3 Spreads EMBI composites (sur la dette souveraine libellée en dollars US)**



**4 Taux de change effectif réel JP Morgan (2010 = 100)**



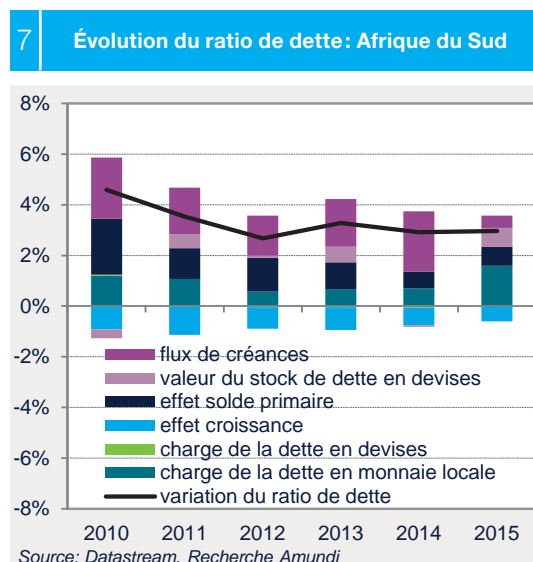
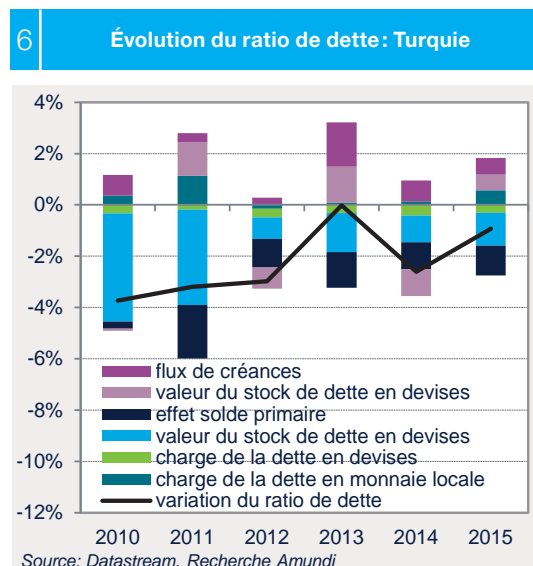
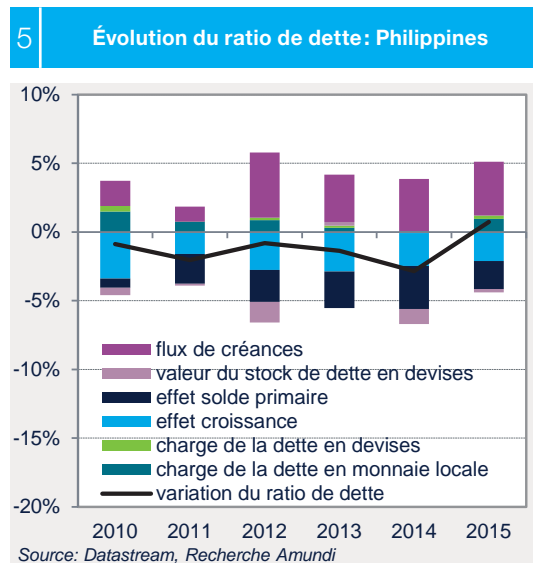
La Turquie et les Philippines ont vu leur ratio de dette diminuer respectivement de 42 % à 32 % du PIB et de 43 % à 37 % du PIB entre 2010 et 2015. Pour ces deux pays, cette diminution s'explique essentiellement par une croissance du PIB importante, à l'origine d'un effet dénominateur favorable sur le ratio de dette, et par un solde primaire largement excédentaire. De plus, ces deux pays bénéficient d'une charge de la dette relativement contenue :

- i. aux Philippines, la prime de risque sur la dette en devises s'est maintenue à des niveaux très bas (cf. graphique 3) et la monnaie s'est davantage appréciée ces dernières années, ces deux facteurs n'ayant donc pas pesé significativement sur la charge de la dette libellée en monnaie étrangère (représentant plus d'un tiers de sa dette publique). Par ailleurs, le niveau du stock de la dette en monnaie étrangère a été légèrement réduit du fait des fortes appréciations du peso philippin en 2012 et en 2014 notamment ;
- ii. en Turquie, les mouvements de dépréciation de la livre turque ont été plus importants (portant à la hausse la valeur du stock de dette en devises en 2011, 2013 et 2015), mais la moindre exposition à la dette en devises extérieures (moins de 30 %) et les primes de risque qui n'ont pas explosé (comme récemment au Brésil ou en Russie par exemple) ont globalement permis de limiter l'impact de la charge de la dette sur la hausse du ratio.

A contrario, l'Afrique du Sud, le Brésil et la Russie ont vu leur ratio de dette augmenter respectivement de 35 % à 50 % du PIB, de 63 % à 74 % du PIB et de 11 % à 18 % du PIB entre 2010 et 2015. Cette dynamique d'endettement s'explique néanmoins par des facteurs différents, spécifiques à chacun de ces pays :

- i. En Afrique du Sud, elle a été portée par une balance primaire déficitaire et une lourde charge de la dette en monnaie locale, accompagnées d'un environnement économique moins porteur que dans d'autres pays ;
- ii. Au Brésil, la charge de la dette a pesé significativement depuis 2010. En effet, les taux réels sur la dette en monnaie locale (constituant environ 95 % de la dette souveraine brésilienne) ont été très élevés pour le Brésil sur cette période. Alors qu'avant 2014, cette charge a été compensée par une activité dynamique et un excédent primaire, la récession économique et le déficit primaire associé en 2015 ont contribué dans le même sens, portant la hausse de l'endettement à +10 % du PIB cette année ;
- iii. Quant à la Russie, elle a vu son ratio de dette augmenter essentiellement du fait d'une balance primaire déficitaire, en 2010 et depuis 2013, la charge de la dette demeurant très faible, à la fois du fait du ratio de dette peu élevé (13 % en moyenne sur 2010-2015), mais aussi du fait de taux d'intérêt relativement faibles.

