

Septembre 2016



Allocation d'actifs

Marchés de taux:
BoJ, BCE

Europe du Sud: amélioration
des comptes courants

Référendum en Italie

États-Unis: fin du cycle?

Économies émergentes

Taux de défaut du high yield

Obligations d'entreprise:
le CSPP change la donne

Technologie automobile:
vers une conduite autonome

Sommaire

Repères

Allocation d'actifs : stratégies d'investissement d'Amundi BCE, Fed, Trump, Renzi, Rajoy, Brexit... quels sont les « game changers »... s'il y en a ?

Après un été relativement calme, retour aux thèmes susceptibles d'animer les marchés financiers: la croissance économique n'accélère pas et repose – à peu près partout – sur des moteurs internes; la Fed devrait relever ses taux en fin d'année; la BCE prolongera son QE au-delà de mars 2017; le référendum italien ne signifie pas forcément la démission ou le remplacement de Matteo Renzi au poste de premier ministre; le programme économique de D. Trump repose sur des idées keynésiennes et protectionnistes; l'activation de l'article 50 menant au retrait du RU de l'UE n'est pas imminente; le blocage politique espagnol se prolonge... pas de quoi renverser notre allocation d'actifs, mais vigilance, sélectivité et protection s'imposent.

> FOCUS > Rappel des échéances politiques en Union européenne


Page 4

Facteurs de risque

Page 13

Contexte macroéconomique

Page 20

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 21

Politiques monétaires

1 Comment les QE de la BCE et de la BoJ remodelent les marchés de taux

Page 22

Les QE de la BCE et de la BoJ ont un puissant impact sur leurs marchés obligataires, décuplé par l'introduction de taux négatifs. L'une des conséquences les plus remarquables de la faiblesse des rendements obligataires provoquée par les politiques de la BCE et de la BoJ est la recherche de rendement toujours plus exacerbée, à l'étranger et en particulier aux États-Unis. Il est peu probable que ces tendances s'inversent rapidement.

> FOCUS > Le consensus a constamment surestimé l'évolution future des taux longs ces dernières années

Zone euro

2 Europe du Sud : l'amélioration des comptes courants est durable

Page 25

Déficitaires avant les crises des dernières années, l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce ont désormais des comptes courants à l'équilibre ou excédentaires. Cependant, seule une partie de cet ajustement est d'ordre cyclique, lié aux récessions.

3 Les éléments clés du référendum italien

Page 28

Les enjeux du référendum sont élevés. L'instabilité politique constitue un vrai défi pour un pays dans l'obligation de prendre des mesures structurelles de grande ampleur dans les années à venir. Une victoire du « non » pourrait précipiter la démission de Matteo Renzi mais il est peu probable que l'impact sur les obligations italiennes soit significatif.

États-Unis

4 États-Unis : est-ce la fin du cycle ?

Page 31 

Voilà maintenant sept années que l'activité progresse continûment aux États Unis. Malgré cela, l'activité n'a toujours pas retrouvé son niveau potentiel. Du jamais vu! L'investissement et les profits sont en berne. Le cycle ne tient plus que grâce à la consommation. Jusqu'à quand ?

> **FOCUS** > Que disent les approches statistiques sur la croissance du 3^e trimestre 2016 ?

> Vers une accélération temporaire de la croissance tirée par les stocks ?

Émergents

5 Économies émergentes : où en sommes-nous ?

Page 35

Après plus de deux années difficiles pour la plupart des économies émergentes, l'heure est peut-être venue de tourner la page.

Crédit

6 Le CSPP change complètement la donne pour les obligations d'entreprise en euro

Page 38

Même s'il n'est en place que depuis quelques mois, le CSPP a déjà des effets considérables sur les marchés du crédit en euro, et ce en raison de puissants facteurs. Dans cet article, nous analysons l'évolution du CSPP, son périmètre quantitatif et qualitatif, son impact sur l'offre et la demande des obligations d'entreprise et enfin ses effets sur les *spreads* et le niveau des rendements. Nous évaluons les opportunités qui demeurent dans la sphère *investment grade* en euro, en termes de performance et de valeur relative.

> **FOCUS** > Concentration du rendement sur les marchés obligataires de la zone euro

7 Taux de défaut du HY : probable pic à court terme aux États-Unis au 1^{er} trimestre 2017, stabilité à des niveaux faibles en Europe

Page 45

Dans cet article, nous nous intéressons aux tendances actuelles et aux perspectives des événements de crédit extrêmes des obligations spéculatives américaines et européennes : les taux de défaut des titres HY américains devraient atteindre un pic au 1^{er} trimestre 2017, alors que ceux des obligations HY européennes devraient rester bas et stables au cours des trimestres à venir.

Éclairage sectoriel

8 Technologie automobile – De la conduite assistée à la conduite autonome

Page 47

Chaque année l'automobile tue 1,2 million de personnes. À 90 % les accidents sont le résultat d'erreurs humaines. Il nous paraît donc logique voire urgent de chercher à suppléer l'homme via des systèmes d'aide à la conduite.

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

BCE, Fed, Trump, Renzi, Rajoy, Brexit...
quels sont les « game changers »...
s'il y en a ?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Le mois d'août aura été un mois d'accalmie sur les marchés financiers : pas de choc aux États-Unis, léger mieux dans les pays émergents, repli du stress qui s'était manifesté suite au référendum britannique... Les indices MSCI sont restés globalement stables (+0,2 % pour le MSCI World, +0,5 % pour le MSCI Europe) : seul l'indice pays émergents a surperformé (+3,2 %). Les indices boursiers européens ont également peu bougé : inchangés en France ou en Italie, et en progression modérée en Espagne (+0,8 %) et en Allemagne (+2,4 %). À noter cependant le rebond significatif du prix du pétrole (le Brent a progressé de 18 % à 50 dollars le baril) et la remontée des taux longs : + 16pb pour le taux 10 ans US (1,60 %), + 8pb en Allemagne (-0,04 %), + 13pb au Japon (-0,06 %) ... le taux 10 ans britannique est quant à lui revenu vers 0,55 % (-12pb).

Cette accalmie ne doit pas masquer les risques actuels, mais elle ne doit pas non plus être considérée comme une anomalie. Comme toujours, des questions demeurent. Sept d'entre elles nous paraissent cruciales à ce stade et ont été discutées lors de notre tout dernier comité d'investissement :

- QUESTION # 1 La BCE va-t-elle prolonger son programme de QE au-delà de mars 2017 ou va-t-elle préparer les marchés financiers à un abandon progressif ?
- QUESTION # 2 La BCE peut-elle décider d'acheter des actions ou des titres bancaires ?
- QUESTION # 3 La Fed va-t-elle poursuivre son mini-cycle de resserrement monétaire en 2016 ?
- QUESTION # 4 Le référendum italien va-t-il entraîner la démission de Matteo Renzi et provoquer une nouvelle crise politique en Italie ?
- QUESTION # 5 L'Espagne se dirige-t-elle vers une crise politique ?
- QUESTION # 6 Que se passera-t-il si Donald Trump accède à la présidence des États-Unis ?
- QUESTION # 7 Le Royaume-Uni actionnera-t-il l'article 50 menant à la sortie de l'UE ?

QUESTION # 1 La BCE va-t-elle prolonger son programme de QE au-delà de mars 2017 ou va-t-elle préparer les marchés financiers à un abandon progressif de son programme ?

La situation économique et financière de la zone euro s'est nettement améliorée depuis que la BCE a pris les choses en main, notamment via son programme non conventionnel. Il a permis notamment de maîtriser la volatilité et d'assurer une meilleure solvabilité des États européens (baisse des conditions de financement et présence systématique et ample d'un acheteur institutionnel, la BCE). Savoir que la banque centrale européenne achètera bien plus que les émissions nettes de l'ensemble des États européens a en effet de quoi rassurer les détenteurs de titres, et jouer contre la BCE devient un jeu dangereux. Plus discutable est le passage des taux d'intérêt en territoire négatif, notamment concernant la rentabilité des banques : rien n'est pire que des taux bas ou négatifs et des courbes de taux ultra-plates, comme cela est le cas aujourd'hui.

L'essentiel

Quelques points clés se dégagent en cette fin d'été.

- La croissance mondiale n'accélère pas, mais elle ne fléchit pas. Elle reste tirée par la demande interne et le commerce mondial a perdu de son importance.
- Les politiques monétaires vont rester globalement accommodantes : baisse des taux au RU, poursuite du QE en zone euro et au Japon, tandis que la Fed reste loin d'une normalisation de sa politique.
- L'inflation reste sous contrôle, y compris aux États Unis malgré la remontée des salaires.
- Les taux longs restent ancrés à de bas niveaux, et notamment dans les zones où les banques centrales achètent beaucoup d'actifs (Japon) ou bien plus que les montants d'émissions nettes (zone euro).
- La recherche de rendement et de *spread* reste l'élément moteur des investissements.
- Avec des taux bas et une croissance satisfaisante, la valorisation des actifs risqués ne peut que rester élevée.
- La remontée du prix du pétrole donne de l'intérêt aux devises matières premières.
- Bon nombre de marchés émergents en bénéficient, avantaagés par des valorisations attractives et le retour des flux de capitaux.
- Rester sélectif, sur les émergents (quelques risques spécifiques), et sur l'Europe (élections à venir ou blocages politiques). Autrement dit, même si les valorisations sont attractives, beaucoup de divergences demeurent en termes de risque.
- Le blocage politique en Espagne représente un risque au moins aussi important que le référendum italien à venir. La BCE protège sans conteste la dette italienne et la dette espagnole, mais à l'heure actuelle, le risque espagnol est peut-être sous-estimé alors que le risque italien nous semble surestimé.
- Certains risques ont reflué (normalisation monétaire de la Fed, *hard landing* chinois, fin du QE en zone euro notamment) ; d'autres sont stables (impacts du Brexit). En revanche, les incertitudes politiques ont progressé : c'est le cas de l'Espagne, de l'Italie, de la France et des États-Unis, même s'il y a de moins en moins de risque de voir D. Trump parvenir au poste de président des États-Unis.

Comme en plus les banques font encore face à un coût du capital élevé, cette mesure n'est pas adéquate. Les banques n'ont d'ailleurs pas cessé de déposer des liquidités à la BCE, et ces montants ont désormais dépassé la barre des 1 000 milliards d'euros (contre un peu plus de 100 milliards lors de la mise en place du QE). Miser sur de nouvelles baisses des taux n'a plus aucun sens à ce stade. Il nous semble en revanche évident que la BCE annoncera (sans doute en septembre) que le QE ira au-delà de mars 2017 et couvrira sans doute l'ensemble de l'année à venir. Cela permettra d'ailleurs d'atténuer les risques politiques qui se profilent à l'horizon (voir plus bas).

QUESTION # 2 La BCE peut-elle décider d'acheter des actions ou de la dette bancaire ?

La BCE achète des obligations d'État, des obligations d'entreprises *Investment grade* (hors titres bancaires), des ABS, et cela pèse sur la liquidité des marchés de taux. Cela est tellement vrai que miser sur des remontées de taux dans un tel environnement ne semble pas judicieux. Continuer à acheter alors que certains États n'émettent plus ou émettent de moins en moins de papier devient de plus en plus compliqué, d'où l'idée évoquée par certains (conscients de ce constat et considérant que la Banque du Japon trace la voie de la BCE), que l'achat d'actions ou de dette bancaire senior devient inévitable. Nous ne misons pas là-dessus. Le but de la BCE n'est pas d'acheter des actifs en soi, mais de peser sur le comportement entre épargne et consommation d'une part, et de remodeler l'épargne (ou sa structure) d'autre part (voir sur ce point « *Searching for the savings accelerator/multiplier* » P. Blanqué — Ph. Ithurbide juillet 2016). Or l'épargne des ménages européens n'est pas assez « riche » en actions pour qu'une telle mesure soit efficace. Quant à la dette bancaire, elle a été jusqu'ici exclue du programme de QE. La BCE a pris le parti d'apporter de la liquidité aux banques (TRO, LTRO) et de faciliter leur financement (taux bas) et non de les soutenir directement, compte tenu du lien étroit entre banques et titres d'État et du risque d'aléa moral que représenterait l'achat de dettes bancaires. L'attitude de la BCE nous paraît extrêmement cohérente et sortir de la logique actuelle nous semble dangereux ou contre-productif.

QUESTION # 3 La Fed va-t-elle poursuivre son mini-cycle de resserrement monétaire en 2016 ?

Cela fait désormais plusieurs trimestres que la Fed prépare régulièrement les marchés financiers à des hausses de taux. Elle s'est ravisée à plusieurs reprises, compte tenu du contexte chinois, des pics de volatilité ou des distorsions non souhaitées sur les cours de change. J. Yellen et S. Fisher, les présidents et vice-président de la Fed reparlent de hausses des taux, et il y a fort à parier qu'ils passeront à l'acte d'ici la fin de l'année. Nous nous refusons à employer les termes de normalisation ou de cycle monétaire. La Fed va rester extrêmement graduelle, et extrêmement prudente. Mais petit à petit, les taux d'intérêt directeurs progressent, c'est un fait indéniable. Rien qui motive cependant un choc sur les marchés obligataires. Certes, les salaires progressent, mais l'inflation reste contenue, notamment l'inflation sous-jacente. Par ailleurs, le rythme des créations d'emploi est actuellement en repli et le taux de chômage a stoppé sa baisse. Les indicateurs précurseurs plaident pour une croissance proche de 2 %, pas plus. Autrement dit, il n'y a pas d'urgence pour la Fed, et une politique monétaire trop agressive générerait sans doute davantage de risque de fléchissement de croissance, un risque excessif au regard des (relativement faibles) risques d'inflation actuels. En somme, une hausse des taux fin 2016 et une hausse des taux en 2017, tel est notre scénario central s'agissant de la Fed.

QUESTION # 4 Le référendum italien va-t-il entraîner la démission de Matteo Renzi et provoquer une nouvelle crise politique en Italie ?

Les élections de 2016 et 2017 pourraient bien amener sur le devant de la scène de nouveaux leaders dans bon nombre de pays : en Allemagne, en France, en Italie et en Espagne. Quand on sait qu'il y aura bientôt un nouveau président aux États-Unis et que depuis quelques semaines, un nouveau premier ministre est aux commandes au Royaume-Uni, on prend la mesure des changements

“ La BCE annoncera avant la fin de l'année que le QE ira au-delà de mars 2017 ”

“ Le QE ne sera pas élargi aux actions et aux dettes bancaires ”

“ Une hausse des taux fin 2016 et une hausse des taux en 2017, tel est notre scénario central s'agissant de la Fed ”



qui vont affecter l'Europe. Contrairement aux autres pays, l'Italie n'est pas en train de préparer des élections générales, mais un référendum.

> Rappel des échéances politiques en Union européenne

La BCE protège les marchés obligataires des risques politiques, et c'est heureux tant les échéances politiques sont nombreuses en Europe.

- Référendum en Hongrie sur les quotas d'immigration le 2 octobre 2016
- Élection présidentielle en Autriche, initialement prévue le 2 octobre, probablement reportée le 27 novembre ou le 4 décembre 2016
- Référendum sur la constitution en Italie entre le 15 novembre et le 5 décembre selon la dernière annonce
- Élections générales aux Pays-Bas en mars 2017
- Élections présidentielles (23 avril et 7 mai 2017) et législatives (11 juin et 18 juin) en France
- Élections générales en Allemagne à l'automne 2017

Nous avons développé dans cet article les échéances les plus immédiates (Espagne, Italie et États-Unis). Nous ne manquerons pas d'analyser dans les meilleurs délais les deux grands chocs de 2017 : les élections françaises et allemandes.

Le référendum italien porte essentiellement sur la réforme du Sénat (pour davantage de détails et une analyse complète, lire l'article N° 3 « Les éléments clés du référendum italien »).

4 scénarios sont possibles :

- **Scénario 1 : vote favorable lors du référendum et maintien de Matteo Renzi au poste de premier ministre.** Sans aucun doute le meilleur scénario : pas de crise politique, stabilité gouvernementale, poursuite des réformes, satisfaction des pays européens...
- **Scénario 2 : vote défavorable lors du référendum, démission de Renzi et préparation de nouvelles élections générales :** le pire des scénarios, pouvant mener à une instabilité/crise politique et entraînant à coup sûr une période d'arrêt pour les réformes.
- **Scénario 3 : vote défavorable lors du référendum, démission de Renzi et la nomination d'un gouvernement technique :** un scénario peu plaisant car le nouveau gouvernement aurait sans doute pour mission de faire passer en premier lieu une réforme constitutionnelle. La mise entre parenthèses de nouvelles réformes et le repli politique de l'Italie seraient préjudiciables en termes de perception du risque politique.
- **Scénario 4 : vote défavorable lors du référendum et maintien de Matteo Renzi au poste de premier ministre.** Il y a encore quelques semaines, ce scénario avait une probabilité faible car le Premier ministre avait lui-même annoncé sa démission et la fin de sa carrière politique en cas de rejet du référendum. Il s'est ravisé depuis, son sort ne devant pas être lié à une réforme du Sénat d'une part, et sans doute d'autre part après discussions avec ses partenaires européens (Allemagne et France en tête) qui souhaitent conserver un interlocuteur de qualité comme Renzi (constructif, réformateur...).

Nous ne pouvons pas faire de prévisions sur le vote d'un peuple, seulement nous fier aux sondages... mais il nous semble que la probabilité de voir Matteo Renzi rester en poste (en cas de vote favorable ou défavorable) est élevée. Autrement dit, on ne devrait pas assister à une phase d'instabilité/crise/chaos politique. Bonne nouvelle pour ce pays qui est à la traîne en termes de croissance économique (notamment en comparaison avec l'Espagne, son « comparable » sur les marchés), mais dont la dette est protégée par la BCE et continue d'attirer les investisseurs (recherche de rendement et de *spread*).

QUESTION # 5 L'Espagne se dirige-t-elle vers une crise politique ?

L'Espagne est dans l'impasse. Fin août, Mariano Rajoy n'est pas parvenu à obtenir la confiance du Parlement. Les députés espagnols ont ainsi refusé de le reconduire au pouvoir, ce qui prolonge une crise politique qui a débuté il y a

“ La probabilité de voir Matteo Renzi rester en poste (en cas de vote favorable ou défavorable) est élevée ”

huit mois et qui déclenche un compte à rebours de deux mois de négociations avant la convocation de nouvelles élections, les troisièmes en un an).

Mariano Rajoy avait besoin de la majorité absolue de 176 voix sur 350 pour être investi, comme il le souhaitait, à la tête d'un gouvernement minoritaire. Il n'en a obtenu que 170 votes : 137 en provenance de son parti, le Parti Populaire, 32 du parti libéral Ciudadanos et 1 de l'archipel des Canaries. Il s'agit simplement de la répétition du scénario qui avait suivi les élections du 20 décembre 2015 : en l'absence d'accord pour former un gouvernement entre les quatre grands partis – les deux grands partis traditionnels (le parti populaire (PP) et le parti socialiste (PSOE)), et les deux nouveaux (la gauche radicale incarnée par Podemos et Ciudadanos), il avait fallu organiser de nouvelles législatives en juin qui n'avaient pas non plus permis de dégager une majorité. En fait, l'Espagne n'a plus de véritable gouvernement depuis décembre dernier, car Mariano Rajoy assure l'intérim avec des pouvoirs limités. Même si cela n'a pas trop affecté le marché de la dette espagnole (la Belgique s'était retrouvée dans la même situation pendant plus de deux ans), cela n'est évidemment pas sans conséquences : poursuite des réformes structurelles, préparation du budget 2017 (il doit pourtant le présenter à la mi-octobre à la commission européenne).

Selon la Constitution du Royaume d'Espagne, le rejet du vote de confiance de la fin août force les partis politiques à définir une formule de gouvernement dans un délai de deux mois. Dans le cas contraire, le Parlement sera dissous automatiquement au 31 octobre et de nouvelles élections devront être convoquées. La situation n'est pas (pas encore?) totalement bloquée et Mariano Rajoy pourrait rapidement être perçu comme l'homme du dissensus. Un nouveau leader ou un gouvernement technique sont les deux issues immédiates les plus probables. Sinon, il faudra espérer que se dégage une vraie majorité lors des prochaines élections. Pour l'instant, le QE de la BCE protège bien les marchés de taux espagnols.