Il ressort donc *in fine* que l'endettement de ces pays, et des pays émergents en général, est le résultat de situations très différentes, dépendant non seulement de la situation économique au sein de chaque pays, mais aussi de la capacité de ces pays à mettre en place à la fois une politique budgétaire efficace en convainquant les marchés de leur crédibilité (i.e. à s'assurer des primes de risque contenues, en monnaie locale ou en devises extérieures) mais aussi à maîtriser les fluctuations du change *via* une politique monétaire déterminée (pour éviter l'explosion de la charge de la dette en devises extérieures, si le pays y est exposé). Au vu de 2015, c'est évidemment la dette souveraine du Brésil qui apparaît la plus insoutenable ici, alors même que l'activité et les finances publiques resteront très dégradées en 2016 sur fond de crise politique de nature à accroître davantage la défiance des investisseurs (même si cette dernière semble s'orienter vers des perspectives plus favorables), portant les taux toujours à la hausse. La dette sud-africaine mérite également d'être suivie de près, dans la mesure où elle risque de subir l'effet des taux d'intérêt élevés encore pour un certain temps, cet effet n'étant pas contrecarré par une activité qui devrait demeurer peu dynamique à court terme. Néanmoins, la dynamique de la dette sud-africaine devrait tout de même bénéficier de la résorption progressive du déficit primaire (selon les prévisions du WEO d'avril 2016, la balance primaire devrait retourner en territoire positif en 2017). Enfin, la Russie,



encore en récession en 2016, devrait voir ses finances publiques rester affectées et voir ses taux d'intérêt réels augmenter avec la baisse progressive de l'inflation. Néanmoins, elle devrait encore pouvoir bénéficier de son ratio de dette peu élevé et de prix du pétrole moins faibles qu'en 2015, ce qui, si elle parvient à éviter de nouvelles dépréciations du rouble, devrait limiter la hausse de la dette essentiellement à l'effet déficit primaire (qui pourrait être amoindri par des mesures de consolidation budgétaires ciblées).

### Sources des données

La part de la dette en monnaie locale  $\alpha$  provient de la base de données trimestrielle de la Banque Mondiale sur la dette publique (Quarterly Public Sector Debt). Cette part  $\alpha$  correspond pour le Brésil et les Philippines<sup>1</sup> à la décomposition de la dette des administrations publiques, et pour la Russie, la Turquie et l'Afrique du Sud à celle de la dette des administrations publiques centrales.

Le taux d'intérêt sur la dette libellée en devises extérieures est approximé grâce aux *spreads* EMBI composites de JP Morgan (sur la dette souveraine libellée en dollars US) et aux taux des obligations US) 10 ans (IMF IFS), tel que:

$$i_t^{for} = spread_t^{EMBI} + i_t^{US10ans}$$

Le taux d'intérêt sur la dette libellée en monnaie locale (en termes réels) est déduit de la décomposition suivante

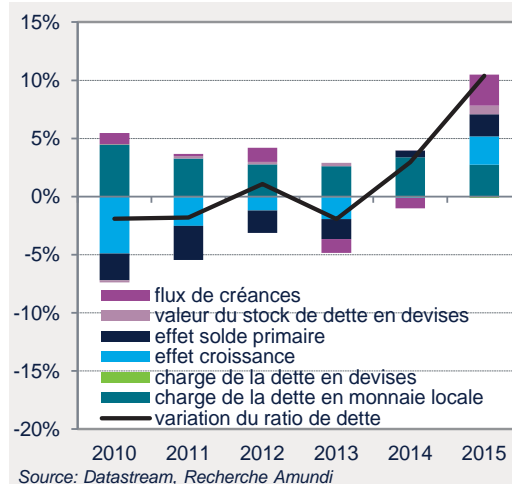
$$i_t = (1 - \alpha) i_t^{for} + \alpha i_t^{dom}$$

avec  $i_t$  étant le taux d'intérêt des titres d'État (Oxford Economics) et  $\alpha$  la part de la dette en monnaie locale. Les taux d'intérêt sont exprimés en termes réels (i. e. corrigés de l'inflation).

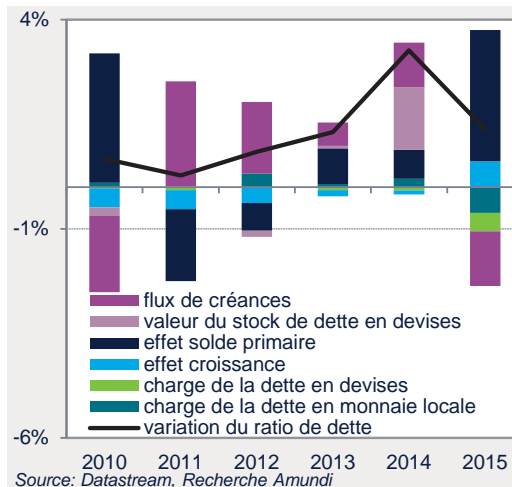
La variation du taux de change réel  $\Delta s_t$  correspond à la différence première du log du taux de change réel JP Morgan. Le taux de croissance du PIB en volume  $g_t$ , ainsi que les données de dette publique et de balance primaire ( $d_t$  et  $pb_t$ ) sont issus du WEO du FMI.

<sup>1</sup> Pour les Philippines, il s'agit de données du FMI

### 8 Évolution du ratio de dette : Brésil



### 9 Évolution du ratio de dette : Russie





## 7 Chine : propos d'une « personne ayant autorité » et débats d'orientation économique

MO JI, *Stratégie et Recherche Economique*

Pour la troisième fois depuis 18 mois, un haut responsable chinois qualifié de « personne ayant autorité » s'est exprimé dans les colonnes du Quotidien du Peuple. C'est là un événement majeur pour la compréhension de l'orientation économique de la Chine, et il faut prendre le temps de revenir sur les principaux points évoqués lors de cet entretien. De plus, la question des débats d'orientation politique de la Chine mérite d'être creusée, car elle contribue à renforcer l'incertitude des marchés internationaux.

### Quand s'est exprimée la « personne ayant autorité » ?

- 1<sup>re</sup> fois : **le 25 mai 2015** dans une rubrique intitulée « Cinq questions sur l'économie chinoise »
- 2<sup>e</sup> fois : **le 4 janvier 2016** pour « Sept questions sur la réforme de l'offre »
- 3<sup>e</sup> fois : **le 9 mai 2016** pour « Une question à propos du 1<sup>er</sup> trimestre 2016 »

### Lorsqu'une « personne ayant autorité » s'exprime, quel est l'impact sur le marché ?

Après les deux premières prises de parole, l'indice Shanghai Composite a subi une forte correction; qu'en sera-t-il cette fois-ci? Il est fort probable que le scénario se répète, mais peut-être pas dans des proportions aussi importantes dans la mesure où le marché part déjà d'assez bas.

### Quels sont les messages clés auxquels nous devons prêter attention ?

1. **STOP à l'afflux de liquidités!** (ce qui n'est pas, selon nous, une référence à un quelconque resserrement des politiques car l'environnement monétaire demeure accommodant);
2. **Une reprise en L, pas en U ni en V** (il y a longtemps que nous prévoyons une reprise sans forme de « U », même si nous identifions le point bas de l'économie chinoise depuis octobre dernier);
3. **Stop aux politiques monétaires agressives pour accélérer ou stabiliser la croissance** (la PBOC est mise en quelque sorte sur la touche; toutefois la croissance sera soutenue par le dispositif accommodant mis en place précédemment, tandis que les perspectives pour 2017 deviennent incertaines);
4. **Même sans relance, l'économie ne connaîtra pas une décélération importante** (il nous semble qu'un environnement accommodant sur le plan monétaire ou budgétaire est toujours indispensable pour stabiliser l'économie);
5. **Les actions, le taux de change et le marché immobilier ne rempliront pas leur rôle de stabilisateurs économiques** (d'après nous, une correction sera nécessaire au niveau de ces trois marchés avant qu'ils puissent retrouver leur fonction initiale).

### Comment les marchés se figurent-ils la reprise en forme de L ?

Les investisseurs se représentent en effet quatre sortes différentes de croissance en L :

1. Forme de L avec ralentissement progressif;
2. L'économie ralentit d'abord, puis se maintient au même rythme de croissance pendant une période plus longue;
3. L'économie connaît plusieurs étapes de ralentissement avant de se maintenir à un certain niveau;

### L'essentiel

Pour la troisième fois depuis 18 mois, un haut responsable chinois qualifié de « personne ayant autorité » s'est exprimé dans les colonnes du Quotidien du Peuple. Son message est clair. **1. La croissance économique va rester dans une fourchette raisonnable. 2. Statu quo politique, ce qui nous porte à croire que la seule issue possible est celle d'une approche accommodante (pas nécessairement agressive), un resserrement étant de toute manière exclu.**

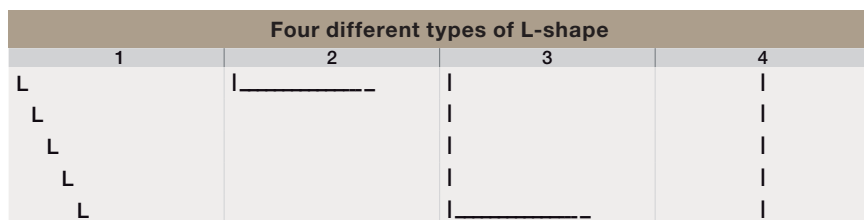
Les débats sur l'orientation politique en Chine jouent un rôle fondamental et façonnent l'avenir du pays. Selon nous: 1. Le financement de l'économie doit se faire par la fiscalité, et non par la dette; 2. La demande et les mesures de relance de la demande ont plus d'influence que la réforme de l'offre; 3. Le pays a plus besoin de réformes structurelles que de politiques cycliques; 4. Le facteur demande au sein de l'économie comprend à la fois la consommation et les investissements; 5. Les autorités publiques doivent jouer un meilleur rôle en mettant en œuvre une réglementation pertinente; 6. Il ne faut pas avoir peur d'aborder les thèmes de « QE » ou de « relance », car la question de l'usage de la masse monétaire et de ses canaux de transmission dans l'économie réelle est fondamentale; 7. Des politiques sensées et adaptées peuvent changer la donne, et la Chine doit prendre garde aux mesures ayant pour effet « un pas en avant, deux pas en arrière ».

“ STOP à l'afflux de liquidités! ”

“ Une reprise en L, pas en U ni en V ”



4. tandis que d'autres se demandent si la reprise chinoise ne peut pas prendre la forme d'un « L » en minuscule...



La croissance se maintient dans une fourchette raisonnable



**Que nous apprend la « personne ayant autorité » sur la reprise en forme de L ?**

En se basant sur les hypothèses de marché et les corrections potentielles, la « personne ayant autorité » a donné l'explication de ce qu'est la reprise en L trois jours plus tard, apportant les clarifications suivantes :

**1. La croissance se maintient dans une fourchette raisonnable** (Nous savons que le mot-clé ici est « raisonnable ». Si l'on se souvient que l'objectif des autorités chinoises est de doubler le PIB réel d'ici 2020, cela implique que la Chine doit enregistrer une croissance moyenne du PIB réel de 6,5 % par an à partir de 2016. L'on se souvient également que l'objectif de croissance du PIB réel pour 2016 est compris entre 6,5 % et 7 %. Le PIB aura du mal à doubler d'ici 2020 si la croissance réelle passe en dessous de 6,5 % : cela signifie-t-il que nous sommes au creux du cycle ?)

**2. L'environnement politique reste stable** (La « personne ayant autorité » a dit clairement qu'il fallait mettre un terme à l'afflux de liquidité et qu'aucune mesure supplémentaire ne devrait être prise pour relancer l'économie. Les autorités modèrent donc leur approche en promettant que les politiques resteront inchangées. À la lecture de l'entretien paru dans la presse, on a en effet le sentiment qu'il faut *in statu quo* de la politique monétaire et que la Chine ne peut pas se permettre d'affronter les conséquences d'un éventuel resserrement).

**3. Priorité à la réforme de l'offre** (Les autorités chinoises se disent résolues à poursuivre la réforme de l'offre pour éliminer les surcapacités de certains secteurs économiques. Il leur reste à joindre le geste à la parole, car un arbitrage devra s'imposer entre maintenir la croissance ou fermer les capacités de production inutiles. Or si les gouvernements locaux veulent éviter un impair avant les élections prévues en 2017, ils risquent de donner la priorité à la croissance au détriment de la fermeture des surplus de capacités).