“ Une situation politique bloquée, mais qui n'affecte pas trop les marchés de la dette... grâce à la BCE ”

QUESTION # 6 Que se passerait-il si Donald Trump accédait à la présidence des États-Unis ?

Les élections américaines du 8 novembre vont départager Hillary Rodham Clinton (démocrate – New York), Donald Trump (républicain – New York), Gary Earl Johnson (libertarien – Nouveau Mexique) et Jill Stein (écologiste – Massachusetts). Le prochain président entrera en fonction le 20 janvier 2017.

Nombreux sont ceux qui considèrent déjà que Donald Trump n'a quasiment aucune chance d'être élu, car il ne pourra pas rassembler les 270 délégués nécessaires pour accéder à la Maison-Blanche. Quatre raisons essentielles à cela :

- La carte électorale avantage fortement le candidat démocrate ;
- Durant la campagne électorale, il n'a ménagé pratiquement aucune minorité (minorité hispanique, minorité noire), et ses positions sur les femmes ou sur les homosexuels ont marqué les esprits... or on sait l'importance du vote des minorités ;
- Son électorat n'est pas assez diversifié géographiquement ;
- Ses positions ont été jugées tellement excessives que même certains républicains souhaitent ouvertement sa défaite.

Actuellement, les républicains contrôlent la Chambre des représentants (246 sièges sur 435), et le Sénat (54 sièges sur 100). Le 8 novembre seront renouvelés tous les sièges de la Chambre et 34 sièges de sénateurs : il est possible que le Sénat passe sous le contrôle des Démocrates. Que se passerait-il si Donald Trump accédait à la présidence des États-Unis ?

Sur le plan international et idéologique, D. Trump s'est montré agressif à l'encontre de l'Europe, de la Chine, de son voisin mexicain, de l'Islam... aucune concession, beaucoup d'agressivité et de provocation, et on a du mal à imaginer qu'il mette en pratique ses différentes propositions. Sur ce point, c'est la totale inconnue, à la différence d'Hillary Clinton, dont les positions sont d'autant plus claires et connues qu'elle a pu les mettre en pratique au cours de ces dernières années.



Sur le plan économique, ce que l'on perçoit de Donald Trump au travers de ses déclarations, c'est qu'il incarne le keynésianisme protectionniste. Cela se traduit par :

- Des baisses d'impôts (tous les impôts, aux personnes et aux entreprises), de façon significative : réduction du nombre de tranches de l'impôt sur le revenu de 7 à 3 et du taux d'imposition de la tranche supérieure de 39,6 % à 25 %, taxation des gains en capital et des dividendes à 20 % maximum, réduction de l'impôt sur les sociétés de 35 % à 15 %...
 - Une relance des dépenses, notamment en infrastructures ;
 - Une réduction des déficits publics non par la rigueur mais du fait du retour de la croissance ;
 - Un recours plus marqué aux droits de douane (D. Trump a évoqué la mise en place de droits de douane de 35 % imposables aux produits mexicains, de 45 % aux produits chinois et de 10 % au reste du monde) et aux barrières commerciales non tarifaires. Il a également critiqué les accords commerciaux actuels (ALENA, OMC) et s'est opposé à la ratification de l'accord transpacifique (TPP). Il promet enfin la fin du « harcèlement réglementaire ».
- Une élection d'Hillary Clinton serait la garantie de la continuité de la politique économique actuelle.

Trois scénarios en présence :

- **Scénario 1 : H. Clinton est élue présidente** : forte probabilité à l'heure actuelle ;
- **Scénario 2 : élu, D. Trump met en place ce qu'il a annoncé durant sa campagne électorale** : faible probabilité à l'heure actuelle compte tenu d'une part du manque de support des membres du Congrès, y compris dans son propre camp, et d'autre part du caractère extrême de certaines mesures (droits de douane exorbitants, mur entre Mexique et États-Unis, relations internationales avec Chine notamment...). En bref, l'adoption des mesures annoncées accélérerait le recul du commerce mondial actuel.
- **Scénario 3 : élu, D. Trump est forcé de revoir sa copie**, et on imagine assez bien que seules les mesures favorables à la croissance domestique comme la baisse des impôts, la relance des dépenses en infrastructures seraient mises en place. En cas d'élection de Trump, c'est le scénario le plus probable.

Au total, compte tenu du « choc d'incertitude », une élection de D. Trump devrait se traduire au regard de son programme par un dollar globalement plus faible (D. Trump rejette le « dogme du dollar fort »), une dépréciation du renminbi (la Chine devrait faire face à des risques de barrières douanières élevées), des craintes de fort fléchissement de la croissance mondiale (une croissance vers les 2 %, voire moins ?) et donc un premier effet très négatif sur les marchés d'actions. Les économies ouvertes seraient les plus touchées par cet événement (ou par les craintes de mise en place d'un tel programme), économies émergentes en tête, puis Europe. L'économie américaine serait elle-même en risque, sur sa croissance d'une part, et sur le financement de sa dette d'autre part : quid du support des investisseurs étrangers, Chine en tête ou de l'impact de la baisse du dollar ? Le portage de la dette américaine sur le Japon ou l'Europe sera-t-il suffisant pour protéger de la baisse du billet vert?... Tout cela à supposer que D. Trump soit élu (ce dont nous doutons), et qu'il veuille mettre réellement en place tout ce qu'il semble proposer (ce dont nous doutons très fortement) ou qu'il puisse le faire grâce à l'accompagnement du prochain Congrès (ce dont nous doutons également fortement). Si l'on se positionne dans le cas du scénario le plus probable les mesures de D. Trump (favorables à la croissance, aux entreprises américaines, à un dollar moins fort et à la consommation notamment) seraient adoptées et elles devraient bénéficier aux marchés d'actions... Une victoire d'Hillary Clinton (plus probable) représente bien moins d'incertitude : ses actions à venir sont bien identifiées (continuité de la politique économique et de la politique internationale actuelles) et ne représenteraient aucun risque supplémentaire pour les marchés financiers.

QUESTION # 7 Le Royaume-Uni actionnera-t-il l'article 50 menant à la sortie de l'UE ?

« *Brexit signifie Brexit et il faut en faire un succès politique* », telle était la position de Theresa May le jour de sa nomination au poste de premier ministre.



Une élection de Trump synonyme de net fléchissement de la croissance mondiale ? Oui... s'il fait ou peut vraiment faire ce qu'il annonce ”



Le résultat du référendum apparaît désormais davantage comme une entrave à l'action du gouvernement qu'à un prérequis pour une liberté d'action retrouvée ”

« Cela signifie qu'il n'y aura pas de deuxième référendum », ajoutait-elle. Depuis, même si l'esprit est inchangé, l'action reste floue. À l'issue du dernier séminaire gouvernemental portant sur le Brexit (31 août), il est bien difficile d'y voir clair. Rien de concret n'est ressorti des débats. Les Anglais sont soucieux de l'absence de négociateurs chevronnés dans leurs rangs (cela fait maintenant 35 ans que l'Union européenne négocie au titre de ses pays membres). Ils ont par ailleurs bien conscience du manque d'honnêteté des leaders du Brexit qui ont sous-évalué, atténué ou caché les vrais dangers d'une sortie de l'Union (que l'on a résumés dans le tableau ci-dessous).

Brexit : rappel des scénarios en présence

Les prochaines négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne liées au Brexit auront-elles un impact économique décisif sur le Royaume-Uni ?

1^{er} scénario : le Royaume-Uni conserve son accès au marché unique et son adhésion à l'Espace économique européen (EEE), comme c'est le cas de la Norvège, qui, par ailleurs, contribue au budget européen et autorise la libre circulation des biens et des personnes, mais n'est pas liée à l'UE par un accord de libre-échange.

2^e scénario : le Royaume-Uni conserve son adhésion à l'Association européenne de libre-échange (AELE), tout comme la Norvège, mais avec des accords commerciaux bilatéraux négociés avec l'UE, comme la Suisse. Il faut garder à l'esprit que la Suisse est soumise à certaines restrictions, par exemple concernant l'accès de son secteur bancaire à l'UE. Ce sera un point déterminant pour le Royaume-Uni.

3^e scénario : le Royaume-Uni n'obtient aucun accord commercial particulier, mais la suppression des droits de douane entre le Royaume-Uni et l'UE, comme c'est par exemple le cas du Canada. Certains partisans du Brexit souhaitent la levée des droits de douane avec l'UE.

4^e scénario : le Royaume-Uni renégocie un à un les accords commerciaux avec les partenaires de l'UE.

5^e scénario : l'OMC uniquement (Organisation mondiale du commerce), c'est-à-dire la clause de la nation la plus favorisée.

L'impact sur le PIB devrait être assez négatif, surtout si les accords commerciaux ne sont pas renouvelés.

Scénario	Droits de douane	Accès libre au marché unique	Politique commerciale indépendante	Influence sur la réglementation européenne	Politique d'immigration indépendante	Contribution au budget de l'UE	Probabilité
Espace Economique Européen (cf. Norvège)	Non	Oui	Non	Non (pas de droits de vote)	Non	Oui, mais contribution réduite	15 %
Accords bilatéraux (cf. Suisse)	Non	Oui, pour les biens, pas pour les services	Oui	Non	? (la Suisse ne peut pas restreindre les flux de l'UE)	Oui, mais contribution réduite	15 %
Union douanière (cf. Turquie)	Non	Non	Non	Non	Oui	Non	5 %
Accord de libre-échange (cf. Canada)	Non	Oui, pour les biens, pas pour les services	Oui	Non	Oui	Non	60 %
Pays OMC	Barrières tarifaires et non tarifaires de l'UE	Non	Oui	Non	Oui	Non	5 %
Souhait du RU	Idéalement décidés par le RU	Oui	Oui	-	Oui	Non	

Le résultat du référendum apparaît désormais davantage comme une entrave à l'action du gouvernement qu'à un prérequis pour une liberté d'action retrouvée. Des membres de son gouvernement ont proposé de renoncer au déclenchement de l'article 50 (qui conduit au début des négociations de sortie de l'Union) avant les élections générales allemandes (automne 2017). On savait dès le résultat du référendum que l'activation de l'article 50 ne serait pas imminente... on en a eu des preuves supplémentaires durant l'été. Sur un plan économique et financier, il est bien difficile d'affirmer que le Royaume-Uni sortirait finalement gagnant.



Sur un plan politique, le gouvernement britannique peut-il renier un vote référendaire ? telle est la vraie question. Si l'on se fie aux récentes déclarations de Teresa May, il n'y a pas d'ambiguïté : « *Il n'y aura aucune tentative de rester dans l'UE par la petite porte; dans les faits, nous allons procéder au Brexit* ». Quand ? La question reste ouverte... et pour l'instant sans réponse...

**Que peut-on déduire de ces questions – réponses ?
Impacts sur notre allocation d'actifs en 12 points**

1. La **croissance** mondiale n'accélère pas, mais elle ne fléchit pas, et c'est plutôt une bonne nouvelle. L'autre bonne nouvelle, c'est qu'elle reste tirée par la demande interne. En conséquence, le commerce mondial a perdu de son importance. Nous continuons de miser sur une croissance mondiale de l'ordre de 3 %, une croissance américaine autour de 2 % (en ligne avec ce que laissent supposer les indicateurs précurseurs actuellement), et une croissance européenne autour de 1,5 % (avec des divergences intra-zone).
2. Les **politiques monétaires** vont rester globalement accommodantes : baisse des taux au RU, poursuite du QE en zone euro et au Japon. On s'attend à des resserrements monétaires modérés aux États-Unis, et la Fed reste bien loin d'une normalisation de sa politique de taux d'intérêt.
3. L'**inflation** reste sous contrôle, y compris aux États Unis malgré la remontée des salaires.
4. Les **taux longs** restent ancrés à de bas niveaux, et notamment dans les zones où des acteurs institutionnels comme les banques centrales achètent beaucoup d'actifs (Japon) ou bien plus que les montants des émissions nettes (zone euro).
5. La **recherche de rendement et de spread** reste l'élément moteur des investissements
6. Avec des taux bas et une croissance satisfaisante, la **valorisation des actifs risqués** ne peut que rester élevée... et donc attractive.
7. La remontée du prix du **pétrole** donne de l'intérêt aux devises matières premières.
8. Bon nombre de **marchés émergents** en bénéficient, avantagés par des valorisations attractives et le retour des flux de capitaux. Ils commencent à être en ligne avec les espoirs identifiés il y a quelques mois (voir sur ce point notre article de mai 2016 « *Pourquoi les marchés émergents peuvent tirer leur épingle du jeu en 2016* »)
9. Cela ne veut pas dire qu'il ne faut pas **être sélectif**, bien au contraire : nous le sommes déjà depuis bien longtemps sur les marchés émergents (où demeurent des **risques spécifiques** importants : le Brésil en a apporté une illustration récente). Même chose en Europe, avec les élections à venir ou les blocages politiques actuels. Autrement dit, même si les valorisations sont attractives, beaucoup de **divergences** demeurent en termes de risque et de perception du risque.
10. **Espagne** et **Italie** sont comparables aux yeux des investisseurs. Le blocage politique en Espagne représente un risque au moins aussi important que le référendum italien. Le contexte actuel plaide pour la recherche de rendement et de *spread*, et la BCE protège sans conteste la dette italienne et la dette espagnole, mais les événements récents vont inciter à passer de l'une à l'autre au gré des déclarations et événements. L'arbitrage entre ces deux dettes va sans doute animer les marchés de la dette européenne au cours des mois à venir. À l'heure actuelle, le risque espagnol est peut-être sous-estimé alors que le risque italien nous semble surestimé.
11. L'approche questions – réponses développée ci-dessus a mis en avant les différents risques en présence. Rappelons toutefois, car cela est crucial à ce stade, que **certains risques ont reflué** (normalisation monétaire de la Fed, *hard landing* chinois, fin du QE en zone euro

“ Le risque espagnol est peut-être sous-estimé alors que le risque italien nous semble surestimé ”



notamment) ; **d'autres sont stables** (impacts du Brexit). **Les incertitudes politiques ont cependant progressé** ces dernières semaines : c'est le cas de l'Espagne, de l'Italie, de la France... ou même des États-Unis.

12. Conserver des stratégies de macro-hedging a encore du sens : nous avons identifié plusieurs stratégies l'an dernier, dont les positions longues US Treasuries, volatilité et or. Nous les conservons. Les échéances politiques italiennes, espagnoles et américaines, les discussions sur les QE, notamment en Europe sont des éléments qui devraient ajouter de la volatilité et des épisodes de stress sur les actifs risqués. **Il ne s'agira pas de renversement radical, d'où l'idée de protéger, non de modifier radicalement les portefeuilles.** Garder quand même en tête qu'une élection de D. Trump avec la possibilité/volonté de mettre en place les mesures parfois extrêmes annoncées lors de sa campagne représente un risque extrême pour la croissance mondiale, les économies émergentes et européennes (ouvertes vers l'extérieur), le dollar et les marchés d'actions. Un vrai choc d'incertitude.

“
Les incertitudes politiques ont progressé ces dernières semaines
”

> **Stratégies de Macro Hedging**

	Variation sur 1 mois	0	+	++	+++	
Long US Treasuries	→		▣			<p>La période estivale a été plutôt clémente pour les marchés financiers. Le stress post-Brexit est retombé, et les difficultés politiques (Espagne, Italie...) ou géopolitiques n'ont pas remis en cause l'accalmie.</p> <p>Sur les produits de taux, la présence de la BCE rassure, et il est toujours question de l'extension de son programme d'achats d'actifs. Les risques n'ont toutefois pas disparu, et rester long en volatilité, long or et long obligations américaines (dollar et portage) garde du sens.</p>
Long Bunds	→	▣				
Long USD	→	▣				
Long JPY	→	▣				
Long volatilité	→		▣			
Long cash USD	→	▣				
Long Or	→		▣			
Long US TIPS	→		▣			

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



Allocation d'actifs: vues et convictions multi-classes

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

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

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

	Variation sur 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions	Actions US	→			□			
	Actions Japonaises	→			□			
	Actions Euro	↓			□			
	Actions UK	→			□			
	Actions Pacifique excl. Japon	→			□			
	Actions Marchés émergents	→					□	
Obligations gouvernementales	US bonds, court	↓			□			
	US bonds, long	↓			□			
	Euro core, court	→		□				
	Euro core, long	→					□	
	Euro périphériques	→					□	
	UK bonds	→				□		
Obligations d'entreprises	Japanese bonds	→			□			
	IG US	→					□	
	HY US	→					□	
	IG EURO	→					□	
	Euro HY	→					□	
	Dettes EMG devises « dures »	→					□	
Change	Dettes locale EMG	→					□	
	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
- Petite préférence pour les actions zone euro (mais neutre financières et sous-pondéré utilities) vs US
- Marchés émergents : choix pays clivant mais biais de nouveau positif globalement. Au sein des pays émergents :
 - Surpondéré : Inde, Thaïlande, Pérou, Europe, Philippines, Russie
 - Neutre : Indonésie
 - Sous-pondéré : Taïwan, Grèce, Malaisie, Chine, Afrique du Sud, Brésil, Turquie
- Positions longues en devises EMG

> Portefeuilles obligataires

- Surpondération crédit
- Réduction des positions sur les financières
- Duration : globalement neutre, avec un biais short sur les segments à taux négatifs et court duration en GBP et JPY.
- Long duration en cœur zone euro
- 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 vs EUR
- Neutre sur GBP mais pas plus
- Augmentation des positions longues en devises matières premières (RUB, BRL, MXN), plutôt short (CNH, KRW, TWD, CLP)
- neutre Europe EMG

> Portefeuilles diversifiés

- Légère réduction du risque global
- Portefeuilles globalement neutre en actions
- Positions longues réduites en actions zone euro
- Rester neutre actions japonaises et US
- Rester surpondéré actions émergentes
- Garder la surpondération en obligations périphériques euro par rapport au cœur... mais « fair value » proches ou atteintes
- Conserver les positions longues govies US (portage + macro-hedging)
- Obligations d'entreprises : positif sur HY et sur IG
- 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 dix-sept principaux facteurs de risque probabilisés avec les impacts de marchés qui nous paraissent les plus crédibles.

[risque # 1] **Un changement radical de politique économique aux États-Unis**

[PROBABILITÉ] **10 %**

ANALYSE Les élections américaines du 8 novembre vont départager Hillary Rodham Clinton (démocrate – New York), Donald Trump (républicain – New York), Gary Earl Johnson (libertarien – Nouveau Mexique) et Jill Stein (écologiste – Massachusetts) et le prochain président entrera en fonction le 20 janvier 2017. Nombreux sont ceux qui considèrent déjà que Donald Trump n'a quasiment aucune chance d'être élu, car il ne pourra pas rassembler les 270 délégués nécessaires pour accéder à la Maison-Blanche. Actuellement, les républicains contrôlent la Chambre des représentants (246 sièges sur 435) et le Sénat (54 sièges sur 100). Le 8 novembre seront renouvelés tous les sièges de la Chambre et 34 sièges de sénateurs : il est possible que le Sénat passe sous le contrôle des Démocrates. Que se passerait-il si Donald Trump accédait à la présidence des États-Unis ?

Sur le plan international et idéologique, D. Trump s'est montré agressif à l'encontre de l'Europe, de la Chine, de son voisin mexicain, de l'Islam... aucune concession, beaucoup d'agressivité et de provocation, et on a du mal à imaginer qu'il mette en pratique ses différentes propositions. Sur ce point, c'est la totale inconnue, à la différence d'Hillary Clinton, dont les positions sont d'autant plus claires et connues qu'elle a pu les mettre en pratique au cours de ces dernières années.

Sur le plan économique, ce que l'on perçoit de Donald Trump au travers de ses déclarations, c'est qu'il incarne le keynésianisme protectionniste. Cela se traduit par : i) des baisses d'impôts (pour les ménages et pour les entreprises), de façon significative : réduction du nombre de tranches de l'impôt sur le revenu de 7 à 3 et du taux d'imposition de la tranche supérieure de 39,6 % à 25 %, taxation des gains en capital et des dividendes à 20 % maximum, réduction de l'impôt sur les sociétés de 35 % à 15 % ; ii) une relance des dépenses, notamment en infrastructures ; iii) une réduction des déficits publics non par la rigueur mais du fait du retour de la croissance ; iv) un recours plus marqué aux droits de douane (D. Trump a évoqué la mise en place de droits de douane de 35 % imposables aux produits mexicains, de 45 % aux produits chinois et de 10 % au reste du monde) et aux barrières commerciales non tarifaires. Il a également critiqué les accords commerciaux actuels (ALENA, OMC) et s'est opposé à la ratification de l'accord transpacifique (TPP). Il promet enfin la fin du « harcèlement réglementaire ». Une élection d'Hillary Clinton serait la garantie de la continuité de la politique économique actuelle.