**Sur quoi portent les débats d'orientation politique en Chine ?**

Ces débats sont nombreux. Nous présentons ci-dessous les thèmes qui ne font pas consensus et qui sont fondamentaux pour l'avenir de la Chine.

**1. Financement par la dette ou par la fiscalité ?**

C'est un des principaux débats dont l'issue va refondre la structure économique de la Chine. L'adoption de la fiscalité comme canal de financement devient hautement nécessaire étant donné l'accroissement abyssal de dette et les possibilités de défaut émanant de la flambée des nouveaux prêts en yuan au premier trimestre et l'inquiétude croissante des marchés à cet égard. Le financement par la fiscalité au lieu de la dette est essentiel pour que les gouvernements locaux ne soient plus obligés de vendre des terres.

En général, quand une économie ralentit, on parle de baisses d'impôts plutôt que de hausses, mais il serait faux de raisonner uniquement en termes de baisse de la fiscalité : un grand nombre de taxes peuvent servir à accomplir cette démarche, par exemple dans le domaine environnemental avec la taxe carbone ou sur les ressources naturelles, ou encore l'impôt sur les plus-values du capital, la taxe foncière, l'impôt sur le revenu progressif, etc. Au niveau des entreprises, on peut envisager que seules celles qui investissent (notamment dans la R & D) bénéficient d'allègements fiscaux, et vice-versa.



L'environnement politique reste stable



## 2. Offre ou demande ?

La question de savoir si la Chine manque d'offre ou de demande suscite un débat houleux ; et il en va bien sûr de même à propos de la nécessité d'entreprendre une réforme sur le front de l'une ou de l'autre. De l'offre et de la demande, laquelle est la plus fondamentale ? Certes, des surplus d'offre existent, en particulier dans les secteurs de l'acier et du charbon, mais ils ne justifient pas à eux seuls que l'on freine la croissance du PIB réel. Il faut alors se tourner du côté de la demande, qui comporte de nombreux aspects : baisse à long terme de la demande foncière de la part d'une population qui se contracte de plus en plus, affaiblissement à court terme de la demande au niveau de la consommation, des investissements et des importations, avec un impact à la fois sur la demande intérieure et sur la demande de la Chine pour les produits étrangers. On comprend comment la relance de la demande peut influencer sur l'offre, mais l'inverse est plus difficile à imaginer.

## 3. Problèmes cycliques ou structurels ?

Selon l'horizon de temps dans lequel on se place, le débat fait aussi rage en ce qui concerne la nature des problèmes de la Chine : sont-ils cycliques ou structurels ? N'est-il pas difficile d'identifier un cycle lorsque l'économie évolue dans une fourchette étroite ? Ce cycle semblant relativement peu profond, les positions misant sur un redressement cyclique sont rapidement mises en échec car le calendrier d'entrée et de sortie n'est pas facile à établir. À nos yeux, il est clair que le ralentissement actuel est davantage dû à des causes structurelles, au sens où les gains économiques issus de la population et de la productivité sont en baisse. Il semble donc évident que le cadre politique doit s'axer sur la résolution des problèmes structurels plutôt que d'obstacles cycliques provisoires. Les avantages à court terme de mesures cycliques devront forcément se payer plus tard.

## 4. Consommation ou investissement ?

Ceux qui connaissent la teneur du 12<sup>e</sup> plan quinquennal (2011-2015) savent qu'un de ses grands axes est d'orchestrer une croissance tirée par la consommation, et non plus par l'investissement. D'après nous, le fait de renoncer aux exportations comme moteur principal de la croissance est une bonne chose ; en revanche, ce n'est pas sur la consommation mais sur la demande qu'il faudrait focaliser les initiatives. En effet, la demande couvre un périmètre assez général, dans lequel on peut faire rentrer l'investissement. Certes, la part de la consommation dans la croissance des pays développés atteint plus de 70 % et la Chine doit combler l'écart, mais celui qu'elle doit résorber en termes d'investissement, d'environnement, de R & D et même d'infrastructures est encore plus important. Nous sommes convaincus que la consommation et l'investissement sont les deux moteurs de la demande qui doit alimenter la prochaine étape du développement de la Chine. En tant qu'investisseurs, nous ne pouvons pas nous préoccuper simplement des chiffres de l'investissement : il nous faut aussi voir où vont ces investissements et s'ils sont réalisés au bénéfice de la Chine.

## 5. Rôle du marché et intervention des autorités publiques

Alors que la définition d' « économie de marché » est toujours ouverte et dans un contexte d'évolution de la structure de l'économie (en particulier de sa taille), le rôle du marché est appelé à changer, tout comme celui du gouvernement. La Chine est un bon exemple de juste équilibre entre l'influence du marché et des autorités, car cet équilibre vient précisément de lui apporter trente ans de boom économique sans précédent. Cela étant, avec les événements depuis l'année dernière au niveau des actions, des obligations et de la devise, il devient évident que les marchés sont de plus en plus importants et entretiennent maintenant des liens à l'échelle internationale, et que le seul domaine sur lequel peuvent influencer les autorités est celui de la réglementation, qui doit être pertinente et appropriée. Les marchés sont devenus trop gros pour être contrôlés de la même manière qu'auparavant. La leçon est comprise, mais il reste encore des enseignements à tirer.



Une étape cruciale :  
financement de l'économie  
par la fiscalité au lieu  
de la dette



Le facteur demande au sein  
de l'économie comprend  
à la fois la consommation et  
les investissements



## 6. Politique monétaire prudente ou QE ?

Les autorités chinoises ont clairement fait savoir qu'elles ne pratiqueraient pas de QE même si les États-Unis, le Japon et la zone euro ont fait le choix inverse. En Chine, nombreux sont ceux qui se livrent à une analyse des effets négatifs du QE, notion qui est désormais à manier avec des pincettes. Réfléchissons-y à notre tour : sans QE, où en seraient les États-Unis aujourd'hui ? En soi, le QE ne se résume pas à une simple machine à endetter : il doit être accompagné d'une bonne définition de la façon dont la masse monétaire est utilisée. S'il est bien conçu, comme l'a fait la BCE en ciblant l'économie réelle, alors ce n'est pas du tout une mauvaise chose.