Trois scénarios sont en présence :

- **Scénario 1 : H. Clinton est élue présidente** : forte probabilité à l'heure actuelle ;
- **Scénario 2 : élu, D. Trump met en place ce qu'il a annoncé durant sa campagne électorale** : faible probabilité à l'heure actuelle compte tenu d'une part du manque de support des membres du Congrès, y compris dans son propre camp, et d'autre part du caractère extrême de certaines mesures (droits de douane exorbitant, mur entre Mexique et États-Unis, relations internationales avec Chine notamment...). En bref, cela accélérerait le recul du commerce mondial actuel.
- **Scénario 3 : élu, D. Trump est forcé de revoir sa copie**, et on imagine assez bien que seules les mesures favorables à la croissance domestique comme la baisse des impôts, la relance des dépenses en infrastructures seraient mises en place. En cas d'élection de Trump, c'est le scénario le plus probable.

IMPACT DE MARCHÉ Au total, compte tenu du « choc d'incertitude, une élection de D. Trump devrait se traduire au regard de son programme par un dollar globalement plus faible (D. Trump rejette le « dogme du dollar fort »), une dépréciation du renminbi (la Chine devrait faire face à des risques de barrières douanières élevées), des craintes de fort fléchissement de la croissance mondiale (une croissance vers les 2 %, voire moins ?) et donc un premier effet très négatif sur les marchés d'actions. Les économies ouvertes seraient les plus touchées par cet événement (ou par les craintes de mise en place d'un tel programme), économies émergentes en tête, puis Europe. L'économie américaine serait elle-même en risque, sur sa croissance d'une part, et sur le financement de sa dette d'autre part : quid du support des investisseurs étrangers, Chine en tête ou de l'impact de la baisse du dollar ? Le portage de la dette américaine sur le Japon ou l'Europe sera-t-il suffisant pour protéger de la baisse du billet vert ? Tout cela à supposer que D. Trump soit élu (ce dont nous doutons), et qu'il veuille mettre réellement en place tout ce qu'il semble proposer (ce dont nous doutons très fortement) ou qu'il puisse le faire grâce à l'accompagnement du prochain Congrès (ce dont nous doutons également fortement). Si l'on se positionne dans le cas du scénario le plus probable les mesures de D. Trump (favorables à la croissance, aux entreprises américaines, à un dollar moins fort et à la consommation notamment) seraient adoptées et elles devraient bénéficier aux marchés d'actions... Une victoire d'Hillary Clinton (plus probable) représente bien moins d'incertitude : ses actions à venir sont bien identifiées (continuité de la politique économique et de la politique internationale actuelles) et ne représenteraient aucun risque supplémentaire pour les marchés financiers.



Facteurs de risque

[risque # 2] Une crise politique en Italie

[PROBABILITÉ] **10 %**

ANALYSE L'Italie va bientôt (entre le 15/11 et le 05/12) procéder à un référendum dans lequel les électeurs seront invités à se prononcer sur la modification de la Constitution italienne qui vise à transformer le Sénat actuel en un « Sénat des Régions », composé de 100 sénateurs, principalement des conseillers régionaux et des maires. Quatre scénarios sont possibles :

- **Un vote favorable lors du référendum, assorti du maintien de Matteo Renzi au poste de premier ministre** serait sans aucun doute le meilleur scénario possible : pas de crise politique, stabilité gouvernementale, poursuite des réformes, satisfaction des pays européens...
- **Un vote défavorable lors du référendum et le maintien de Matteo Renzi au poste de premier ministre** étaient deux éléments incompatibles il y a quelques semaines encore. En effet, un tel scénario avait une probabilité faible car le Premier ministre avait lui-même annoncé sa démission et la fin de sa carrière politique en cas de rejet du référendum. Il s'est ravisé depuis, son sort ne devant pas être lié à une réforme du Sénat d'une part, et sans doute d'autre part après discussions avec ses partenaires européens (Allemagne et France en tête) qui souhaitent conserver un interlocuteur de qualité comme Renzi (constructif, réformateur...).
- **Un vote défavorable lors du référendum, la démission de Renzi et la nomination d'un gouvernement technique** sont autant d'éléments générant un scénario peu plaisant car le nouveau gouvernement aurait sans doute pour mission de faire passer en premier lieu une réforme constitutionnelle. La mise entre parenthèses de nouvelles réformes et le repli politique de l'Italie seraient préjudiciables en termes de perception du risque politique.
- **Un vote défavorable lors du référendum, une démission de Renzi et la préparation de nouvelles élections générales** constitueraient sans le moindre doute le pire des scénarios, pouvant mener à une instabilité/crise politique et entraînant à coup sûr une période d'arrêt pour les réformes.

Nous ne pouvons pas faire de prévisions sur le vote d'un peuple, seulement nous fier aux sondages... mais il nous semble que la probabilité de voir Matteo Renzi rester en poste (en cas de vote favorable ou défavorable) est élevée.

IMPACT DE MARCHÉ Une crise politique ou même la démission de Renzi (avec la perspective de nouvelles élections) provoqueraient une phase d'instabilité (crise ?) politique. Ce serait une très mauvaise nouvelle pour ce pays qui est à la traîne en termes de croissance économique (notamment en comparaison avec l'Espagne, son « comparable » sur les marchés). Sa dette est néanmoins protégée par la BCE et continue d'attirer les investisseurs (recherche de rendement et de *spread*). Une crise politique affaiblirait ses marchés d'actions et de taux.

[RISQUE # 3] Une crise politique en Espagne

[PROBABILITÉ] **15 %**

ANALYSE L'Espagne est dans l'impasse. Fin août, Mariano Rajoy n'est pas parvenu à obtenir la confiance du Parlement. Les députés espagnols ont ainsi refusé de le reconduire au pouvoir, ce qui prolonge une crise politique qui a débuté il y a huit mois. Selon la Constitution du royaume, le rejet du vote de confiance de la fin août force les partis politiques à définir une formule de gouvernement dans un délai de deux mois. Dans le cas contraire, le Parlement sera dissous automatiquement au 31 octobre et de nouvelles élections devront être convoquées (les troisièmes en un an). Il est actuellement difficile de croire en un accord entre les quatre grands partis – les deux grands partis traditionnels (le parti populaire (PP) et le parti socialiste (PSOE)), et les deux nouveaux (la gauche radicale incarnée par Podemos et Ciudadanos). En pratique, l'Espagne n'a plus de véritable gouvernement depuis décembre dernier, car Mariano Rajoy assure l'intérim avec des pouvoirs limités. Même si cela n'a pas trop affecté le marché de la dette espagnole (la Belgique s'était retrouvée dans la même situation pendant plus de deux ans), cela n'est évidemment pas sans conséquences : poursuite des réformes structurelles, préparation du budget 2017 (il doit pourtant le présenter à la mi-octobre à la commission européenne). La situation n'est pas (pas encore ?) totalement bloquée, mais Mariano Rajoy est perçu comme l'homme du dissensus. Un nouveau leader ou un gouvernement technique sont les deux issues immédiates les plus probables. Sinon, il faudra espérer que se dégage une vraie majorité lors des prochaines élections.

IMPACT DE MARCHÉ Pour l'instant, le QE de la BCE protège bien les marchés de taux espagnols et le blocage politique ne s'est pas transformé en crise ou chaos. Si cela devait arriver, il y a fort à parier que le QE de la BCE ne pourra pas éviter un élargissement net des *spreads* souverains et un repli du marché boursier espagnol. À la différence de l'Italie, l'Espagne a retrouvé un sentier de croissance plus solide, et cela favorise les actifs espagnols. En théorie, préférer la dette corporate à la dette gouvernementale sauf si la BCE (ce que l'on croit) prolonge son programme de QE. Rappelons qu'il n'y a pas en Espagne, tout comme en Italie d'ailleurs, de velléités à promouvoir une quelconque sortie de l'UE, ce qui serait encore pire dans le contexte actuel.

[RISQUE # 4] 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

Facteurs de risque

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. Elle a 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 8 ans revêt plus d'importance que d'habitude. La Fed veille à éviter une appréciation du dollar (les modèles de la Fed indiquent qu'une appréciation du dollar effectif réel de 10 % équivaut à un resserrement monétaire de 175pb). Les indicateurs d'inflation se sont rapprochés de la cible de la Fed et celle-ci (J. Yellen et S. Fisher) prépare de nouveau les marchés à un resserrement monétaire, pour la fin de l'année. Cela devrait avoir lieu, mais attention : la courbe eurodollar avait renvoyé à 2017 le prochain resserrement monétaire. La Fed doit éviter toute 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 Si la Fed fait une erreur, il faudra 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 # 5] 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 lié à la demande intérieure. Ceci est une bonne évolution, mais ce modèle garde des caractéristiques à certains égards inquiétantes : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette enfle, la (faible) compétitivité de l'industrie s'étiole, les gains de productivité sont en retrait... en clair, un fléchissement de la croissance potentielle. La question n'est pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible : c'est un fait bien connu. La question est plutôt de savoir si la croissance ne va pas rapidement (et nettement) passer en dessous de sa croissance potentielle (sans doute entre 3 % et 5 % contre 10 % il y a un peu plus de 10 ans)... En clair, si la Chine ne va pas connaître une crise économique de grande ampleur, un repli plus dramatique de la croissance chinoise viendrait s'ajouter à une liste déjà longue de pressions déflationnistes mondiales. Les indicateurs les plus récents atténuent ce risque.

IMPACT DE MARCHÉ Un tel scénario aurait un impact très négatif et ses effets en cascade seraient particulièrement désastreux : vulnérabilité des systèmes bancaires, vulnérabilité du système financier, vulnérabilité liée à l'endettement public et privé de la Chine, impacts sur les matières premières et les pays émergents, impacts sur les devises des pays exportateurs de matières premières, pays avancés et pays émergents... La Fed interromprait son cycle de resserrement et la BCE poursuivrait son QE.

[RISQUE # 6] Un effondrement de la croissance mondiale

[PROBABILITÉ] **20 %**

ANALYSE Un hard landing chinois entraînerait évidemment 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. Un autre déclencheur potentiel de fléchissement de la croissance mondiale pointe son nez : il s'agit des élections américaines et de la possible (mais peu probable) élection de Donald Trump. S'il est en mesure d'appliquer ce qu'il promet (ce dont nous doutons, sauf à ce que les élections au Sénat et à la Chambre des représentants lui donnent une solide majorité et un soutien indéfectible, ce qui nous semble hautement improbable), les États-Unis entreraient dans une phase marquée d'isolationnisme, de repli des flux d'investissements directs, avec des perspectives de croissance réduites. Les coupes fiscales (nombreuses et conséquentes) et la relance de certaines dépenses (militaires et en infrastructures notamment) ne manqueraient pas de dégrader la situation budgétaire et d'accroître la dette des États-Unis. Le repli du commerce (mise en place de sévères droits de douane) serait dommageable pour bon nombre d'économies, émergentes et/ou ouvertes. L'impact serait tel que le scénario d'une croissance mondiale de 2 % (voire moins) gagnerait du crédit.

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 # 7] 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



Facteurs de risque

États-Unis. Nous avons pour notre part, révisé nos prévisions de croissance pour 2016-2017, et nous misons sur une croissance de l'ordre de 1,5 % en 2016 et 2 % en 2017 (soit environ le niveau de la croissance potentielle actuelle) cf. article 4 « États-Unis : est-ce la fin du cycle ? ». En ce qui concerne les États-Unis, il faut rappeler d'une part la bonne tenue de la consommation (qui représente plus de 70 % du PIB), et d'autre part le grand écart (souvent peu soutenable dans l'histoire) entre le secteur des services (solide) et le secteur manufacturier (plus fragile). La question de fond est de savoir si tout cela va se maintenir. Les indicateurs précurseurs continuent de plaider pour une croissance de l'ordre de 2 % et non pour une croissance négative. Il n'est pas question à ce jour de récession aux États-Unis, mais ce qui inquiète, c'est l'absence de marges de manœuvre de la part de la Fed, incapable jusqu'ici de relever ses taux. La situation actuelle diffère totalement de 2004-2006, deux années durant lesquelles la Fed avait pu relever 17 fois ses taux, pour un total de 400pb, se créant ainsi les marges de manœuvre... qu'elle n'allait pas tarder à utiliser, dès la crise financière. On est bien loin de cette situation aujourd'hui : la Fed est en retard sur son cycle économique, et la stabilité financière – et à un degré moindre le dollar – ne peuvent pas s'offrir de telles hausses de taux.

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

[RISQUE # 8] 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, 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. L'enjeu majeur de la Chine est désormais l'ouverture de son compte en capital : attirer des investisseurs internationaux signifie accepter une politique monétaire moins indépendante, un cours de change plus volatil, des règles différentes entre marché onshore et marché offshore, des flux de capitaux plus volatils, des marchés moins faciles à administrer et davantage dépendants des investisseurs internationaux, une plus grande transparence sur l'état des entreprises et notamment des entreprises d'État... bref, un changement assez radical de gouvernance.

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 # 9] 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 pourraient faire craindre un épisode « à la 1997-1998 » pour les émergents, 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. Le risque est de voir la demande interne se déliter et les politiques économiques devenir totalement inefficaces. Ce risque s'est néanmoins atténué depuis quelques mois : la remontée des prix du brut et l'afflux de capitaux ont redonné des couleurs à ces marchés.

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 faudrait miser sur la poursuite de la baisse des devises EMG, ainsi que des sorties de capitaux des EMG... et favoriser les classes d'actifs des pays avancés, et les valeurs refuge.

Facteurs de risque

[RISQUE # 10] Une nouvelle crise européenne liée au Brexit

[PROBABILITÉ] **10 %**

ANALYSE Les institutions européennes montrent régulièrement leurs limites, car le « dogme de la convergence » ne les avait pas préparées aux scénarios de risque. Il s'agissait de répondre à des problèmes comme le déficit de gouvernance européenne, le manque de coordination des politiques budgétaires, le défaut de surveillance des déséquilibres budgétaires, les écarts de compétitivité entre pays, le caractère encore inachevé du mécanisme de soutien aux pays en difficulté, la sous-estimation des interdépendances entre pays membres (même si le dispositif anti-contagion de la BCE a fortement progressé, il n'en est pas de même du côté budgétaire)... Le récent référendum britannique ajoute une nouvelle couche d'incertitude. La gestion de la sortie du RU de l'UE ressemble fort à la gestion du divorce le plus complexe de l'histoire. Ce qui est sûr, c'est qu'il s'agit d'un test important sur la capacité de l'Europe a (une nouvelle fois), gérer une situation de crise, à convaincre sur l'existence d'un projet pour l'Europe et à ôter toute velléité d'Europe à la carte qui pourrait émerger ici ou là dans l'UE. Une nouvelle crise européenne, si elle devait avoir lieu, pourrait être fatale... à moins d'un grand saut (très peu probable) vers le fédéralisme.

IMPACT DE MARCHÉ On ne connaît que trop bien les impacts négatifs : élargissement des *spreads* souverains et de crédit, hausse de la volatilité... mais avec sans doute cette fois un vrai fléchissement de l'euro. Une nouvelle crise européenne risque fort de valider les scénarios d'éclatement de la zone ou, à tout le moins, de sortie des pays fragiles de la zone... à moins que le scénario 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 # 11] Une plus grande instabilité financière

[PROBABILITÉ] **40 %**

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 # 12] 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 l'absence de liquidité. Rappelons que moins les marchés sont liquides, et moins les prix reflètent les fondamentaux, plus ils sont manipulables, plus les risques de contagion sont forts, plus la volatilité est élevée et instable, et moins leur capacité d'absorption des chocs est élevée. Rien de bien rassurant.

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

[PROBABILITÉ] **30 %**

ANALYSE Ce risque s'est matérialisé à plusieurs reprises et les anticipations sur la Fed et les taux longs ont été revues à la baisse. Le risque de voir les marchés refaire la même erreur est plus faible aujourd'hui : les arguments en faveur du maintien des taux (courts et longs) ne manquent pas (facteurs structurels, institutionnels (attitude des banques centrales) et facteurs cycliques), ce qui explique pourquoi les taux allemands et japonais 10 ans sont passés en territoire négatif et le taux 10 ans US s'est également replié. Les marchés ont eu tendance à anticiper systématiquement trop de hausses depuis près de 5 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 étaient les facteurs généralement avancés pour de telles prévisions. Or les croissances



Facteurs de risque

potentielles sont plus basses, la reprise économique moins soutenue que lors des reprises passées (l'investissement est insuffisant, les salaires contenus, les gains de productivité trop faibles...) et la normalisation monétaire est prématurée. En outre, 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 annonce déjà de nouvelles baisses des taux en réponse au Brexit...

IMPACT DE MARCHÉ Les facteurs de maintien des taux longs à de bas niveaux sont puissants, et même si l'on peut assister de temps en temps à des « repricing » des niveaux de taux longs au gré d'informations, de rumeurs ou d'indicateurs économiques, les courbes de taux pourraient rester plates et basses plus longtemps qu'escompté.

[RISQUE # 14] Les banques s'effondrent

[PROBABILITÉ] **10 %**

ANALYSE Ce risque nous paraît très largement exagéré. Nous ne sommes pas candides pour autant : les taux négatifs pénalisent les banques, le niveau élevé du coût du capital reflète le poids des crises passées, les craintes d'une nouvelle crise, l'incertitude sur la régulation, et la difficulté pour les investisseurs à discriminer les banques et les systèmes bancaires. Ce sont les facteurs principaux de la sous-performance des banques... une sous-performance qui a été amplifiée par le référendum britannique précisément parce qu'il ajoute quelques incertitudes sur la croissance. Nous ne sommes pas non plus exagérément pessimistes. Les banques de 2016 n'ont rien à voir avec les banques de 2008 ou de 2011 : non seulement elles ont levé des montants très élevés de capitaux, mais le dispositif anti-crise de la BCE est désormais bien établi : surveillance bancaire, stress tests... En outre, les facilités d'accès aux liquidités BCE ont fortement réduit risque spécifique et risque systémique depuis plus de deux ans. Cependant, on montre aisément le lien étroit entre sous-performance des banques et baisse des taux longs jusqu'en territoire négatif et la question qui se pose est bien de savoir jusqu'à quel point les banques peuvent faire face à un maintien durable des taux en territoire négatif. Nous n'anticipons pas un effondrement, mais des pressions sur la rentabilité amplifiées par l'enjeu de la digitalisation qui pousse les banques à réduire leur endettement et à rester prudentes en matière de crédit.

IMPACT DE MARCHÉ Parmi les facteurs de fragilité, l'incapacité à discriminer est sans doute le plus gênant : des rumeurs sur une banque allemande, des mauvaises nouvelles sur les banques italiennes ou portugaises, tout cela entraîne des vagues de stress, d'élargissement de *spreads* et de chute des valeurs bancaires. Inutile de montrer en détail les implications sur la stabilité financière et sur les économies si des faillites bancaires devaient se produire.

[RISQUE # 15] 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 était déjà venu conforter ce sentiment d'insécurité début janvier. En 2016 et 2017, de nombreuses élections auront également lieu, dont certaines sont particulièrement importantes : référendum en Hongrie sur les quotas d'immigration le 2 octobre 2016, élection présidentielle en Autriche (initialement prévue le 2 octobre, reportée le 27 novembre ou le 4 décembre 2016), référendum sur la constitution en Italie (entre le 15 novembre et le 5 décembre), élections générales aux Pays-Bas en mars 2017, élections présidentielles (23 avril et 7 mai 2017) et législatives (11 juin et 18 juin) en France, élections générales en Allemagne à l'automne 2017. Le 8 novembre 2016, aura lieu l'élection présidentielle américaine.

IMPACT DE MARCHÉ Il ne fait aucun doute qu'il y aura régulièrement des gains de tensions et de volatilité. Les risques politiques actuels sont bien identifiés et spécifiques. Cela sera-t-il suffisant pour ne pas affecter les perspectives de croissance et les orientations des marchés financiers ? Rien n'est sûr à ce stade.

[RISQUE # 16] Le dossier post-Brexit entraîne des remous politiques importants et durables

[PROBABILITÉ] **50 %**

ANALYSE « *Brexit signifie Brexit et il faut en faire un succès politique* », telle était la position de Teresa May le jour de sa nomination au poste de premier ministre. « *Cela signifie qu'il n'y aura pas de deuxième référendum* », ajoutait-elle. « *Il n'y aura aucune tentative de rester dans l'UE par la petite porte ; dans les faits, nous allons procéder au Brexit* ». Depuis, même si l'esprit est inchangé, l'action reste floue. À l'issue du dernier séminaire gouvernemental portant sur le Brexit (31 août), il est bien difficile d'y voir clair. Rien de concret n'est ressorti des débats. Selon les estimations, l'impact sur le PIB serait significativement négatif. Le RU « perdrait » entre 2,5 % et 9,5 % de son PIB. 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. Le camp du Brexit est fortement divisé, avec des protectionnistes en faveur de la fermeture des

Facteurs de risque

frontières et des libre-échangistes désireux de mener des renégociations 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 si l'on regarde l'angle des exportations, des flux d'investissements directs et du secteur financier. Le risque est essentiellement politique, celui de voir d'autres pays européens prôner l'Europe à la carte et ou faire preuve de fortes divisions dans le traitement du dossier britannique.

IMPACT DE MARCHÉ Dans un tel cas de figure, 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. On assisterait aussi, sans aucun doute à une fragilisation des actifs financiers de la zone euro.

[RISQUE # 17] Des craintes de référendums en cascade en Europe

[PROBABILITÉ] **10 %**

ANALYSE Le Brexit a redonné vie aux anticipations de référendum dans différents pays de l'Union européenne, confortées par les déclarations de nombreux partis d'opposition voyant notamment dans cette opportunité la possibilité de préparer un vote de rejet des pouvoirs en place. L'Écosse est un cas à part : désireuse de se couper du RU et de rester dans l'UE, la probabilité d'un référendum est redevenue très élevée. Plus profondément européens qu'ils ne sont britanniques, nombreux sont les Écossais qui croient en une Écosse indépendante et européenne. Pourtant, la situation n'est pas aussi simple : il faut que le parlement britannique donne son feu vert à une telle proposition et la période de transition serait très complexe. Le retrait du RU de l'UE concerne également l'Écosse. Il faudra donc attendre l'issue des négociations et la sortie officielle du RU pour que l'Écosse, à supposer qu'elle devienne alors indépendante, puisse demander son appartenance à l'UE. Un processus long et hasardeux... car il faudra alors préparer l'introduction d'une monnaie nationale : ce ne sera pas le GBP, et sans doute pas non plus l'euro... puisque l'Écosse ne sera même plus dans l'UE. Un vrai casse-tête.

En Allemagne, la loi fondamentale ne prévoit de référendum que pour le changement de tracé des frontières des Länder, leur fusion ou leur scission. Le référendum a lieu dans les territoires concernés. Cependant, en fonction des législations des différents Länder et communes, des référendums locaux sont autorisés. La constitution Belge ne prévoit pas la possibilité d'un référendum. Il faut 500 000 signataires en Italie pour qu'un référendum soit possible... mais le processus officiel prend au moins un an... sauf que les référendums sur des traités ne sont pas possibles actuellement et que la cour constitutionnelle ne le permettra sûrement pas. Même chose en Autriche où les traités ne sont pas couverts par des référendums. En France, le référendum national (articles 11, 88-5 et 89 de la Constitution) couvre notamment le champ législatif, celui des traités et le champ constitutionnel. Tout référendum intervient à l'initiative du président, et pour l'heure, ce sont plutôt les élections présidentielles qui importent (avril – mai prochain). On voit mal le parti républicain ou le parti socialiste s'engager sur une telle voie suite aux élections présidentielles. En Finlande, 50 000 signatures forcent le débat parlementaire, mais celui-ci n'est pas tenu de passer par un référendum. En Pologne, 500 000 signataires suffisent à provoquer un référendum... sauf s'il s'agit de rejeter les conditions d'un traité européen. En Hongrie, 100 000 signataires suffisent normalement à provoquer un référendum, mais il ne peut y avoir de référendums contre un traité de l'UE ou contre les obligations résultant d'un traité international. En termes clairs, peu de probabilité d'assister à des référendums dans ces pays, mais sans aucun doute des débats sur ces thèmes.

IMPACT DE MARCHÉ Les perspectives de référendums ou de demandes de référendums vont, au moins dans un premier temps, affaiblir les pouvoirs en place, souvent peu désireux de procéder à de tels votes. Cela est d'autant plus vrai que se profilent des élections importantes en France (élections présidentielles les dimanches 23 avril et 7 mai 2017), en Allemagne (élections fédérales entre août et octobre 2017), pour ne citer que celles-là... les débats sur d'éventuels référendums ne suffiront sans doute pas à affaiblir l'euro ou les *spreads* souverains et de crédit.



Contexte macroéconomique

SEPTEMBRE		
AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
ÉTATS-UNIS	<p>Rebond temporaire au S2 dans un contexte de fin de cycle</p> <ul style="list-style-type: none"> > La croissance du PIB sera plus forte au S2 qu'au S1 (rebond des composantes volatiles (stocks)). > L'amélioration du marché du travail va ralentir (quasi plein-emploi, érosion des marges des entreprises à partir de niveaux élevés). L'accélération modérée des salaires ne compensera pas le ralentissement des créations d'emplois, en termes de croissance du pouvoir d'achat agrégé. Les gains de pouvoirs d'achats de 2015 liés au pétrole ne pourront être répétés. > Malgré l'accélération tendancielle des coûts salariaux unitaires (faible productivité, progression des salaires), l'inflation est (et restera) contenue par l'érosion des marges 	<ul style="list-style-type: none"> > Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire ») > Érosion des marges des entreprises > Risque politique (élection présidentielle)
BRÉSIL	<ul style="list-style-type: none"> > D. Rousseff a été destituée laissant la place à M. Temer qui si tout se passe bien devra gérer le pays jusqu'à fin 2018. Cette nouvelle est sans surprise et paraît de bon augure. Toutefois, les élections d'octobre pourraient limiter sa légitimité et l'empêcher de faire voter les mesures budgétaires nécessaires pour éviter l'explosion de la dette. > Du côté des données macroéconomiques, le PIB du T2 est ressorti meilleur qu'au T1 suggérant que le pire est passé même si la sortie de crise est encore longue. 	<ul style="list-style-type: none"> > Moindre consolidation budgétaire que nécessaire > Reprise des pressions inflationnistes > Une monétisation de la dette
EUROPE		
ZONE EURO	<p>Léger ralentissement, de la reprise, sous l'effet de l'érosion de facteurs temporaires et du risque politique</p> <ul style="list-style-type: none"> > La reprise va continuer, soutenue par la demande interne. Le cycle positif du crédit va continuer > Le soutien apporté, au cours des derniers trimestres, par la baisse du cours du pétrole et par celle de l'euro, va progressivement se dissiper, pesant sur le rythme de croissance. > Les prochains rendez-vous politiques en zone euro (référendum italien en octobre, élections aux Pays-Bas, en France et en Allemagne en 2017) peuvent également inciter les entreprises à décaler certains projets d'investissement. 	<ul style="list-style-type: none"> > Risque politique (Brexit, référendum italien, montée des partis contestataires) > Contagion des difficultés économiques et/ou financières des émergents > Intensification des pressions déflationnistes
ROYAUME-UNI	<p>Fort ralentissement sous l'effet de l'incertitude politique</p> <ul style="list-style-type: none"> > Le manque de visibilité concernant les modalités de sortie de l'UE et le futur cadre des relations économiques avec l'Europe va fortement pénaliser l'économie. Malgré certains indicateurs d'activité encourageants portant sur les mois d'été, nous pensons que l'activité va ralentir au S2. > L'investissement privé (entreprises, immobilier) et la consommation vont être affectés. Ils vont subir l'effet de la remontée de l'inflation liée à la dépréciation de la livre. Nous avons cependant remonté notre prévision de croissance pour 2017 de 0,2 % à 0,5 % 	<ul style="list-style-type: none"> > Choc d'incertitude lié au Brexit > Déficits (public et externe) très élevés
ASIE		
CHINE	<p>Chine: toujours un moteur de croissance de l'économie mondiale en 2016 et 2017</p> <ul style="list-style-type: none"> > Nous pensons que le point bas et la stabilisation de l'économie chinoise vont perdurer, mais qu'une reprise en forme de U est improbable. > Cette prévision tient compte des effets retardés des politiques très accommodantes de 2015 et du 1^{er} trimestre 2016. > Les risques entourant la bulle de l'immobilier, du crédit et de la dette sont inquiétants, mais la Chine devrait faire tout ce qui est en son pouvoir pour repousser ces problèmes après 2017, année de transition politique durant laquelle la stabilité sera la priorité numéro un > Comme nous l'avions prévu en août, les anticipations de dépréciation du RMB commencent à se stabiliser, tout comme l'érosion des réserves de change. 	<ul style="list-style-type: none"> > Un moteur de croissance de l'économie mondiale en 2016 et 2017 > Les risques liés au RMB sur les marchés mondiaux s'atténuent
INDE	<p>Inde: un moteur de croissance régulier pour l'Asie en 2016 et 2017</p> <ul style="list-style-type: none"> > La croissance indienne est en passe de rebondir, mais des obstacles empêchent l'économie de fonctionner à plein régime > L'inflation devrait continuer à ralentir en 2016 compte tenu des perspectives de mousson favorable. > La RBI devrait mettre en place une politique monétaire décidée par un comité et non plus seulement par son gouverneur. Nous pensons toujours qu'une approche accommodante sera maintenue plus longtemps et dans des proportions plus importantes que ne le prévoit le marché. 	<ul style="list-style-type: none"> > La croissance indienne est en passe de rebondir > Le ralentissement de l'inflation est durable
JAPON	<p>Croissance passée revue à la hausse. La reprise va se poursuivre à un rythme lent</p> <ul style="list-style-type: none"> > La croissance du T2 a été revue à la hausse de 0,2 % à 0,7 % grâce à des dépenses en capital fixe et des stocks plus élevés que prévu. Les données du T1 ont aussi été révisées à la hausse. > On observe une augmentation des dépenses de consommation depuis mars en raison de la baisse des prix alimentaires et de la hausse des salaires réels sous l'effet des primes estivales, mais cette amélioration récente est fragile. L'économie nipponne bénéficie toujours des dépenses publiques et du tourisme, qui ont compensé la léthargie de la demande domestique. Le plan de stimulus budgétaire et la baisse de l'impôt sur les résultats des entreprises constitueront des soutiens. 	<ul style="list-style-type: none"> > Exposition au ralentissement chinois > Montée du yen

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 compte tenu de l'atonie du commerce mondial et de l'appréciation du yen. La politique budgétaire est un facteur de soutien essentiel
- Zone euro**: la reprise se poursuit et a gagné en qualité en début d'année grâce à un rebond de l'investissement des entreprises. Les facteurs cycliques internes sont favorables mais les moteurs temporaires (baisse de l'euro et du cours du pétrole) s'effritent et les risques (incertitudes politiques, exposition au ralentissement émergent) augmentent.
- Brésil**: Le chiffre du PIB au T2 est ressorti moins dégradé qu'au T1 (-3,7 % contre -5,4 %). Même si de fait l'acquis de croissance est de -3 %, nous maintenons nos prévisions de croissance à -2,5 % en 2016 et -0,5 % en 2017. Nous continuons donc de nous démarquer du consensus qui mise sur une forte récession cette année (-3,7 %) et un retour à des taux de croissance positifs en 2017.
- Russie**: Bien que les indicateurs conjoncturels de l'été aient été moins bons qu'attendu, nous maintenons nos prévisions pour 2016 et 2017 à -0,7 % et 1 % de croissance du PIB.

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

Source: Recherche Amundi

PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- Fed**: les déclarations des membres du FOMC indiquent la volonté de procéder à une nouvelle hausse de fed funds. Cela dit, la faiblesse de la croissance et de l'inflation américaine empêchera la Fed d'aller très loin.
- BCE**: la BCE étendra son QE jusqu'à au moins septembre 2017. Par ailleurs, la faiblesse des taux allemands complique la réalisation du QE et la poussera à revoir les modalités.
- BoJ**: il est très probable que la BoJ augmente son programme de QE.
- BoE**: elle a baissé ses taux directeurs à 0,25 % et a repris sa politique de QE. De nouveaux signaux de faiblesse de l'économie pousseraient la BoE à baisser les taux encore davantage.

	12/09/2016	Amundi + 6m.	Consensus T4 2016	Amundi + 12m.	Consensus T2 2017
États-Unis	0,50	0,75	0,70	1,00	0,95
Zone euro	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,25	0,00	0,10	0,00	0,10

PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- États-Unis**: la forte incertitude macrofinancière, 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 sur le moyen terme. La pente va continuer à s'aplatir.
- Zone euro**: les pressions baissières sur les taux vont se prolonger. Les modifications de la structure du PSPP sont susceptibles d'être bénéfiques pour les obligations périphériques.
- Royaume-Uni**: nous sommes neutres sur les taux britanniques, l'incertitude sur les perspectives économiques à court terme étant particulièrement fortes.
- 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.

	12/09/2016	Taux 2 ans			
		Amundi + 6m.	Consensus T4 2016	Amundi + 12m.	Consensus T2 2017
États-Unis	0,79	0,80/1,00	0,98	1,00/1,20	1,13
Allemagne	-0,63	-0,60/-0,40	-0,62	-0,60/-0,40	-0,62
Japon	-0,20	-0,40/-0,20	-0,21	-0,40/-0,20	-0,20
Royaume-Uni	0,18	0,00/0,20	0,19	0,00/0,20	0,23

	12/09/2016	Taux 10 ans			
		Amundi + 6m.	Consensus T4 2016	Amundi + 12m.	Consensus T2 2017
États-Unis	1,68	1,60/1,80	1,81	1,60/1,80	1,92
Allemagne	0,05	0,00/0,20	0,13	0,00/0,20	0,20
Japon	0,00	-0,20/0,00	0,04	-0,20/0,00	0,09
Royaume-Uni	0,89	0,60/0,80	1,02	0,60/0,80	1,12

PRÉVISIONS DE CHANGE

- EUR**: nous nous attendons à une relative stabilité de l'euro en termes effectifs dans les mois à venir.
- USD**: le dollar s'est apprécié après le vote sur le Brexit mais il n'existe pas de catalyseur permettant à cette appréciation d'être durable. Le dollar pourrait repartir à la baisse si la Fed renonçait à son cycle de hausse de taux.
- JPY**: être long yen est devenu plus risqué, étant donné qu'une réaction des autorités japonaises est désormais très probable.
- GBP**: la livre a lourdement chuté après le vote sur le Brexit et se retrouve désormais en zone de sous-évaluation. Cependant, elle devrait rester sous pression avec l'implémentation du QE de la BoE.

	12/09/2016	Amundi + 6m.	Consensus T4 2016	Amundi + 12m.	Consensus T2 2017
EUR/USD	1,12	1,10	1,09	1,10	1,08
USD/JPY	103	105	104	105	105
EUR/GBP	0,85	0,90	0,85	0,90	0,84
EUR/CHF	1,10	1,10	1,08	1,10	1,09
EUR/NOK	9,26	9,10	9,20	9,00	9,03
EUR/SEK	9,53	9,10	9,35	8,90	9,19
USD/CAD	1,30	1,30	1,31	1,30	1,30
AUD/USD	0,76	0,75	0,74	0,75	0,72
NZD/USD	0,73	0,70	0,70	0,70	0,68



1 Comment les QE de la BCE et de la BoJ remodelent les marchés de taux

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

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

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

Nous ne pouvons que constater que les recommandations du papier de Bernanke et Reinhart ont été suivies à la lettre par la majorité des banques centrales des pays développés depuis une décennie. La convergence des taux directeurs vers zéro a ainsi amené les banques centrales à recourir à d'autres outils que l'utilisation traditionnelle des taux pour stimuler l'économie. La politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) a été appliquée par de nombreuses banques centrales dont la Fed, la BCE, la BoJ, la BoE et la Riksbank.

Les QE de la BCE et de la BoJ sont bien plus puissants que les QE de la Fed

Si la BoJ avait déjà pratiqué une forme de QE au début des années 2000, les intervenants de marché retiennent généralement que c'est la Fed qui a « lancé la mode » de l'utilisation du QE, en intervenant de façon musclée au sortir de la Grande Récession. Le QE de la Fed s'est déroulé en trois étapes (QE1, QE2 et QE3) sous des formats à chaque fois différents, mêlant achats de titres du Trésor et titres hypothécaires (MBS). La Fed détient aujourd'hui finalement plus de 2 400 Mds \$ de titres du Trésor et plus de 1 700 Mds \$ de MBS. Le bilan de la Fed représente aujourd'hui environ 25 % du PIB américain, contre 6 % seulement fin 2007. L'impact des QE de la Fed sur les taux longs a été puissant, qu'il s'agisse des taux longs américains ou de ceux des autres pays développés.

Cela dit, il y a des raisons de penser que l'impact des QE de la BCE et de la BoJ a été encore plus puissant que celui de la Fed sur les marchés obligataires mondiaux. L'une des façons de le montrer est de regarder l'évolution des émissions nettes d'obligations souveraines avant et après achats de la banque centrale, l'un des objectifs du QE étant une réduction des taux d'intérêt à long terme. Les calculs que nous avons réalisés montrent que les émissions nettes de titres du Trésor américain ne sont jamais devenues négatives durant les QE de la Fed, aussi puissants étaient-ils. **Les cas du Japon et de la zone euro sont radicalement différents !** Dans ces deux zones, les émissions nettes d'obligations souveraines sont devenues extrêmement négatives depuis la mise en place du QQE de la BoJ en 2013 et du QE de la BCE en 2015. Sur les 12 mois allant jusqu'à juillet 2016, les émissions nettes d'obligations souveraines en zone euro après achats de l'Eurosystème s'établissaient à - 600 Mds €.

S'il est clair que le QE de la Fed a eu un impact significatif sur les taux longs américains mais également sur les taux longs des pays développés en général, il paraît de plus en plus évident que les QE de la BCE et de la BoJ ont un impact encore plus fort sur leurs marchés respectifs et, comme nous le verrons dans la suite, sur les autres marchés obligataires. Faire entrer une variable « émission nette de titres souverains après achats de la banque centrale » dans des modèles traditionnels de taux (anticipations d'inflation de long terme, taux courts réels

L'essentiel

Si la BoJ avait déjà pratiqué une forme de QE au début des années 2000, les intervenants de marché retiennent généralement que c'est la Fed qui a « lancé la mode » de l'utilisation du QE, en intervenant de façon musclée au sortir de la Grande Récession. Pourtant, il y a des raisons de penser que les QE de la BCE et de la BoJ ont eu un impact encore plus puissant que celui de la Fed sur les marchés obligataires mondiaux.

Les QE de la BCE et de la BoJ ont un puissant impact sur leurs marchés obligataires, décuplé par l'introduction de taux négatifs. L'une des conséquences les plus remarquables de la faiblesse des rendements obligataires provoquée par les politiques de la BCE et de la BoJ est la recherche de rendement toujours plus exacerbée, à l'étranger et en particulier aux États-Unis. Ces flux de portefeuille provenant de la zone euro et du Japon pèsent lourdement sur les taux longs américains, déjà lestés par les réinvestissements sur toute la courbe des taux des titres du Trésor détenus par la Fed arrivant à maturité, et il est peu probable que cela s'inverse rapidement.

“ Une analyse contrefactuelle montre que dans le cas de l'Allemagne, la « prime » liée au QE s'élèverait à environ 60 pbs ”

anticipés) permet de nettement améliorer le pouvoir prédictif des régressions économétriques. Une analyse contrefactuelle montre que dans le cas de l'Allemagne, la « prime » liée au QE s'élèverait à environ 60 pbs.

Les QE de la BCE et de la BoJ pèsent sur les taux américains

Les QE de la BCE et de la BoJ ont un puissant impact sur leurs marchés obligataires mais ces derniers sont décuplés par l'introduction de taux négatifs : c'est toute la courbe des taux qui s'en trouve tirée vers le bas ou en territoire négatif. La faiblesse et la négativité des rendements obligataires poussent les résidents à chercher du rendement ailleurs et les non-résidents à liquider leurs positions au Japon et en zone euro. Cela a fortement poussé l'euro et le yen à la baisse.