## 7. Politique budgétaire : proactivité ou relance ?

C'est aussi un sujet brûlant en Chine à l'heure actuelle. Les universitaires et les responsables politiques sont convaincus que l'accroissement de la dette et les surplus de capacités d'aujourd'hui s'expliquent par la relance de 4 000 milliards de RMB mise en place en 2008. Mais est-ce le bon angle d'attaque ? Encore une fois, sans relance, la Chine entrerait-elle en récession ? Et encore une fois les différentes options sont assez réduites. Doit-on conclure qu'un problème de surcapacités est plus facile à résoudre qu'une récession ? La réponse semble claire.

## 8. Deux pas en avant, un pas en arrière ? Ou un pas en avant, deux pas en arrière ?

Les autorités chinoises semblent partir du principe que toute politique engendre un effet « deux pas en avant, un pas en arrière ». Mais lorsque les politiques ne sont pas adaptées, le résultat est plutôt « un pas en avant, deux pas en arrière », comme le mécanisme de coupe-circuit enclenché en janvier 2016 pour seulement 4 jours mais qui a largement décrédibilisé l'organe institutionnel et réglementaire aux yeux du marché. C'est une question épineuse, et qui revêt à nos yeux une importance particulière. Nous pensons toujours que des politiques saines et adaptées peuvent changer la donne, l'objectif étant d'éviter tout retour en arrière.

## Conclusion

Le message adressé par la « personne ayant autorité » est clair. 1. La croissance économique va rester dans une fourchette raisonnable. 2. Statu quo politique, ce qui nous porte à croire que la seule issue possible est celle d'une approche accommodante (pas nécessairement agressive), un resserrement étant de toute manière exclu.

Les débats sur l'orientation politique en Chine jouent un rôle fondamental et façonnent l'avenir du pays. Selon nous : 1. Le financement de l'économie doit se faire par la fiscalité, et non par la dette ; 2. La demande et les mesures de relance de la demande ont plus d'influence que la réforme de l'offre ; 3. Le pays a plus besoin de réformes structurelles que de politiques cycliques ; 4. Le facteur demande au sein de l'économie comprend à la fois la consommation et les investissements ; 5. Les autorités publiques doivent jouer un meilleur rôle en mettant en œuvre une réglementation pertinente ; 6. Il ne faut pas avoir peur d'aborder les thèmes de « QE » ou de « relance », car la question de l'usage de la masse monétaire et de ses canaux de transmission dans l'économie réelle est fondamentale ; 7. Des politiques sensées et adaptées peuvent changer la donne, et la Chine doit prendre garde aux mesures ayant pour effet « un pas en avant, deux pas en arrière ».



**8 Brésil : et maintenant ?**

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique*

**Plus qu'un pas vers la destitution mais le Brésil n'est pas pour autant tiré d'« affaire »**

Après des mois et des mois de crise politique aux rebondissements divers et variés, la présidente D. Rousseff a été suspendue de ses fonctions par le Sénat pour une période de 180 jours minimum, période pouvant s'étendre jusqu'à la fin de son mandat (fin 2018) si la cour Suprême vote sa destitution. Bien que D. Rousseff ait d'ores et déjà annoncé ses intentions de se défendre par tous les moyens légaux contre ce qu'elle nomme « un coup d'État » ses chances de l'emporter sont cependant quasi-nulles.

D'ici la décision de la Cour Suprême, l'intérim est assuré par le vice-président M. Temer. Dès sa prise de fonction, M. Temer a constitué une nouvelle équipe. Celle-ci se compose essentiellement de technocrates respectés et pour certains bien connus et appréciés des marchés. Parmi les nominations les plus applaudies, figurent celles de H. Meirelles, Gouverneur de la banque centrale de 2003 à 2011, au poste de ministre des Finances et de I. Goldfajn, ancien du FMI, de la Banque mondiale etc., comme Gouverneur de la banque centrale.

Ces évènements semblent au premier ordre de bon augure mais ne nous y méprenons pas, la tâche est lourde pour ce nouveau gouvernement et ses chances de réussite apparaissent bien minces. En effet, le pays est en proie à une crise aux dimensions multiples : économique, politique mais aussi éthique.

**Sortir le pays de la récession en l'absence de marges de manœuvre monétaire et budgétaire constitue un véritable défi**

L'économie brésilienne a enregistré une des récessions les plus marquées depuis plusieurs décennies (-3,8 % du PIB). Restaurer la croissance du pays est donc la priorité de ce nouveau gouvernement. Toutefois, en l'absence de marges de manœuvre monétaire (malgré un resserrement de la politique monétaire — taux d'intérêt à 14,25 % — l'inflation est de 9,3 % i.e largement au-dessus de la borne haute de la cible de la BC fixée à 6,5 %) et budgétaire (le déficit public est supérieur à 10 % du PIB et la dette est de plus de 70 % du PIB), le défi va être difficile à relever (cf. graphiques 1 et 2).

Pour relancer la croissance, le gouvernement doit en premier lieu rassurer les investisseurs domestiques et internationaux afin de restaurer leur confiance et éviter de nouvelles pressions sur les flux de capitaux et le change. Dans un contexte où la croissance mondiale demeure relativement atone, que les prix du pétrole se redressent mais ne devraient pas renouer avec les niveaux passés et que les risques relatifs au ralentissement chinois sont toujours d'actualité, seules des politiques monétaire et budgétaire rigoureuses pourront assurer cet objectif.

Sur le plan monétaire, comme nous l'évoquions ci-dessus, les marges de manœuvre sont limitées et pourraient l'être davantage en cas de resserrement rapide de la Fed et de nouvelles pressions baissières sur le réal. Sur le plan budgétaire, en théorie l'équation est simple : réduire les dépenses et/ou augmenter les impôts pour revenir à des niveaux de déficits publics soutenables afin de stabiliser le ratio de dette sur PIB alors même que le service de la dette (taux à 14,25 %) est colossal. En pratique, les choses apparaissent bien plus compliquées.

**... sans compter que le pays est loin d'avoir résolu tous ses dysfonctionnements politiques et problèmes éthiques !!!**

Outre le fait que réduire le déficit public et diminuer le chômage au moment même où le pays enregistre une récession massive relève de la haute voltige, le contexte politique ne fait que compliquer la tâche. Tout d'abord, selon les sondages, l'opinion publique était davantage favorable à de nouvelles

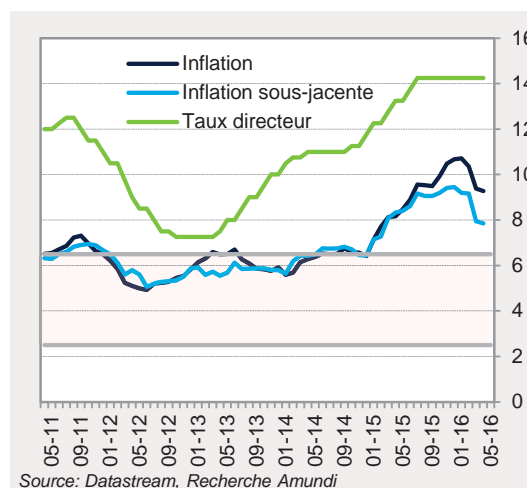
**L'essentiel**

**Le Brésil a été, comme tous les pays exportateurs nets de matières premières, fortement pénalisé par la chute des cours, sans parler de la crise politique qu'il a traversée. Après la suspension de Dilma Rousseff, c'est à Michel Temer, son vice-président, qu'a été confié l'intérim.**

À peine sa prise de fonction effectuée, ce dernier a nommé une nouvelle équipe de technocrates pour former le nouveau gouvernement. Ces changements ont été bien perçus par les marchés mais attention les défis auxquels ce nouveau Gouvernement est confronté sont nombreux et difficiles à relever. Les chances d'y parvenir en peu de temps nous semblent bien faibles !

“ Pour le nouveau gouvernement, les défis à relever sont nombreux et ses chances de réussite apparaissent bien faibles ”

**1 Politique monétaire (en %)**



élections qu'à la procédure de destitution. Même si sur le plan constitutionnel cela n'est pas possible, M. Temer commence donc avec un capital politique peu élevé puisqu'il n'a pas de mandat électoral pour gouverner le pays et qu'il avait été de surcroît nommé vice-président par D. Rousseff. Par ailleurs, même si D. Rousseff a peu de chances de revenir au pouvoir, elle pourrait créer la zizanie et ce, d'autant que son parti, le PT qui dispose encore de soutiens substantiels au Congrès et dans la population, va certainement s'organiser pour rendre la situation ingérable pour M. Temer. Les élections municipales d'octobre vont ainsi être cruciales.

Ensuite, bien que M. Temer ait annoncé qu'il ne souhaitait pas se présenter aux prochaines élections présidentielles, il y a toujours un risque qu'il ne prenne pas de mesures impopulaires et ce pour ne pas nuire aux chances de son parti. En outre, même si la nouvelle équipe qui constitue le gouvernement est composée essentiellement de technocrates, certains ont également des ambitions électorales. C'est le cas notamment de H. Mereilles, le nouveau ministre des Finances dont la rumeur dit qu'il sera candidat aux prochaines présidentielles. Par ailleurs, obtenir une majorité à l'Assemblée nationale pour faire voter les réformes nécessaires au retour à la confiance des investisseurs sera d'autant plus difficile que près de trente partis y sont représentés.

Enfin, la suspension de D. Rousseff n'est pas synonyme de la fin du scandale de corruption. N'oublions pas que celui-ci touche de nombreux acteurs de la scène politique y compris dans le parti de M. Temer (PMDB) : sept des nouveaux ministres nommés par M. Temer ont été cités lors des investigations et trois font l'objet de poursuites judiciaires. Lundi 23 mai, à peine deux semaines après sa création, le nouveau gouvernement est rattrapé par le scandale Petrobras. Le ministre du Budget a dû démissionner temporairement de ses fonctions suite à la diffusion d'enregistrements compromettants. De nouvelles révélations pourraient faire exploser la situation qui est déjà plus que tendue.

**Conclusion**

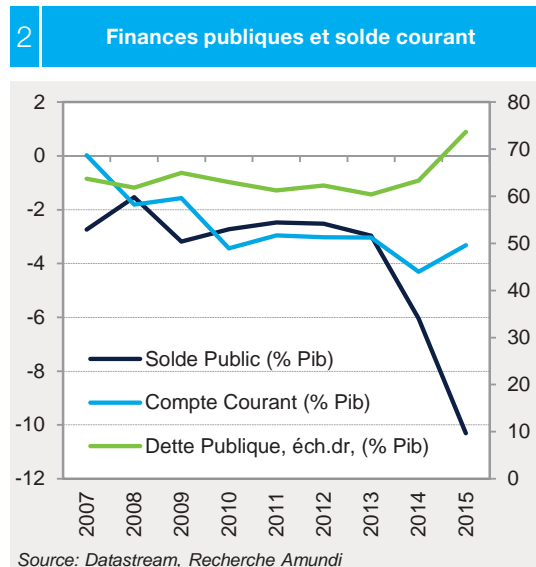
Les marchés attendent beaucoup du nouveau gouvernement brésilien et notamment qu'il mette en place une consolidation budgétaire qui permette de réduire le déficit public et de stabiliser le ratio dette sur PIB. Même si les intentions de ce gouvernement sont honorables, rien ne dit qu'il aboutira aux résultats souhaités eu égard :

- i. au contexte politique et
- ii. à une demande mondiale atone.

À noter que les annonces faites sur les cibles de déficit primaire pour 2016 par exemple (-2,7 % du PIB) ont d'ores et déjà déçu les marchés. En outre, selon certaines estimations, si on inclut l'ensemble des prêts garantis par l'État et la possible nécessité de recapitaliser Petrobras, le ratio dette sur PIB pourrait atteindre 75-80 %. Dans une telle configuration avec des taux d'intérêt à 14,25 %, le gouvernement devrait dégager un excédent primaire de 3 à 4 % pour stabiliser ce ratio i.e. réduire les dépenses ou augmenter les impôts de 5 à 6 points de pourcentage de PIB. Nul doute que ces mesures seront difficiles à mettre en place sans une explosion de la grogne sociale. Aussi, il y a fort à penser que la consolidation nécessaire au rétablissement des finances publiques brésiliennes soit limitée ou pour le moins étalée dans le temps. La récession pourrait être moins élevée cette année que prévu par le consensus mais pourrait se prolonger sur 2017 contrairement au consensus qui prévoit une reprise dès l'an prochain.