L'une des conséquences les plus remarquables de la faiblesse des rendements obligataires provoquée par les politiques de la BCE et de la BoJ est la recherche de rendement toujours plus exacerbée, en particulier à l'étranger. Chaque point de base compte. Une partie significative des liquidités libérées par le QE de la BCE (240 Mds € par trimestre à partir du T3 2016) est utilisée pour acheter des obligations étrangères. Pour le seul T1 2016, les investisseurs de la zone euro ont acheté en net 152 Mds € d'obligations étrangères, dont 79 Mds € d'obligations américaines (du jamais vu). Au total, les investisseurs zone euro ont acheté en net 185 Mds € d'obligations américains sur les quatre trimestres allant jusqu'au T1 2016. De leur côté, les investisseurs japonais ont acheté en net 174 Mds \$ d'obligations américains sur les 12 mois allant jusqu'à juin 2016. Pour le marché obligataire américain, cela constitue un facteur technique de poids.

Ces flux de portefeuille provenant de la zone euro et du Japon pèsent lourdement sur les taux longs américains, déjà lestés par les réinvestissements sur toute la courbe des taux des titres du Trésor détenus par la Fed arrivant à maturité (aux alentours de 230 Mds \$ pour l'année 2016, 200 Mds \$ pour l'année 2017). Les achats des investisseurs européens et japonais, mais aussi des pays asiatiques hors Chine, font plus que contrebalancer les ventes de titres du Trésor des autorités chinoises.

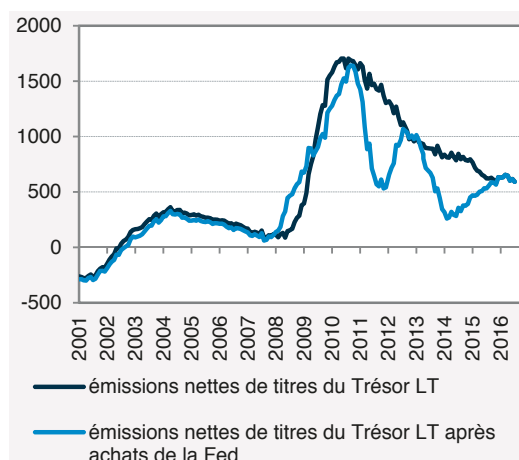
La faiblesse des taux fait se poser beaucoup de questions aux banquiers centraux américains. Les minutes du FOMC de juin comprenaient d'ailleurs la phrase suivante : « *La décision des investisseurs de réallouer leurs portefeuilles et de sortir de la dette souveraine étrangère à bas rendement accroît la pression baissière sur les rendements américains.* »

La BCE et la BoJ auront du mal à arrêter leur QE

Pour la zone euro et pour le Japon, les flux de portefeuille sortants en zone euro et au Japon, désormais de très grande ampleur, permettent de contrebalancer les excédents courants significatifs (qui tournent respectivement autour de 3 et 4 % du PIB), et même bien davantage. Cela maintient l'euro et le yen à des niveaux artificiellement bas, car les excédents courants devraient théoriquement jouer à la hausse pour ces devises.

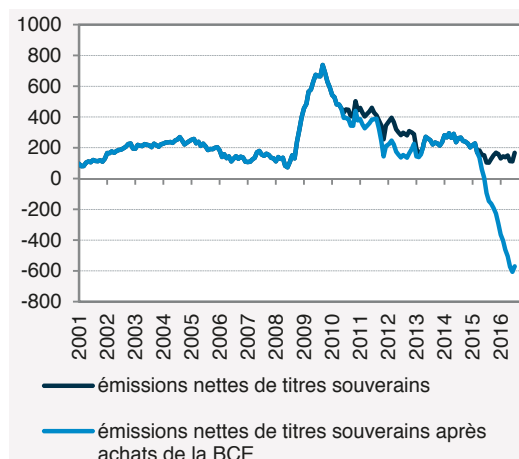
Cela pose également la question des modalités de l'arrêt un jour des programmes d'achats d'actifs de la BCE et de la BoJ. Faisons l'hypothèse (qui peut paraître saugrenue aujourd'hui) que la BCE ou la BoJ arrêtent leur QE : dans ce cas, les taux longs remonteraient de façon significative (et les *spreads* souverains s'élargiraient dans le cas de l'arrêt du QE la BCE). Avec la remontée des rendements, sans même parler de flux de portefeuille entrants, il paraît raisonnable de faire l'hypothèse que les flux sortants s'arrêteraient. Dans ce cas, la devise s'apprécierait fortement, ce qui ruinerait tous les efforts réalisés par la BCE et par la BoJ pour lutter contre les pressions déflationnistes. Il sera donc très difficile pour la BCE et pour la BoJ de mettre un terme à leur QE, car la dépréciation de la devise est l'une des principales conséquences de ces politiques.

1 États-Unis : émissions nettes de titres souverains (somme sur 12 mois glissant, Mds\$)



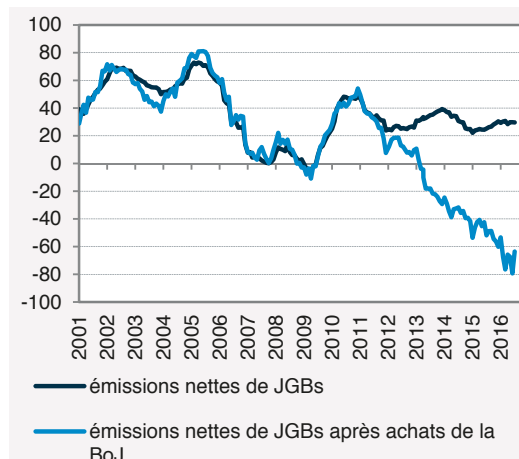
Source : Datastream, Recherche Amundi

2 Zone euro : émissions nettes de titres souverains (somme sur 12 mois glissant, Mds€)



Source : Datastream, Recherche Amundi

3 Japon : émissions nettes de titres souverains (somme sur 12 mois glissant, Trn ¥)



Source : Datastream, Recherche Amundi

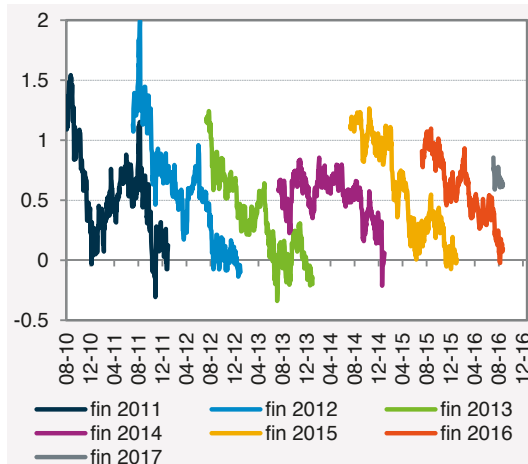


> Le consensus a constamment surestimé l'évolution future des taux longs ces dernières années

Les graphiques ci-contre représentent la différence entre la prévision du taux 10 ans faite par le consensus des économistes (Bloomberg) et le taux spot observé sur le marché, dans le cas des États-Unis et de l'Allemagne.

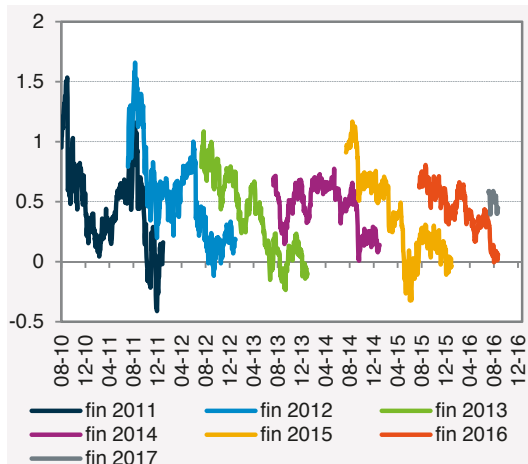
Il est clair que le consensus a constamment surestimé l'évolution future des taux longs: dit autrement, le consensus estime toujours (à tort) que les taux longs monteront. Ce n'est pas le seul biais des prévisions du consensus. Nos analyses montrent aussi que le consensus a constamment surestimé l'évolution de la croissance et de l'inflation ces dernières années. Parmi les autres biais systémiques: le consensus a quasiment toujours indiqué ces dernières années que le dollar allait s'apprécier par rapport à l'euro et au yen.

4 Taux 10 ans américain : différence entre la prévision du consensus et le taux spot



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

5 Taux 10 ans allemand : différence entre la prévision du consensus et le taux spot



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

2 Europe du Sud : l'amélioration des comptes courants est durable

TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique*

Les pays périphériques ont rétabli une position extérieure nette neutre ou positive

Au cours de la première décennie d'existence de l'euro, les divergences entre États membres de l'union monétaire en termes de solde extérieur net, déjà importantes en 1999, se sont accrues. Les années de crise qui ont suivi se sont accompagnées d'ajustements très rapides. Comme le montre le graphique 1, les pays dits « périphériques » d'Europe du Sud (Italie, Espagne, Portugal, et Grèce¹), qui se trouvaient, en 2008, en positions déficitaires parfois très importantes, sont revenus à l'équilibre ou à des excédents. Comme les grands pays qui se trouvaient en position très excédentaire avant la crise (notamment l'Allemagne et les Pays-Bas) n'ont pas connu d'ajustement inverse, l'excédent de l'ensemble de la zone euro, faible en 2008, a fortement progressé pour atteindre environ 3,6 % du PIB en 2015 (année où il a également été renforcé, il est vrai, par la chute du cours du pétrole). La France reste le seul grand État membre déficitaire, quoique de façon très modérée.

Une partie de cet ajustement est liée à la récession

Une partie de l'ajustement des comptes courants des pays périphériques correspond à la réalisation d'« excédents de récession ». En effet, les importations de ces pays ont baissé au cours des années de crise, mais, dans l'ensemble, autant ou à peine plus que leurs PIB (sauf dans le cas de la Grèce). Cette baisse des importations a donc fortement contribué à l'ajustement nominal du compte courant, mais sans que le ratio importations/PIB soit fortement modifié (graphique 2). En revanche, les exportations n'ont pas baissé de la même façon, en partie parce que le PIB (et donc les importations) des partenaires commerciaux de ces pays a, en moyenne, mieux résisté. Le ratio exportations/PIB a donc nettement progressé et ce sont bien les exportations qui apparaissent alors comme le principal contributeur à l'ajustement une fois pris en compte la variation de la taille de l'économie.

Les facteurs cycliques ne suffisent pas à expliquer les divergences de performances en matière d'exportations

Dans le cas de l'Espagne et du Portugal, cependant, la progression des exportations par rapport au PIB est allée bien au-delà de ce qui peut s'expliquer par ces seuls effets de cycle. Elle a en effet été nettement supérieure, entre 2008 et 2015, à la progression moyenne (pondérée par le PIB de chaque État membre) des exportations de la zone euro (cf. graphique 3)². À l'inverse, les exportations italiennes, si elles ont bien progressé en volume, sont restées en retard par rapport à celles des autres pays de la région. Enfin, les exportations grecques se sont, pour leur part, contractées en volume. Ces différences de performance sont à mettre en rapport avec les évolutions qu'ont connu ces pays en termes de compétitivité coût.

Les dynamiques d'exportations recourent surtout les évolutions de compétitivité prix, sauf dans le cas de la Grèce

Comme le montre le graphique 4, le Portugal et l'Espagne ont connu, depuis

¹ Nous ne considérons pas ici la situation de l'Irlande, en raison du très haut degré d'ouverture de son économie aux échanges internationaux, ni de Chypre, économie de taille beaucoup plus réduite

² D'une façon générale, les exportations de ces deux pays ne semblent pas dirigées vers des pays à la croissance, en moyenne, beaucoup plus forte que celle des pays destinataires des exportations « moyennes » de la zone euro. Pour ces deux pays, la France, pays dont la croissance n'a pas particulièrement brillé durant la période 2008-2015, ressort comme un marché particulièrement important, tandis qu'Espagne et Portugal commercent également beaucoup l'un avec l'autre.

L'essentiel

Déficitaires avant les crises des dernières années, l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce ont désormais des comptes courants à l'équilibre ou excédentaires. Une partie de cet ajustement est d'ordre cyclique, lié aux récessions.

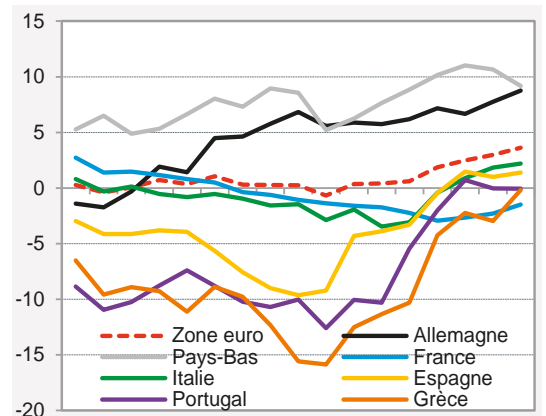
Cependant, en Espagne et au Portugal, la forte croissance des exportations répond aussi à de véritables efforts structurels, alors que les politiques menées en Italie et en Grèce n'ont pas (ou pas encore) porté leurs fruits. En raison d'une baisse des estimations de la croissance et du niveau potentiels du PIB, les importations ne devraient pas, pour leur part, se reprendre aussi rapidement qu'elles ont chuté avec la récession. Aussi, les facteurs structurels de cet ajustement l'emportent et ces pays ne devraient pas revenir, dans un avenir proche, à des déficits très importants. Espagne, Portugal et Grèce conserveront encore longtemps, cependant, un endettement externe important, source de vulnérabilité persistante.



Les exportations espagnoles et portugaises récompensent d'importants efforts de compétitivité



1 Solde du compte courant, % du PIB



Source : DG ECFIN, Recherche Amundi

2008, des processus de dévaluations internes reflétés dans la baisse de leurs coûts salariaux unitaires (CSU: coût salarial de la production d'une unité de PIB). Ces évolutions, faites de modération salariale et de gains de productivité, s'expliquent par la récession mais aussi par les importantes réformes du marché du travail menées par ces deux pays en réponse à la crise. Le détail des composantes de la variation des CSU fait d'ailleurs apparaître une différence notable entre ces deux pays, l'effet productivité l'emportant nettement en Espagne au prix d'une forte hausse du chômage (la productivité horaire y a augmenté de près de 12 % entre 2008 et 2015, contre une hausse d'un peu moins de 6 % seulement au Portugal) alors que la modération salariale a été plus forte au Portugal (salaire horaire en hausse d'environ 2 % sur la période, contre 8 % en Espagne). Cependant, dans les deux cas, il serait difficile de ne pas attribuer à ces évolutions une partie de la surperformance de leurs exportations.

Inversement, l'absence de gains de compétitivité coût de l'Italie (visible dans une hausse de ses prix à l'exportation supérieure à celle des autres pays d'Europe du Sud), malgré la récession, figure très probablement parmi les explications de ses piètres performances à l'export. Rappelons que, si l'Italie a bien fait une réforme du marché du travail, celle-ci a été plus tardive (2014) que celles effectuées par l'Espagne et le Portugal et n'a peut-être pas encore eu le temps de produire son effet en termes de compétitivité coût.

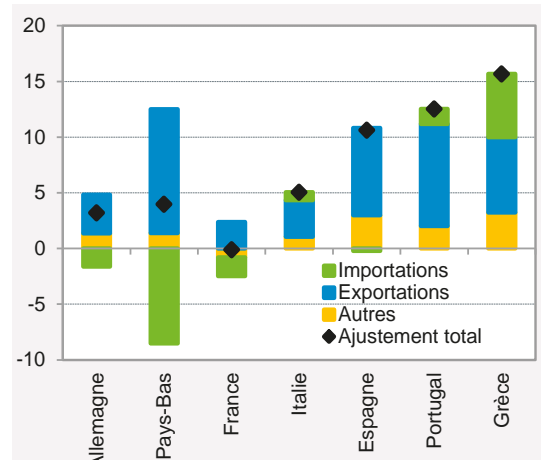
Le cas de la Grèce peut sembler paradoxal, puisque l'amélioration de sa compétitivité coût n'a pas empêché le recul de ses exportations. Cette évolution peut trouver son explication dans des facteurs microéconomiques (positionnement produits) et politiques (crises politiques à répétition). Dans le cas de ce pays, il faut également noter que l'amélioration de la compétitivité coût y est plus récente qu'en Espagne et au Portugal et qu'il pourrait bénéficier de ses effets de façon différée.

La possibilité d'attribuer une grande partie de l'ajustement des comptes courants à une amélioration de la compétitivité, elle-même en partie liée à des changements structurels (réformes) au Portugal et en Espagne, plaide donc pour sa persistance au-delà des effets de cycle dans ces deux pays. En Italie et en Grèce, en revanche, la présence d'une composante structurelle à l'ajustement côté exportations n'est pas encore confirmée (sans pouvoir être exclue pour autant puisqu'il est possible que ses déterminants soient présents sans avoir encore eu le temps de produire leurs effets).

La compression des importations a probablement, elle aussi, une composante structurelle

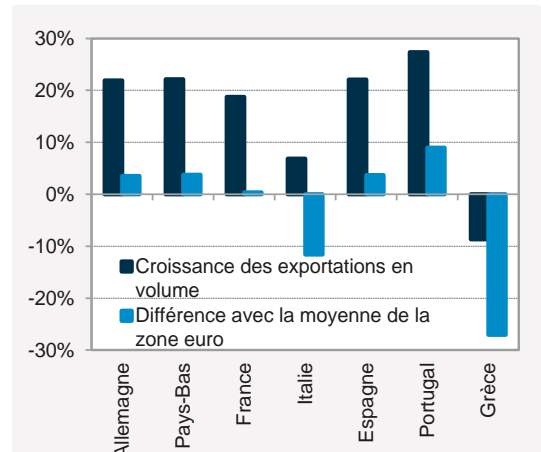
Côté importations, la baisse, même si elle a coïncidé avec la récession, n'en intègre pas moins probablement une forte composante structurelle. En effet, la capacité des seuls effets de cycle à entraîner, en phase de reprise, un rebond des importations plus vigoureux que celui des exportations (et donc à dégrader de nouveau le compte courant) dépend avant tout de l'écart d'*output gap* entre ces pays et les pays destinataires de leurs exportations. Or, si l'on s'en tient aux évaluations de la Commission Européenne, ces écarts d'*output gap* seraient beaucoup moins forts qu'estimé il y a quelques années, la croissance et le PIB potentiels des pays périphériques de la zone euro ayant été fortement revus en baisse au fur et à mesure que le caractère exagérément optimiste des estimations passées (alimentées par les effets de bulles de crédit et d'immobilier) est apparu de façon flagrante. Cela signifie que les 4 pays considérés, après avoir connu une chute de leur PIB plus importante que celle des pays destinataires de leurs exportations, pourraient ne pas rattraper pleinement cette sous-performance. La dégradation à venir de leurs soldes commerciaux par seuls effets de cycles en sera limitée d'autant (paradoxalement, donc, pour une « mauvaise » raison!). Les calculs de la Commission européenne concluaient d'ailleurs, en 2015, au caractère très minoritaire de la composante purement cyclique des ajustements de comptes courants des dernières années et à la présence, désormais, de légers excédents structurels en Italie, en Espagne et au Portugal (mais pas en Grèce, où le très fort déficit structurel s'est cependant nettement réduit) cf. graphique 6.

2 Contributions à l'ajustement du compte courant entre 2008 et 2015, % de PIB



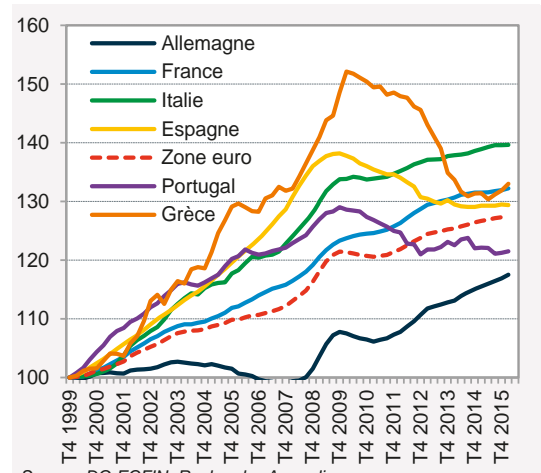
Source : Eurostat, DG Ecfm, Recherche Amundi

3 Croissance des exportations en volume entre 2008 et 2013



Source : Eurostat, Recherche Amundi

4 Coût Salarial Unitaire, base 100 en 1999



Source : DG ECFIN, Recherche Amundi

Aussi, si l'on ne peut exclure que la reprise économique fasse, temporairement repasser les comptes courants des pays d'Europe du Sud en territoire légèrement négatif, un retour aux déficits courants très élevés de la décennie précédente paraît très peu probable.