En terme de politique économique, les marges de manœuvre sont limitées



Le contexte politique est explosif!



La sortie de crise sera sans doute plus longue que ne le prévoit le consensus



**9 Industrie du tabac :  
« I've got the (pricing) power »**

SÉBASTIEN BOULET, *Analyse Actions*

Proposition d'investissement rapide: seriez-vous prêt à investir dans une industrie qui enregistre des volumes en baisse depuis 10 ans (et qui vont continuer à l'être) et qui est soumise à une pression fiscale et réglementaire permanente? Figurez-vous que le « non » n'est probablement pas la meilleure réponse...

**Des volumes en baisse structurelle**

L'industrie mondiale du tabac (hors Chine) est un cas unique dans l'univers des produits de grande consommation (PGC). Elle fait face depuis 10 ans à des volumes en baisse en raison d'un déclin générationnel de la prévalence du tabagisme (baisse de la proportion de fumeurs au sein de la population, en particulier chez les jeunes consommateurs), à des effets cumulatifs d'une réglementation accrue, une hausse des droits d'accise et à l'hostilité croissante des gouvernements et de l'opinion publique. Alors que les volumes dans les pays émergents croissaient jusqu'en 2009, ils sont entrés depuis dans une phase de déclin. Si ce dernier point représente une excellente nouvelle du point de vue de la santé publique, il semble plus compliqué d'en faire un argument d'investissement. Pourtant se limiter à la question des volumes pourrait être une erreur coûteuse.

**Le pricing power<sup>1</sup>: l'atout majeur du secteur du tabac**

Malgré des volumes en baisse, les principaux acteurs du secteur, qui représentent environ 75 % des volumes globaux (hors Chine) sont parvenus à générer une croissance organique (hors effet de change et périmètre) du chiffre d'affaires stable d'environ 4 % en moyenne sur la période 2002-2015, mettant en exergue son atout majeur: le pricing power. L'expérience montre que le tabac est le seul secteur de la grande consommation qui est parvenu à imposer de manière régulière des augmentations de prix supérieures à l'inflation (cf. graphique 1).

Le tabac se distingue des autres PGC par l'addiction évidente que sa consommation entraîne et par l'absence de substituts (même en tenant compte des cigarettes électroniques). Dans la pratique, une hausse de prix affecte les volumes (certains arrêtent de fumer, d'autres fument moins ou achètent des cigarettes de contrebande) ainsi que le mixproduit<sup>2</sup> à travers la migration des consommateurs de marques premium vers des alternatives meilleur marché.

Néanmoins l'impact est bien plus faible que pour n'importe quel PGC (l'élasticité-prix estimée entre -0,3 et -0,6) soulignant le pricing power du tabac. Par ailleurs une décennie de consolidation a abouti à la création d'un oligopole mondial. Si l'on observe parfois des guerres de prix localisées, lorsqu'un des acteurs tente de gagner des parts de marché, ces derniers doivent tous faire face au même environnement difficile de baisse des volumes. Ils ont un intérêt commun à alimenter la croissance des bénéfices de chaque pays par une politique de prix rigoureuse, plutôt que de se battre pour accroître leur part de marché dans un contexte de baisse des volumes. Enfin, s'agissant des barrières à l'entrée et du risque de nouvel entrant, elles sont très importantes (réglementation, interdiction de la publicité, accès limité à la distribution, etc.).

**Vive les taxes!**

Tant que les taxes aussi appelées droits d'accise ne connaissent pas une augmentation excessive et brutale supérieure à l'inflation, elles sont plutôt favorables au secteur du tabac et constituent même le principal déterminant

<sup>1</sup> Le pricing power désigne la capacité d'une entreprise à augmenter ses prix sans impacter outre mesure les volumes achetés par les consommateurs

<sup>2</sup> Ensemble des variétés et des formats offerts par un producteur pour un produit déterminé.

**L'essentiel**

**Confronté aux effets cumulatifs de la pression réglementaire et fiscale et à un déclin générationnel de la prévalence du tabagisme, le secteur du tabac est confronté à une baisse des volumes consommés depuis 10 ans. Si cette tendance est une excellente nouvelle d'un point de vue de santé publique, difficile cependant d'en faire un cas d'investissement.**

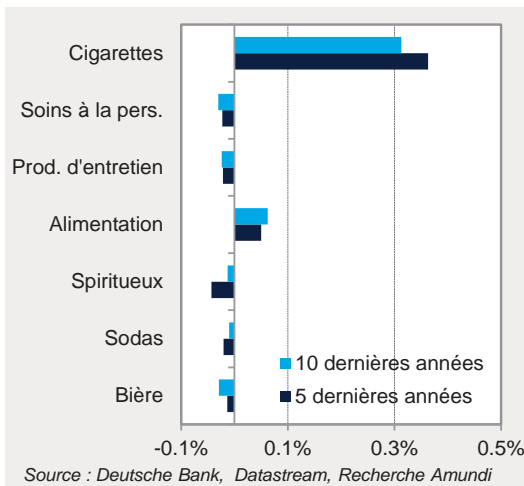
Pourtant, compte tenu des caractéristiques du produit (addictif et sans substitut), de la structure du secteur (oligopolistique avec d'importantes barrières à l'entrée) et, surtout, de l'environnement fiscal, les fabricants bénéficient d'un pricing power très important qui, historiquement, a toujours plus que compensé la baisse des volumes. Dans le contexte actuel (désendettement après des fusions-acquisitions, augmentation modeste des prix ces dernières années), nous pensons que l'environnement prix restera favorable aux producteurs en 2016 et qu'il continuera d'être l'atout majeur du secteur.



Le secteur du tabac est le seul qui est parvenu à relever systématiquement ses prix au-delà de l'inflation



**1 Évolution des prix vs. inflation**



du *pricing power* du secteur. Pas toutes cependant. Une proportion importante du prix du tabac est composée de taxes (parfois plus de 80 % du prix de vente au détail (PVD)). La majorité des marchés ont des taxes spécifiques (prélevées sur une quantité donnée de tabac, soit une taxe acquittée par paquet ou cartouche de cigarettes) mais nombre d'entre eux associent également des taxes *ad-valorem* (fixées comme un pourcentage du prix de vente, comme en France et en Espagne), qui se rajoutent par ailleurs à la TVA habituelle. Comme le montre notre exemple proche de la réalité (basé sur le marché britannique), du fait du caractère fixe des droits d'accise spécifiques, toute augmentation du PVD accroît mécaniquement la part qui revient au producteur. Autrement dit, cette composante crée un « levier fiscal » selon lequel, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation de 1 % du PVD équivaut à une hausse de 3 % des revenus pour les fabricants de tabac.