L'excès de dette externe va rester un facteur de vulnérabilité

Cet ajustement externe durable devrait permettre au moins de stabiliser les endettements extérieurs nets de ces pays, devenus très négatifs au fil des ans (mais beaucoup plus raisonnables dans le cas de l'Italie). Les réduire rapidement, en revanche, demanderait des développements favorables supplémentaires en matières d'exportations, difficiles à envisager dans l'immédiat (du moins dans le cas de l'Espagne et du Portugal au vu des progrès déjà réalisés). Un soutien pourrait, en théorie, venir d'efforts inverses réalisés par les pays excédentaires de la zone euro (relance de leur demande interne), mais, alors que les dynamiques salariales plus élevées de ces pays n'y suffisent pas, cela supposerait des plans d'expansion budgétaires vers lesquels les équilibres politiques actuels ne semblent pas ouvrir de voies (quoique les récentes annonces d'importantes baisses d'impôts en Allemagne puissent constituer une évolution en ce sens).

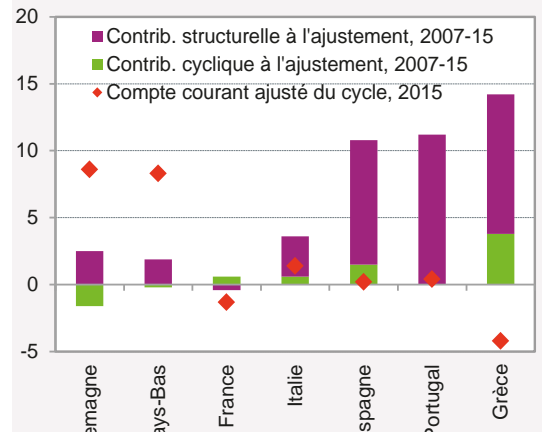
Aussi, le constat porté sur les flux (passage de déficits à des excédents courants) fait état de progrès à la fois massifs et durables. En revanche, les stocks massifs de dettes externes issus des modèles de croissance révolus de la décennie précédente sont tels qu'ils resteront encore longtemps un élément de vulnérabilité au moins pour l'Espagne, le Portugal et la Grèce (mais beaucoup moins pour l'Italie). Sans faire nécessairement obstacle à la reprise, cet endettement pourrait accélérer la défiance des investisseurs en cas de nouvelle crise et prolonger ou accroître la dépendance de ces pays envers les mécanismes de solidarité internes à la zone euro.

5 Différence d'Output Gap avec la moyenne de la zone euro, % du PIB potentiel



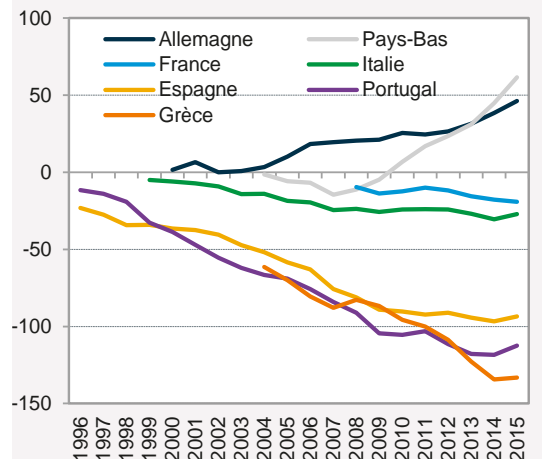
Source: DG ECFIN, Recherche Amundi

6 Composantes cycliques et structurelles de l'ajustement du compte courant



Source : DG ECFIN, Recherche Amundi

7 Position extérieure nette % du PIB



Source : Eurostat, Recherche Amundi

3 Les éléments clés du référendum italien

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*
VALÉRIE LETORT, *Stratégie et Recherche Économique*

Pourquoi un référendum en Italie ?

La nouvelle Constitution a été votée par les deux chambres le 20 janvier 2016 au Sénat et le 12 avril 2016 à la Chambre des Députés. Mais la majorité des deux tiers n'a pas été atteinte. En vertu de l'article 138 de la Constitution actuelle, un référendum doit être organisé afin de valider cette nouvelle Constitution.

Que prévoit la réforme de la constitution italienne ?

C'est la réforme la plus importante depuis l'abandon de la monarchie. Elle prévoit :

1. Une nouvelle loi électorale pour la Chambre des députés : l'*Italicum*, qui est entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2016. La loi électorale votée par les Chambres en mai 2015 comporte toujours un scrutin proportionnel, mais — fait inédit ! — elle prévoit deux tours. Tous les partis participent au premier tour de l'élection ; ceux qui ont reçu au moins 3 % des voix seront représentés à la Chambre des députés. Le second tour a lieu si aucun des partis n'a obtenu 40 % des voix au premier tour. Dans ce cas, les deux partis qui ont obtenu le plus de voix s'affrontent. Le parti qui gagne au premier tour avec au moins 40 % des voix, ou qui gagne tout court au second tour, reçoit automatiquement 54 % des sièges à la Chambre des députés. Cette nouvelle loi électorale n'est pas soumise à référendum.

2. Une réforme territoriale visant à simplifier l'organisation territoriale, renforcer l'exécutif et à recentraliser certaines compétences au profit de l'État. Les domaines de l'énergie, des infrastructures stratégiques et de la protection civile reviennent à l'État, et la Chambre des députés pourra à l'avenir légiférer sur les compétences des régions.

3. Une réforme du Sénat pour mettre fin au bicaméralisme égalitaire, c'est-à-dire à l'égalité des pouvoirs des deux chambres qui peuvent toutes les deux renverser le gouvernement et voter des projets de Loi. La composition, le mode d'élection et les compétences du Sénat seraient modifiés.

- Le Sénat ne compterait plus que 100 membres au lieu de 321, élus pour 5 ans au scrutin proportionnel par les conseillers régionaux et non plus au suffrage universel direct.
- Les sénateurs ne bénéficieraient plus d'indemnités parlementaires, au motif qu'ils percevraient des indemnités au titre de leur mandat local, étant conseillers régionaux (74), maires (21) ou anciens présidents. Le Sénat assurerait ainsi le lien entre l'État et les collectivités territoriales.
- Le Gouvernement ne serait plus responsable devant le Sénat et ce dernier ne voterait plus la confiance au Gouvernement. Il n'exercerait plus une compétence législative paritaire avec la Chambre des députés que pour certains domaines précis. Dans les autres cas, le Sénat pourrait décider d'examiner les textes pour avis mais la Chambre des députés aurait le dernier mot.
- Les compétences du Sénat seraient recentrées sur l'évaluation des politiques publiques, le contrôle de l'application des lois, les affaires européennes et les questions relatives aux collectivités territoriales.

Quand ?

Cette date a été reportée à plusieurs reprises, la période du 15 novembre au 5 décembre est annoncée.

Quels sont ses enjeux ?

- La stabilité politique italienne à court terme: Matteo Renzi a fait de ce référendum un test de soutien de la population à son action en déclarant qu'il démissionnerait en cas d'échec.

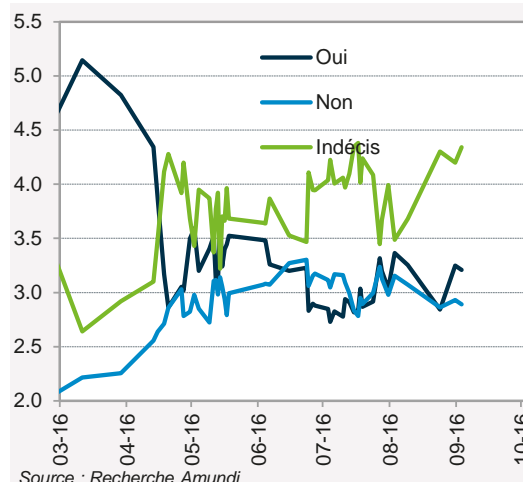
L'essentiel

La réforme constitutionnelle comporte 3 volets : une modification de la loi électorale de la Chambre des Députés qui instille une forte dose de système majoritaire, loi déjà en vigueur et non concernée par le référendum, une réforme territoriale renforçant les pouvoirs de l'État et une réforme du Sénat qui réduirait le nombre de sénateurs de 321 à 100, non plus élus au suffrage direct mais par les conseillers régionaux.

Les enjeux du référendum sont élevés. L'instabilité politique constitue un vrai défi pour un pays qui devra prendre des mesures structurelles de grande ampleur dans les années à venir. Une victoire du « non » pourrait précipiter la démission de Matteo Renzi et donc une nouvelle période d'instabilité politique. Toutefois, dans ce cas, il est peu probable que l'impact sur les obligations italiennes soit de grande ampleur car le rythme d'achats de la BCE est extrêmement soutenu.

“ La réforme constitutionnelle la plus importante depuis l'abandon de la monarchie ”

1 Référendum sur la constitution italienne : sondages (moyenne sur les cinq points)



- La stabilité politique italienne à moyen et long terme grâce à l'instauration d'une nouvelle constitution visant cet objectif.
- Au-delà de la stabilité politique, c'est la santé de l'économie italienne qui est en jeu. Pour rappel, après 3 années de récession, l'Italie a retrouvé le chemin de la croissance avec 0,8 % en 2015 mais est encore à la traîne, notamment par rapport à l'Espagne. L'instabilité politique freine clairement l'adoption de mesures structurelles.

Y a-t-il un problème d'instabilité gouvernementale en Italie ?

Depuis 1946, la durée moyenne d'un gouvernement est d'un peu plus d'un an environ, et le record de durée n'est que de 3 ans et 10 mois. Aucun gouvernement n'est parvenu à atteindre la durée « normale » de la législature qui est de 5 ans. 63 gouvernements se sont succédé depuis la fin de la seconde guerre mondiale.

En 2013, les élections n'avaient produit aucun vainqueur clair mais uniquement des vaincus et le Président de la République de 88 ans avait été obligé de rester au pouvoir malgré la fin de son mandat (Giorgio Napolitano) face à l'incapacité des parlementaires à lui désigner un successeur. Il démissionnera une fois le gouvernement Renzi en place.

À quoi est due cette instabilité gouvernementale ?

Les pouvoirs donnés aux deux assemblées fragilisent l'exécutif (le gouvernement), responsable devant elles deux. En France ou en Allemagne par exemple, seule la chambre des députés vote la confiance au gouvernement, et la chambre haute a un pouvoir législatif distinct.

Un suffrage des chambres à la proportionnelle oblige aux coalitions et aux compromis, par nature instables. Le suffrage proportionnel, étant de plus régional pour le Sénat, favorise l'émiettement.

Cette réforme apparaît donc nécessaire pour faciliter la stabilité gouvernementale.

Par ailleurs, le risque d'instabilité politique est exacerbé par la montée dans l'opinion publique, comme dans plusieurs pays d'Europe, des partis populistes et/ou eurosceptiques. L'Italie comporte aujourd'hui 5 millions de pauvres (c'est-à-dire dont le revenu mensuel pour deux personnes est inférieur à 1 050,95 €), et le Mouvement 5 étoiles, qui promet l'instauration d'un revenu citoyen de 780 € par mois, est en pleine ascension. Les jeunes maires de Rome et Turin, élus en juin, appartiennent à ce parti politique.

Que disent les sondages ?

Au départ, les sondages donnaient le « oui » gagnant mais le « oui » et le « non » se tiennent désormais dans un mouchoir de poche depuis la fin juin. La part des indécis est encore très importante, aux alentours de 35 % des sondés

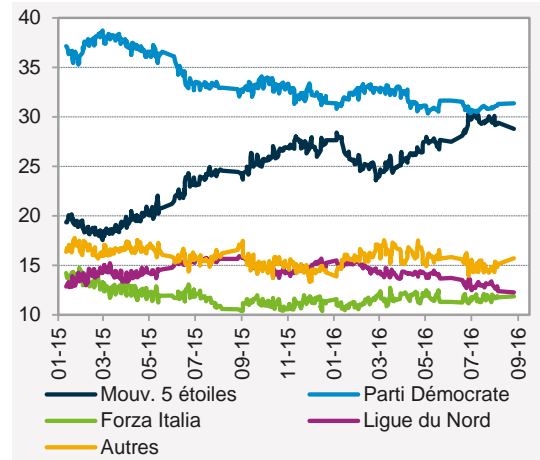
Le référendum est devenu une sorte de plébiscite pour ou contre Matteo Renzi, du fait de sa déclaration du 12 mars 2015 selon laquelle il démissionnerait en cas de défaite. Le problème pour lui est que son parti (le PD, Parti Démocrate) a été mêlé à plusieurs affaires de corruption touchant aussi bien des élus régionaux (comme les maires de Rome ou de Lodi) que des membres du gouvernement (la Secrétaire d'État à la culture, la Ministre du Développement industriel) et qu'il n'incarne plus le renouveau politique auquel il était associé à son arrivée au pouvoir. Par exemple, les nouveaux maires de Rome et Turin sont plus jeunes que lui en âge et en termes d'expérience politique.

Une coalition contre-nature entre la droite d'opposition, le Mouvement 5 étoiles, un parti populiste, et la Ligue du Nord, un parti Régional, s'est créée pour défendre le « non ». La Ligue du Nord est en faveur d'un « Italexit » (sortie de l'Italie de l'Union Européenne). Le Mouvement 5 étoiles est, lui, hostile à l'euro. Le 22 juin, son leader Beppe Grillo a indiqué qu'il souhaitait un référendum sur l'euro.

Que peut-on attendre ?

Matteo Renzi a commencé à recentrer le débat sur les questions de fond et à le dépersonnaliser. Il a par exemple déclaré le 21 mai « Les Italiens doivent

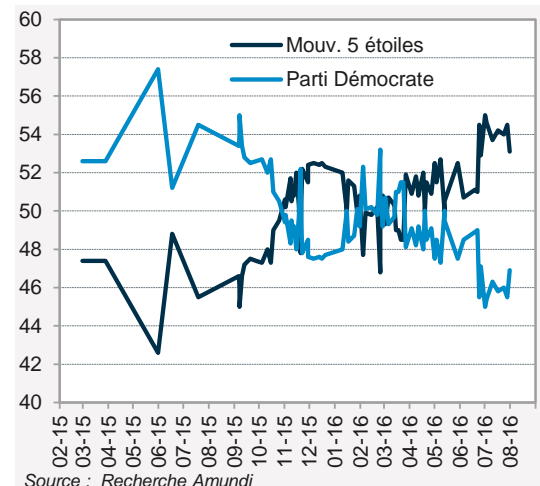
2 Prochaines élections générales : sondages pour le premier tour (moyenne sur 5 derniers points)



Source : Recherche Amundi

“ Comme d'autres pays européens, l'Italie est confrontée à la montée des partis populistes et/ou eurosceptiques ”

3 Prochaines élections générales : sondages pour le second tour (moyenne sur 5 derniers points)



Source : Recherche Amundi

savoir que ça n'est pas la réforme d'une seule personne mais une réforme qui aidera l'Italie » et plus récemment, le 21 août : « les élections générales auront lieu en 2018, quelle que soit l'issue du référendum ». Il a également dit que si la réforme passait, le gouvernement pourrait injecter 500 millions d'euros dans un fonds anti-pauvreté avec les économies réalisées avec la réduction du nombre de législateurs. Renzi essaie en parallèle de faire adopter par les instances européennes un plan « anti-pauvreté et grand travaux ». Il peut donc réussir à renverser l'opinion publique mais l'issue du scrutin reste extrêmement incertaine.

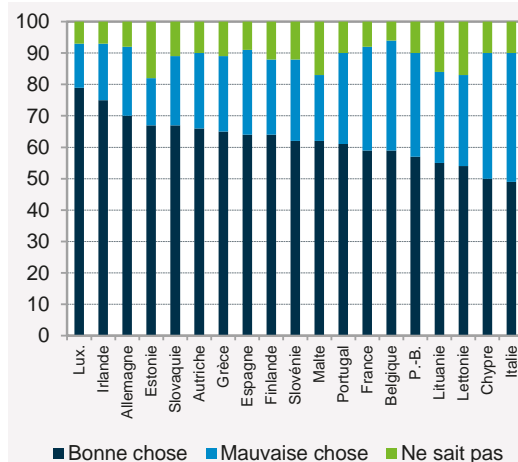
Une victoire du « oui », même courte, serait très positive pour Matteo Renzi, car elle signifierait l'adoption d'une réforme phare de son programme et marquerait la vie politique italienne sur le long terme. Au-delà de cela, une victoire du « oui » serait très positive en ce qui concerne le sentiment des investisseurs vis-à-vis de l'Italie. Dans ce cas, les effets sur le risque souverain et sur les *spreads* devraient être positifs (en baisse).

En cas de victoire du « non », une démission de Matteo Renzi serait possible. Deux solutions seraient envisageables : 1) soit le président de la république Sergio Mattarella refuse sa démission, 2) soit il propose à un nouveau membre du Parti Démocrate de former un gouvernement. En effet, ce dernier pourrait être tenté d'éviter la tenue de nouvelles élections, qui seraient extrêmement périlleuses. En effet, si des élections générales étaient tenues aujourd'hui, le Parti Démocrate et le Mouvement 5 étoiles finirait largement en tête au premier tour, sans toutefois obtenir 40 % suffrages. Au second tour, les sondages donneraient gagnant le Mouvement 5 étoiles. **Notons que le Mouvement 5 étoiles a connu une accélération dans les sondages suite au vote des Britanniques sur le Brexit.** Au passage, notons que le vétéran de la scène politique italienne Silvio Berlusconi n'aurait pas intérêt à des élections anticipées car son parti ne tourne qu'à environ 10 % des intentions de votes alors qu'il avait obtenu 29,5 % des suffrages lors des élections générales de 2013.

À la lumière des sondages sur les prochaines élections générales, les conséquences de la victoire du « non » sur les marchés obligataires seraient très différentes selon que de nouvelles élections soient convoquées ou non :

- **Sans nouvelles élections (le plus probable),** l'effet sur les *spreads* serait vraisemblablement de courte durée et rapidement annihilé par la puissance du PSPP de la BCE. Fin juillet, l'Eurosystème avait déjà acheté pour 156 Mds € de dette italienne dans le cadre de ce programme et continuera d'en acheter pour environ 12 Mds € par mois.
- **Avec de nouvelles élections,** la perspective d'un gouvernement dirigé par le Mouvement 5 étoiles serait certainement très mal perçue par les marchés. Rappelons que l'Italie est le pays de la zone euro pour lequel l'attachement des citoyens pour la devise commune est le plus faible. L'issue d'un référendum sur l'appartenance à l'euro serait très incertaine.

4 Réponses à la question : l'euro est-il une bonne ou une mauvaise chose pour l'économie ?



Source : Eurobarometer, Recherche Amundi



Mattéo Renzi a réalisé son erreur de faire du référendum sur la constitution italienne un plébiscite personnel. Il revient sur le débat de fond



4 États-Unis : est-ce la fin du cycle ?

DIDIER BOROWSKI, Recherche Stratégie et Analyse

La croissance américaine s'est beaucoup affaiblie au 1^{er} semestre 2016 (+1,2 % en glissement annuel au T2) et les indices ISM du mois d'août indiquent un ralentissement concomitant de l'activité économique dans l'industrie et les services. Les à-coups trimestriels n'annoncent pas nécessairement un point de retournement du cycle. Ceci dit force est de constater que l'investissement et les profits des entreprises sont dans le rouge depuis plusieurs trimestres et que les marges des entreprises se détériorent avec la montée des coûts salariaux unitaires (légère accélération des salaires, chute de la productivité). De son côté, la consommation des ménages reste solide nourrie notamment par le dynamisme des créations d'emplois. Sans la vigueur de la consommation, le PIB aurait donc pu se contracter. **Derrière le ralentissement observé au 1^{er} semestre, c'est le thème de la fin de cycle qui refait surface.** Voilà maintenant sept années que l'activité progresse continûment aux États Unis (à un rythme annuel moyen de 2 %), ce qui en fait l'un des cycles les plus longs de l'après-guerre... Ce dernier touche-t-il à sa fin ?