Hausse de 1 % du PVD				
	£	Répartition	£	Répartition
Part fabricant	1,88	20,0 %	1,94	20,3 %
Part détaillant	0,63	6,7 %	0,64	6,7 %
<b>Total</b>	<b>2,52</b>	<b>26,7 %</b>	<b>2,58</b>	<b>27,0 %</b>
Taxe spéc. — 3,79 Gbp	3,79	40,1 %	3,79	39,8 %
Taxe Ad-val. — 16,5 %	1,56	16,5 %	1,57	16,5 %
VAT — 16,7 %	1,58	16,7 %	1,59	16,7 %
<b>Total taxes</b>	<b>6,92</b>	<b>73,3 %</b>	<b>6,96</b>	<b>73,0 %</b>
<b>PVD Marque A</b>	<b>9,44</b>	<b>100,0 %</b>	<b>9,53</b>	<b>100,0 %</b>

L'attractivité fiscale de chaque marché est déterminée par les poids respectifs et l'évolution des taxes spécifiques et *ad valorem*, ainsi que par leur niveau. Plus le poids de la composante spécifique est élevé, plus le levier fiscal l'est aussi. Or, dans un secteur aussi controversé que le tabac, il existe un consensus inhabituel entre les promoteurs des campagnes de santé publique, les États et les producteurs en faveur des taxes spécifiques, car elles :

- permettent de fixer un prix de vente minimum et freinent la consommation en interdisant les baisses de prix grâce à la législation sur la concurrence
- offrent une bonne visibilité sur le recouvrement de l'impôt par les États
- contribuent à la rentabilité des marques *premium* et offrent un levier fiscal aux producteurs

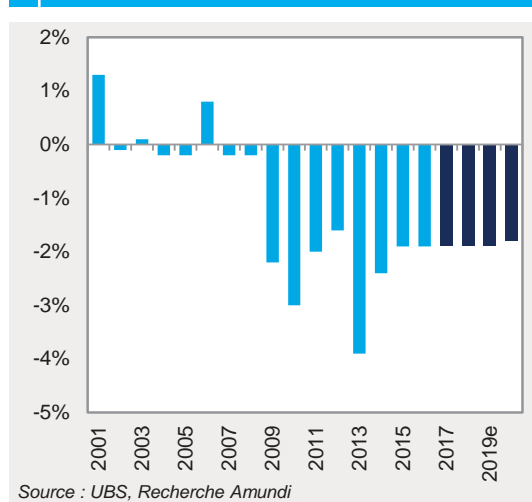
En outre, en matière de bénéfices, une croissance du chiffre d'affaires alimentée non pas par les volumes mais par des hausses de prix et accompagnée d'ajustements de coûts permanents permet au secteur d'obtenir des marges durablement élevées et en hausse constante. Ainsi, même en intégrant une hypothèse conservatrice quant à la baisse des volumes et sur l'évolution négative du mix-produit, le secteur du tabac a démontré incontestablement la solidité de ses revenus et de ses bénéfices (cf. graphique 2).

### L'environnement prix actuel est favorable

Nous pensons que le secteur du tabac va continuer à bénéficier d'un environnement prix favorable. L'augmentation des ratios d'endettement chez plusieurs acteurs (post-fusion entre Reynolds et Lorillard aux États-Unis en 2015) et l'impact de conversion négatif provoqué par la faiblesse de nombreuses devises incitent à une maximisation des flux de trésorerie via des hausses de prix pour l'ensemble du secteur.

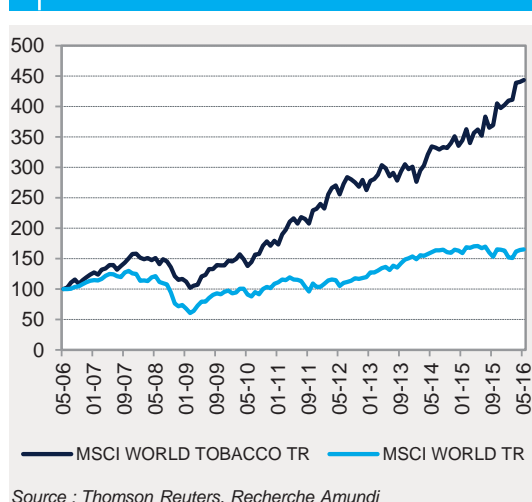
De plus, ces deux dernières années, les PVD du tabac ont été relativement modérés, témoignant de l'augmentation relativement faible des droits d'accise en Europe et aux États-Unis. Enfin, plus structurellement, dans de nombreux pays, notamment émergents, les cigarettes restent relativement bon marché par rapport au niveau des revenus, ce qui offre un certain potentiel de hausse des prix. Même s'il est probable que les États réclameront certainement leur part du gâteau, ces données sont largement favorables pour les producteurs. Comme en 2015, nous pensons que la hausse moyenne des prix sera de 5-6 % en 2016 et, une fois encore, qu'elle compensera la baisse des volumes.

## 2 Vente mondiale de tabac hors Chine



“  
Même en partant d'une hypothèse prudente quant à la baisse des volumes et à l'évolution négative du mix-produit, le secteur du tabac démontre incontestablement la solidité de ses revenus et de ses bénéfices  
”

## 3 Performance MSCI World vs Tabac







## Amundi Research Center

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



Foreign Exchange  
Money Markets  
Equities

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

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

## Publications récentes

### Working Papers

- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**  
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHOU, *Portfolio Manager, HASSAN MALONGO – Recherche Quantitative*
- **On the stationarity of dynamic conditional correlation models**  
JEAN-DAVID FERMANIAN — *Professor of Finance & Statistics, CREST/ENSAE* — HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*
- **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 — *Recherche Quantitative*
- **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](mailto:info@amundi.com)

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

Crédit photo : iStock by Getty Images — Sean Pavone