Un cycle unique dans l'histoire de l'après-guerre

Malgré la longueur du cycle d'expansion, la reprise s'avère être la plus molle de l'histoire de l'après-guerre. Plus de sept ans après le début de la « grande récession », l'activité économique n'a toujours pas retrouvé son niveau « potentiel » tel que calculé par le CBO (i.e. dit autrement, les États-Unis conservent un *output gap* négatif). C'est du jamais vu dans l'histoire des cycles d'après-guerre et il faudrait sans doute remonter aux années 1930 pour trouver un épisode de ce type.

La plupart des composantes de la demande finale ont mis davantage de temps que dans un cycle traditionnel pour retrouver leur niveau d'avant crise. On peut expliquer cela par la nature de la « grande récession ». Il est en effet beaucoup plus long de se relever d'une récession lorsqu'elle s'accompagne d'une crise bancaire et financière. Les travaux sur longue période, menés par C. Reinhart et K. Rogoff, sur l'impact des crises économiques et financières renseignent bien ce point : « *la croissance du PIB et les prix de l'immobilier sont nettement plus faibles et le chômage plus élevé dans la décennie qui suit les crises financières* ». En termes de cycle, on pourrait probablement traduire leur propos en disant qu'il faut plus d'une décennie pour combler l'*output gap*.

Au regard de ces travaux empiriques, les États-Unis sont dans l'épure. **En retenant les estimations du CBO sur le niveau de PIB potentiel et de son rythme d'accroissement, l'*output gap* n'est en effet toujours pas comblé en 2016.** De ce point de vue, le cycle est donc encore inachevé. Ces mesures d'*output gap* sont néanmoins très fragiles et l'on ne peut pas faire l'économie de l'analyse des moteurs de la croissance.

> Que disent les approches statistiques sur la croissance du 3^e trimestre 2016 ?

Une littérature empirique abondante s'est développée au cours des 15 dernières années pour inférer statistiquement le niveau de croissance du trimestre en cours à partir des données économiques publiées. Les travaux effectués par les Fed régionales en donnent une bonne illustration. Les signaux vont pour le moment en sens opposés. On citera notamment :

- L'indice calculé par la Fed Chicago à partir d'un ensemble de 85 indicateurs mensuels existants. Il s'agit d'extraire la « composante commune » de cet ensemble. Cet indicateur (construit pour être inférieur à 0 quand la croissance tombe en deçà de son potentiel) montre que l'entame du 3^e trimestre se fait sur un rythme de croissance à peine au potentiel (estimé par ailleurs à 1,6 % par le CBO en 2016). Les indices ISM du mois d'août, indiquent que la croissance pourrait même être encore plus faible.

L'essentiel

La croissance américaine s'est affaiblie. **L'investissement et les profits des entreprises sont dans le rouge depuis plusieurs trimestres et les marges des entreprises se détériorent** avec la montée des coûts salariaux unitaires. De son côté, la consommation des ménages reste solide nourrie notamment par le dynamisme des créations d'emplois. Derrière le ralentissement observé au 1^{er} semestre, c'est **le thème de la fin de cycle qui refait surface.** Voilà maintenant sept années que l'activité progresse continûment aux États-Unis (à un rythme annuel moyen de 2 %), ce qui en fait l'un des cycles les plus longs de l'après-guerre... Ce dernier touche-t-il à sa fin ?

D'un point de vue fondamental, il n'y a pas de raison de voir l'économie américaine tomber en récession. Cependant il n'y a pas, non plus, de raison de voir l'activité progresser à rythme supérieur à son potentiel. **Le consensus des économistes est encore trop optimiste pour 2017.** La principale menace qui pèse sur les États-Unis n'est pas la récession mais la « trappe à croissance faible ». Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que les deux candidats aux élections présidentielles mettent au cœur de leur programme économique une relance fiscale et/ou budgétaire de grande envergure. **Il faudra compter sur la politique budgétaire pour poursuivre le cycle d'expansion après 2017.**



Sans la vigueur de la consommation, l'économie serait tombée en récession



- **Les travaux de la Fed d'Atlanta** qui a développé une méthodologie permettant d'inférer statistiquement une estimation « en temps réels » (« *GDPnow* ») de la croissance du trimestre en cours à partir des données à plus haute fréquence. L'avantage par rapport à la méthode précédente est que les données encore manquantes n'empêchent pas une actualisation très régulière de l'estimation. L'information statistique est continuellement intégrée pour évaluer la croissance du PIB. **Aujourd'hui, cet indicateur indique une croissance de l'ordre de 3,3 % en rythme annualisé pour le 3^e trimestre (avec une contribution de stocks de l'ordre 0,6pp).**

Ces modèles n'ont pas de vocation prédictive : ils ne permettent pas d'appréhender la dynamique de l'activité économique au-delà du trimestre en cours et ne peuvent se substituer à une analyse des déterminants de la demande (et de l'offre). En outre, ils ne constituent pas une estimation toujours très fiable de la croissance. Mais, dans les périodes de changement structurel, ils viennent utilement compléter la boîte à outils des économistes pour affiner le diagnostic.

L'investissement en biens d'équipement va se ressaisir mais mollement

Dans la mesure où la reprise de l'investissement a été molle dans ce cycle (en dépit de profits records), les dépenses d'investissement resteront sans doute atones avec le retournement des marges à la baisse. Ceci dit il n'y a pas eu de surinvestissement aux États-Unis en dehors des secteurs liés à l'énergie (la correction de ce surinvestissement explique son recul brutal au T1 avec la chute des prix du pétrole).

L'appareil de production vieillit et les entreprises devront continuer d'investir ne serait-ce que pour maintenir en l'état le stock de capital. Tout dépendra au final de l'évolution de la demande globale. Dans un environnement où la demande externe est faible (le commerce mondial s'est de nouveau contracté au 1^{er} semestre avec le repli des importations des pays émergents) et le secteur industriel affaibli (notamment par l'appréciation du dollar depuis 2014), il ne faut pas tabler sur un rebond marqué des dépenses d'investissement des entreprises (hors stocks). Et ce d'autant qu'elles se sont fortement réendettées dans ce cycle (la dette non financière des entreprises continue de grimper et représente plus de 90 % de leur valeur ajoutée, ce qui ne s'était pas vu depuis 2008).

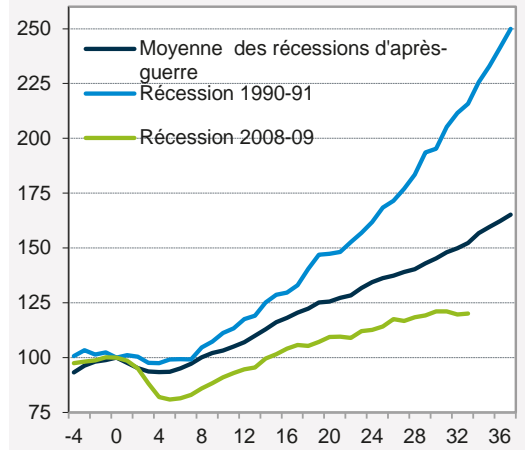
Consommation des ménages : l'ultime moteur est soumis à des vents contraires

La clé du cycle se situe donc clairement du côté de la demande des ménages. La baisse des profits des entreprises, qui est en grande partie liée à la hausse du dollar, ne signale pas nécessairement la fin du cycle d'activité. Car elle résulte pour partie d'un mouvement de rééquilibrage de la part des salaires dans la valeur ajoutée qui bénéficie aux ménages...

Ceci dit, ces derniers vont être soumis à des « vents contraires » :

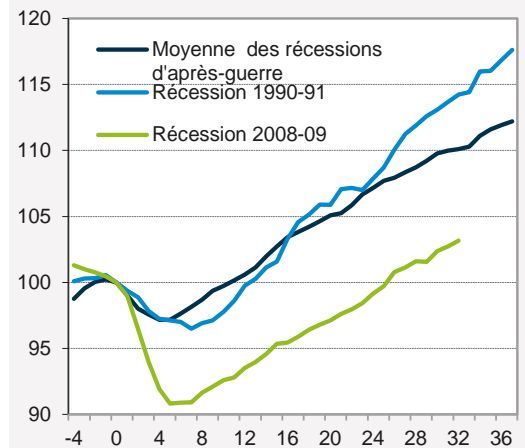
- **Les créations d'emplois ont commencé à ralentir. Ce n'est pas anormal à ce stade du cycle.** À mesure que l'économie américaine se rapproche du plein-emploi, les créations de postes se calent peu ou prou sur l'offre de travail disponible (la croissance de la population active). Les indicateurs construits par les Fed régionales, qui synthétisent les évolutions de très nombreuses variables mesurant l'état du marché du travail, ont continué de s'améliorer sur la période récente. On notera ainsi que l'indice de la Fed de Kansas est revenu sur sa moyenne de long terme pour la première fois depuis 2007 et que les salaires commencent à accélérer (timidement) : ce sont des éléments qui tendent à indiquer que l'économie se rapproche du plein-emploi même si d'autres métriques montrent qu'il y a encore « du mou » (faible taux de participation, chômage de longue durée élevé etc.).
- **Le pouvoir d'achat menace de s'éroder.** Les salaires horaires (nominaux) tels que mesurés par le rapport sur l'emploi accélèrent mais très lentement. Et le mouvement est encore moins perceptible si l'on considère la composante rémunérations de l'indice du coût de l'emploi (ECI) qui est une

1 États-Unis : inv. privé non résidentiel (indicé à 100 à chaque pic de cycle, X = nb de trim. depuis pic)



Source : Datastream, Recherche Amundi

2 États-Unis : nb d'heures travaillées (indicé à 100 à chaque pic de cycle, X = nb de trim. depuis pic)



Source : Datastream, Recherche Amundi

3 États-Unis : indices ISM vs. croissance du PIB



Source : Datastream, Recherche Amundi

meilleure mesure de ce qui se produit à l'échelle de toute l'économie¹. Si l'on tient compte de l'inflation, on observe que le pouvoir d'achat des ménages stagne. Or, si les salaires nominaux n'accroissent pas davantage, leur pouvoir d'achat sera amoindri dans les mois qui viennent par la remontée du prix du baril (effet de base²) et possiblement aussi par la tendance à l'accélération (à partir d'un niveau faible) de l'inflation sous-jacente.

• **En revanche, les ménages se sont désendettés et les effets patrimoniaux sont toujours au rendez-vous.** La richesse nette des ménages (en % de leur revenu disponible) est proche de son plus haut de 2007.

Tout compte fait, l'absence de gains de pouvoir d'achat, conjuguée à un ralentissement des créations d'emploi, devrait conduire à un tassement de la consommation en 2017.

Le 1^{er} semestre constitue un vrai trou d'air pour l'activité qui interroge. Nous estimons que le déstockage observé au T2 ne devrait pas se poursuivre et qu'un « mini-cycle » de restockage pourrait doper l'activité à court terme (cf. encadré). Mais il ne faut pas s'y tromper, le cycle est arrivé à un stade de maturité avancé. L'investissement et les profits sont dans le rouge et les entreprises se sont nettement ré-endettées. En outre, l'investissement résidentiel bat de l'aile (après plusieurs années de croissance forte, peut-être en raison de l'incertitude induite par les élections) et l'unique moteur de la croissance américaine est appelé à s'affaiblir. Ces facteurs expliquent pourquoi la probabilité de récession (telle que mesurée par l'indice d'anxiété de la Fed de Philadelphie) tend à s'accroître (tout en restant contenu, aux alentours de 20 %).

Avant que la Fed ne se décide à remonter ses taux directeurs, il lui faudra s'assurer que la consommation des ménages résiste et surtout **que l'investissement des entreprises (hors stocks) redémarre.** **L'économie est en effet beaucoup trop fragile pour supporter une remontée des taux d'intérêt réels.**

D'un point de vue fondamental, il n'y a pas de raison de voir l'économie américaine tomber en récession (sauf si « choc externe », ou si les taux d'intérêt obligataires remontaient brutalement). **Cependant il n'y a pas non plus de raison de voir l'activité progresser à un rythme supérieur à son potentiel.** Le consensus des économistes est encore trop optimiste pour 2017 (anticipant 2,2 % de croissance). La principale menace qui pèse sur les États-Unis n'est pas la récession mais la « trappe à croissance faible » (en deçà de 1,5 %) en raison de facteurs structurels (investissements insuffisants, chute de la productivité). Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que les deux candidats aux élections présidentielles du 8 novembre mettent au cœur de leur programme économique une relance fiscale et/ou budgétaire de grande envergure. **Il faudra compter sur la politique budgétaire pour poursuivre le cycle d'expansion après 2017.**

> Vers une accélération temporaire de la croissance tirée par les stocks ?

La croissance américaine a très nettement ralenti au T2 (+1,1 % en rythme annualisé ; +1,2 % en glissement annuel). Les stocks des entreprises, qui ont retranché 1,3 point à la croissance au T2 (en rythme annualisé), expliquent en grande partie cette piètre performance qui nous a conduits à abaisser notre prévision de croissance en moyenne annuelle de 2 % à 1,5 % en 2016 (après 2,6 % en 2015).

¹ Il y a plusieurs explications possibles au manque de réaction des salaires : soit la courbe de Phillips s'est aplatie aux États-Unis pour des raisons structurelles (productivité, mondialisation), soit l'évolution du taux de chômage ne reflète pas (ou mal) le déséquilibre sur le marché du travail.

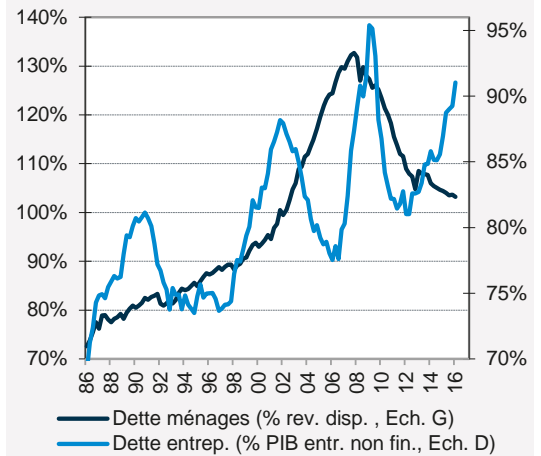
² Les prix du baril qui s'inscrivaient en repli de 40 à 50 % en début d'année (en glissement annuel) s'inscriront en hausse d'environ 70 % en glissement annuel début 2017 (en supposant que le prix du baril se stabilise à son niveau actuel). Les ménages vont voir la différence...



Les ménages se sont désendettés, les entreprises se sont ré-endettées



4 États-Unis : dette des ménages vs. dette des entreprises non financières



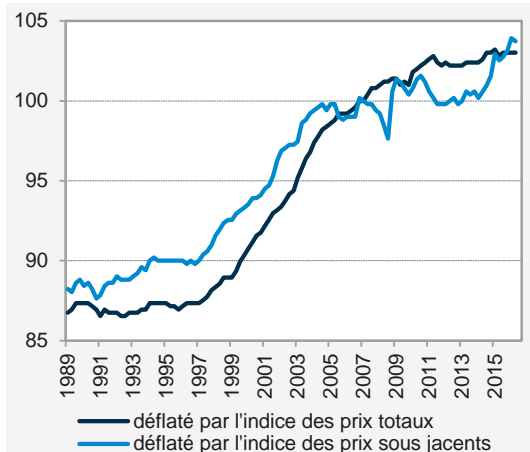
Source : Datastream, Recherche Amundi



L'investissement privé va repartir mais sur un rythme lent



5 États-Unis : salaires réels (composante rém. de l'indice du coût de l'emploi), T1 2007 = 100



Source : Datastream, Recherche Amundi



Pour le 5^e trimestre consécutif, les stocks ont contribué négativement à la croissance, mais **c'est la première fois depuis 2011 que les entreprises ont déstocké**. Ceci dit, la piètre performance du T2 s'explique aussi par l'investissement en biens d'équipement, en repli pour le 3^e trimestre consécutif, tout cela dans un environnement de profits en berne. La chute des prix du pétrole en début d'année a joué un rôle significatif dans ces évolutions (avec la baisse induite de l'investissement et des profits dans le secteur énergétique).

Il semble que le mouvement de déstockage du T2 ne se poursuit pas : (1) les stocks dans le commerce ont recommencé à progresser au T2 et (2) les commandes de biens durables ont nettement rebondi en juillet avec des stocks de biens durables qui sont eux-mêmes en hausse. Ce dernier élément signale l'amorce d'un mouvement de reconstitution des stocks à compter du T3, ce qui pourrait temporairement porter la croissance trimestrielle entre 2,5 % et 3 % (en rythme annualisé).

Il convient en revanche de noter que rien n'indique encore que l'investissement en biens d'équipement se redresse : au contraire, les livraisons de biens durables hors défense et aviation civile (qui servent à calculer l'investissement en biens d'équipement des comptes nationaux) sont restées dans le rouge en juillet malgré le rebond des commandes de biens durables. En outre, les indices ISM du mois d'août, en très net repli n'augurent rien de bon...

Tout compte fait, l'accélération faciale de la croissance sur laquelle nous tablons – de 1,5 % en 2016 à 2,0 % en 2017 – n'est pas le prélude à un nouveau cycle d'expansion (tant s'en faut) et la croissance devrait, au mieux, se caler sur un niveau proche de son potentiel fin 2017 (aux alentours de 1,7-1,8 %).



Le prolongement du cycle après 2017 passera par des plans de relance fiscale et budgétaire



5 Économies émergentes : où en sommes-nous ?

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique*

Depuis 2008, rien n'aura épargné les économies émergentes tant sur le plan économique que politique.

Après la crise des subprimes, les économies émergentes ont connu 2, voire, 3 années de répit grâce à deux facteurs principaux :

- **Les différents plans de relance budgétaires chinois** ont contribué à la reprise du commerce mondial et donc de la croissance mondiale et ont par ailleurs tiré les cours de matières premières à la hausse.
- **Les politiques monétaires accommodantes des banques centrales des pays avancés** se sont traduites par un environnement de taux bas et une abondance de liquidité qui s'est déversée dans les économies émergentes aux rendements plus attractifs.

Les pays asiatiques fortement intégrés à la chaîne de valeur ajoutée de la Chine mais aussi les pays exportateurs nets de matières premières ont ainsi pu tirer leur épingle du jeu même si des doutes sur la soutenabilité du financement de la croissance chinoise étaient déjà présents à l'esprit des investisseurs internationaux, en témoigne la baisse du MSCI émergent dès début 2011.

Lorsqu'à l'été 2013, Ben Bernanke annonce la normalisation de la politique monétaire américaine, il change la donne. En effet, derrière cette annonce, on peut y lire deux messages clés :

- une reprise de la croissance américaine
- des perspectives de hausse de taux américains

De manière concomitante, la crise des dettes souveraines en zone euro se résorbe et les perspectives de croissance s'améliorent.

On assiste alors à des réallocations de portefeuilles en faveur des économies avancées vers des actifs plus sûrs et de meilleure qualité, c'est le fameux « flight to safety » ou « flight to quality ». Ces sorties de capitaux se traduisent par une forte décote de certaines actions, obligations et devises émergentes.

La forte baisse des prix des matières premières en 2014 suivie du contre-choc pétrolier et des inquiétudes sur le ralentissement de la Chine n'ont fait que renforcer ces tendances.

Par ailleurs, n'oublions pas de mentionner, qu'à ces chocs économiques et financiers se sont ajoutés **de nombreux chocs de nature politique et géopolitique** tels que la crise ukrainienne, les guerres au Moyen-Orient, des élections présidentielles dans de nombreux pays aux issues incertaines sans parler de la crise politique brésilienne.

Bien évidemment **tous les pays n'ont pas été affectés de la même façon.** En fonction de leur exposition à chaque choc spécifique mais aussi de la solidité de leurs fondamentaux, les pays ont été plus ou moins résilients. En effet, il apparaît que les pays d'Europe Émergente, par exemple, moins exposés à la Chine et qui ont de surcroît bénéficié de la forte chute des cours des matières premières ont enregistré des taux de croissance relativement élevés en 2015 : Pologne (3,6 %), République Tchèque (4,2 %), Roumanie (3,7 %) etc. De même, le Chili, bien que fortement sensible aux prix des matières premières et à la demande chinoise, grâce à un *policy-mix* rigoureux a évité la récession avec un taux de croissance qui s'est même amélioré en 2015 (2,1 %) par rapport à 2014 (1,8 %).

Toutefois, malgré ces différences, les sorties de capitaux se sont faites de manière indiscriminée. Il en résulte que fin 2015, **les actifs émergents sont sous-représentés dans la plupart des portefeuilles internationaux,** que de nombreuses devises sont sous-évaluées et que certains actifs ont des valorisations très basses.

L'essentiel

Après plus de deux années difficiles, l'heure est peut-être venue de tourner la page pour la plupart des économies émergentes. En effet, de nombreux facteurs plaident en faveur de ces économies.

Tout d'abord, les incertitudes économiques qui pesaient sur ces économies semblent se dissiper. Ensuite, il apparaît que, pour bon nombre d'entre elles, le processus d'ajustement (en termes de croissance, d'inflation et de soldes courants) est bien entamé ou pour le moins en cours. Enfin, même si elles ne sont pas en récession, les économies avancées sont à la peine ; les banques centrales des principaux pays avancés continuent de déployer toutes les ressources dont elles disposent pour soutenir l'activité mais force est de constater que leur efficacité marginale décroît. En outre, alors que les risques (géo) politiques étaient l'avatar des économies émergentes, elles ont été rattrapées par les économies avancées. Aussi, même si la situation varie fortement d'un pays à l'autre et qu'il convient de demeurer prudent, un retour graduel et granulaire sur les économies émergentes paraît de bon aloi.



Après 2008, les émergents ont bénéficié de 2-3 années de répit



2013, marque le début d'une succession de chocs économiques et (géo) politiques tout aussi néfastes les uns que les autres



Pays émergents : où en sommes-nous aujourd'hui ?

Après avoir fortement rebondi en 2010, la croissance globale émergents n'a cessé de baisser pour difficilement dépasser les 4 % en 2015. Alors considérée comme le moteur de la croissance mondiale, cette décélération de la croissance globale émergents a et continue d'alimenter les débats et inquiétudes. Il est vrai qu'on est **loin des taux de croissance supérieurs à 10 % mais comparés à la croissance des économies avancées, on reste sur des niveaux largement plus élevés**. En effet, bien qu'elle ait frôlé les 4 % en 2010, en partie grâce à des effets techniques, la croissance des économies avancées a été relativement volatile depuis 2009 et stagne aux alentours de 2 % depuis 2013.

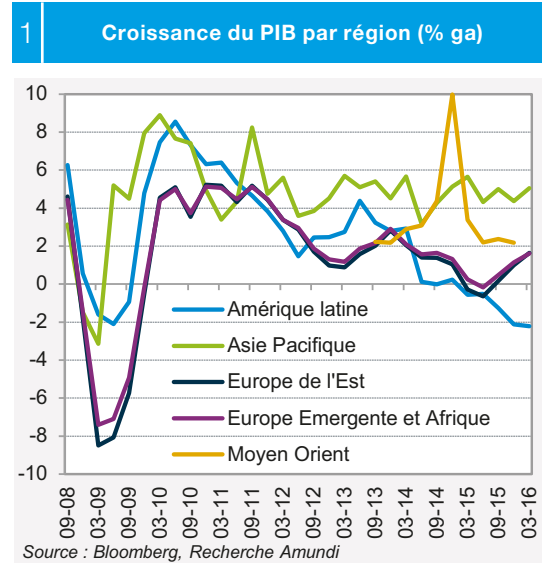
Par ailleurs, si, comme indiqué ci-dessus les écarts entre les pays émergents ont été importants, il en a été de même entre les régions. **L'Amérique latine apparaît de loin comme la région qui a été la plus touchée** : de nombreux pays sont exportateurs nets de matières premières et fortement exposés à la Chine comme le Venezuela, sans parler de la crise politique au Brésil qui a contribué à plonger davantage encore le pays dans une récession majeure. **L'Europe émergente (tirée par la Russie) et l'Afrique ont également été fortement affectées** sans pour autant enregistrer une récession globale aussi marquée qu'en Amérique latine. La seule région qui semble **avoir été relativement épargnée** demeure l'Asie soutenue par l'Inde qui croît à plus de 7 % et la Chine qui, malgré le ralentissement de son économie, continue officiellement de dépasser les 6 % de croissance annuelle (cf. graphique n° 1).

Aujourd'hui, le processus d'ajustement est pour le moins bien entamé dans la plupart des pays et les **facteurs d'incertitude économiques ont diminué**. En effet, le resserrement de la Fed ne devrait pas être aussi important que prévu, les cours des matières premières ne renoueront certes pas avec les niveaux passés mais ils ne devraient pas non plus enregistrer de jambe de baisse supplémentaire et l'hypothèse d'un *hard landing* chinois à court terme est de plus en plus faible.

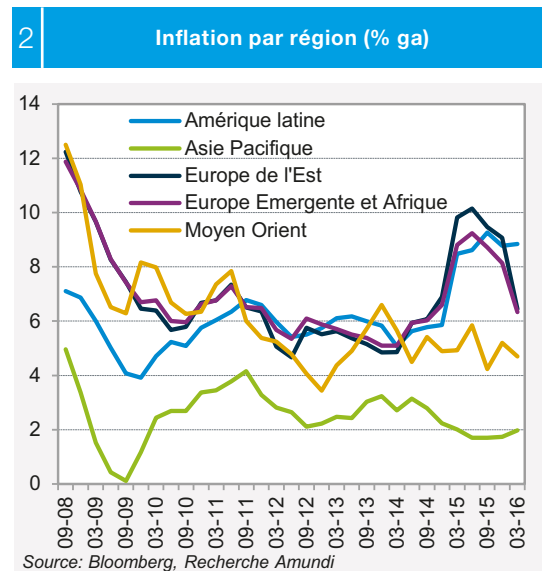
Les données les plus récentes (T4 2015 et T1 2016) font état d'une reprise (ou pour le moins marquent un point bas) pour la croissance globale des émergents et les différentes zones qui la composent témoignant, comme nous l'avons indiqué précédemment, d'un environnement économique plus favorable pour ces pays. **En l'absence de chocs supplémentaires, la croissance des pays émergents devrait continuer de se redresser même si elle ne renouera sans doute pas avec les niveaux élevés observés par le passé**. En effet, plusieurs facteurs continuent de peser sur la reprise des économies émergentes : i) même si nous ne prévoyons pas de *hard landing* de l'économie chinoise, celle-ci devrait continuer de décélérer au cours des prochaines années, ii) dans la plupart des pays émergents, la croissance a été largement financée par l'explosion du crédit au secteur privé qui aujourd'hui a atteint des niveaux jugés « critiques », iii) il existe des surcapacités de production en Chine mais aussi dans les pays exportateurs nets de matières premières qui devront être résorbées, iv) une croissance potentielle freinée par une insuffisance des infrastructures et v) des incertitudes (géo) politiques et institutionnelles toujours présentes.

On est certes bien loin des taux de croissance supérieurs à 10 % mais comparés à la croissance des économies avancées, on reste sur des niveaux largement plus élevés.

Du côté de l'inflation, les pays exportateurs nets de matières premières (Afrique, Amérique latine, et Russie) ont été fortement impactés et ce en raison de forts effets *pass-through* liés à la dépréciation de leur monnaie. Il faut aussi noter que la Russie et le Brésil ont des poids importants dans l'agrégat régional auquel ils appartiennent et que du fait de la crise ukrainienne pour la première et de l'imbroglio politique pour la seconde, leurs monnaies ont été bien plus pénalisées que si les pays n'avaient été en proie aux seuls chocs économiques. À l'opposé, les pays importateurs nets de matières premières notamment d'Asie et d'Europe de l'Est ont bénéficié de la chute des cours mais aussi des pressions désinflationnistes en provenance de Chine et de la zone euro de sorte que **l'inflation globale émergents a, in fine, très peu augmenté**



“ Fin 2015, les actifs émergents sont sous-pondérés dans la majorité des portefeuilles internationaux ”



“ Aujourd'hui, l'environnement économique est redevenu favorable aux économies émergentes de sorte que la croissance devrait continuer de se redresser ”



et est déjà revenue, grâce aux politiques monétaires restrictives mises en œuvre par la plupart des pays qui ont subi de fortes pressions inflationnistes, au niveau de 2013 (4 %), (cf. graphique 2).

Côté comptes extérieurs, après avoir suivi une tendance baissière depuis 2008 et atteint un point bas début 2014 (0 % du PIB), l'excédent courant global émergents s'est redressé et représente aujourd'hui environ 2 % du PIB. Ce renversement de tendance dès 2014 s'explique par la baisse des prix des matières premières qui a bénéficié aux pays importateurs nets (facture énergétique plus faible). L'Amérique latine aura mis une année de plus pour inverser cette tendance baissière. Toutefois, après avoir touché un point bas avec un déficit courant de plus de 4 % du PIB, l'Amérique latine renoue avec des niveaux de déficit jugés « soutenables¹ », (cf. graphique n° 3).

On est certes ici aussi, loin des années propices où l'excédent courant était largement supérieur à 5 % du PIB. Toutefois, par rapport aux pays avancés, qui sont toujours en déficit — même si celui-ci tend à se résorber continuellement depuis 2008 pour se rapprocher du seuil de 0 % — les pays émergents enregistrent encore des excédents d'épargne, (cf. graphique n° 4)

Par ailleurs, les banques centrales des principales économies avancées (BCE, FED, BoE, BoJ) continuent de mener des politiques monétaires accommodantes « quantitative easing » (pour ne pas dire accentuent) créant ainsi une abondance de liquidité qui dans un environnement de taux bas (pour ne pas dire négatifs) rendent les pays émergents de nouveau attractifs eu égard à la baisse des incertitudes économiques qui les entourent.

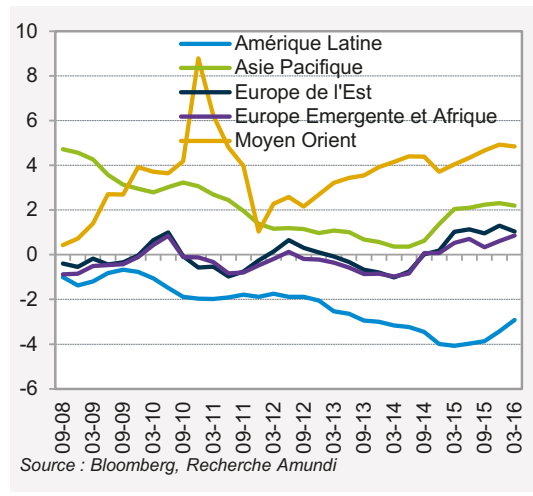
En outre, alors que l'incertitude et l'instabilité politiques étaient jusqu'à présent le lot commun des pays émergents, les économies avancées font elles aussi aujourd'hui face à de tels problèmes. Entre le Brexit, la montée du populisme, les élections européennes et américaine à venir, sans parler des attaques terroristes, la situation (géo) politique devient extrêmement difficile.

Conclusion

Mis bout à bout, tous ces éléments plaident en faveur d'un retour vers les émergents. Toutefois, les situations continuent de varier fortement d'un pays à l'autre, notamment en raison de chocs idiosyncratiques de nature (géo) politique de sorte qu'une réallocation progressive et granulaire — tant d'un point de vue pays, que type d'actifs (dette locale, en devise dure, actions), que sectoriels — est préférable.

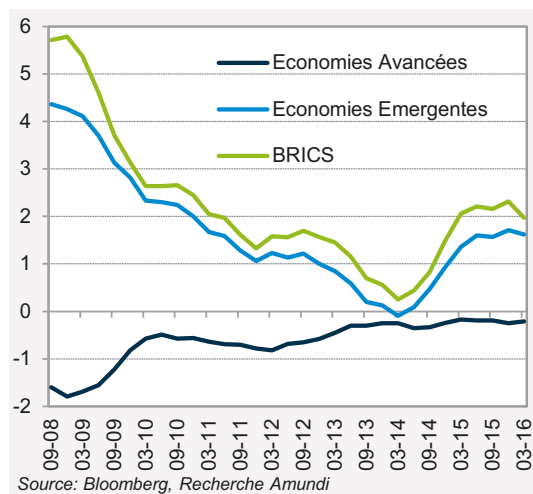
¹ En général, les analystes considèrent que les déficits courants sont soutenables quand ceux-ci ne dépassent pas le seuil de 3 % du PIB.

3 Comptes courants par région (% du PIB)



Alors que les soldes courants ont été très affaiblis, l'ajustement semble aujourd'hui presque achevé

4 Compte courant (% du PIB)



Entre politiques monétaires accommodantes et montée des risques (géo) politiques, les économies avancées sont loin d'offrir un support d'investissement optimal

6 Le CSPP change complètement la donne pour les obligations d'entreprise en euro

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique*

Pour mémoire, la BCE a annoncé le 10 mars un nouveau programme d'achat de titres (CSPP : Corporate Sector Purchase Programme) avec un lancement prévu en juin. Depuis cette annonce, les marchés du crédit (en particulier les obligations d'entreprise éligibles) ont surperformé tous les autres grands segments du marché obligataire en euro. Cet article revient sur les toutes premières interventions de ce programme, démarré le 8 juin soit tout juste deux semaines avant le référendum britannique. Nous analyserons l'évolution du CSPP pendant ses premières semaines de vie, son périmètre quantitatif et qualitatif, son impact sur l'offre et la demande des obligations d'entreprise et enfin ses effets sur les *spreads* et le niveau des rendements. Grâce à ces informations, nous évaluerons les opportunités qui demeurent dans la sphère *investment grade* en euro, en termes de performance et de valeur relative.

Commençons par le CSPP

Les analyses réalisées ces dernières années montrent que généralement, l'annonce d'un nouveau programme de QE pousse les marchés à anticiper la plupart des conséquences positives sur la classe d'actifs concernée, et d'autant plus lorsque les marchés sont surpris, comme ce fut le cas avec le CSPP. Ainsi, l'annonce du CSPP le 10 mars a immédiatement déclenché une nette compression des *spreads* de crédit, mais contrairement à ce qui s'était produit avec d'autres classes d'actifs, le mode de communication de la BCE et sa gestion de ses achats en juin ont contribué à accentuer encore plus la pression baissière sur les *spreads* et les rendements des obligations d'entreprise, même pendant les périodes difficiles comme l'avant et l'après-Brexit.

Une efficacité que l'on peut attribuer à plusieurs facteurs :

- **Flexibilité :** contrairement à ce qu'elle avait fait pour d'autres segments obligataires dans des dispositifs précédents, la BCE n'a pas voulu donner de volume prédéfini pour ses achats mensuels. Ce faisant, la Banque s'est gardé une marge de manœuvre maximale pour ajuster ses achats à l'évolution du marché, à la tendance de l'offre et aux fluctuations de l'aversion pour le risque. Une approche qui semble d'autant plus raisonnable au regard de la liquidité des obligations d'entreprise, plus faible que celle des emprunts d'État.
- **Taille :** comme on le sait, les achats des premières semaines du CSPP ont été nettement supérieurs à la plupart des anticipations du marché.
- **Largeur :** l'inclusion d'émetteurs avec une seule note *investment grade* a été jusqu'à profiter aux segments de qualité de la dette HY, et le fait que les banques aient été exclues du périmètre a permis au programme de bénéficier tout de même au reste de l'univers financier (les compagnies d'assurances, par exemple).
- **Profondeur :** dès la fin du premier mois du CSPP, la BCE a communiqué de nombreux détails sur la composition de ses achats (à l'exception du volume d'achats par titre). En publiant ces chiffres, la BCE a voulu montrer que dès les premières semaines du programme, ses achats étaient déjà diversifiés et répartis sur toute une palette d'obligations, couvrant tous les secteurs, les segments de la courbe ainsi que les pays et les notations disponibles. Autrement dit, non seulement la BCE a surpris par l'ampleur de ses volumes d'achats tout en se gardant une marge de manœuvre pour gérer ses interventions hebdomadaires, mais en plus, elle a montré qu'elle était résolue à atteindre le plus vaste nombre d'instruments dans le laps de temps le plus court possible.

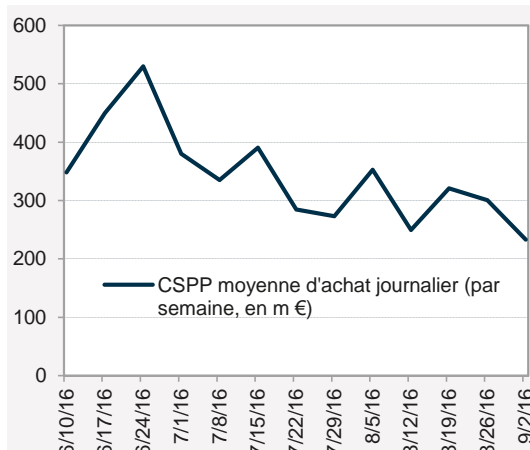
Si l'on se penche sur les chiffres des achats hebdomadaires, on est d'abord frappé par la souplesse des interventions de la BCE : on voit sur le graphique 1 le montant des achats quotidiens moyens réalisés pendant les huit premières semaines du CSPP. Pendant la semaine du référendum du 23 juin sur le maintien ou la sortie du Royaume-Uni de l'UE et lors de la semaine précédente, la BCE a

L'essentiel

Même s'il n'est en place que depuis quelques mois, le CSPP a déjà des effets considérables sur les marchés du crédit en euro. Un succès dû en partie à la souplesse de ce programme et à la trajectoire soutenue de ses achats, répartis sur un très grand nombre d'obligations de profils variés en termes de notations IG, de segments d'échéances, de secteurs et de pays.

On peut voir le Brexit comme le premier véritable « test de résistance » du programme. Pour l'heure, le CSPP a plutôt réussi à empêcher une forte hausse des *spreads* et a engendré une décorrélation de ces derniers avec les indicateurs d'aversion pour le risque, comme la volatilité implicite des actions. Dans cet article, nous analyserons l'évolution du CSPP pendant ses premières semaines de vie, son périmètre quantitatif et qualitatif, son impact sur l'offre et la demande des obligations d'entreprise et enfin ses effets sur les *spreads* et le niveau des rendements. Grâce à ces informations, nous évaluerons les opportunités qui demeurent dans la sphère *investment grade* en euro, en termes de performance et de valeur relative.

1 La BCE a surpris par l'ampleur de ses volumes d'achats



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

accru ses achats : un pic quotidien moyen de 530 millions d'euros a été atteint la semaine du Brexit, manifestement pour atténuer les conséquences négatives sur les marchés du crédit. Par la suite, la Banque a réduit le volume de ses achats, qui ont atteint 273 millions d'euros en moyenne par jour pendant les dernières semaines de juillet (soit presque 50 % de moins que pendant le pic de fin juin). Les interventions suivantes ont été encore moins importantes, avec une moyenne quotidienne de 250 millions d'euros la 2^e semaine d'août.

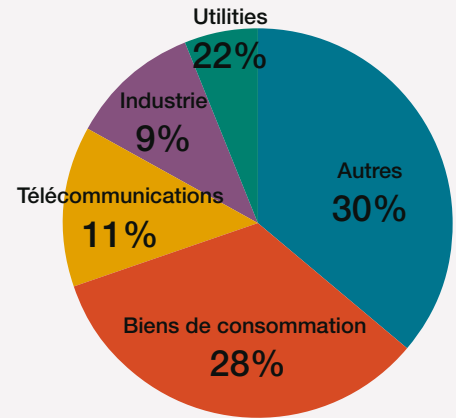
Un fléchissement que l'on peut probablement attribuer aussi à l'activité réduite du marché primaire pendant le mois de juillet, liée aux conséquences du référendum et à la volatilité des marchés d'actions. D'après les détails communiqués par la BCE, son plan s'étend à un très grand nombre de titres : près de 450 obligations d'environ 160 émetteurs privés différents ont été achetées en à peine quelques semaines, pour atteindre presque 500 obligations différentes de 170 émetteurs à la fin du mois de juillet. Notons également une sorte de « décélération » dans la diversification des achats de la BCE, puisque 28 nouvelles obligations ont été acquises pendant l'avant-dernière semaine de juillet contre seulement 7 nouvelles pendant la dernière semaine. Quelques nouveaux titres ont été acquis en août, mais très peu comparé aux semaines précédentes : un ralentissement lié indubitablement à la basse saison sur le marché primaire.

Certains de ces points sont abordés par la BCE dans un encadré de son Bulletin économique du mois d'août (« *The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme* »). La Banque fournit plus de détails sur le volume des achats du CSPP et sur les segments représentés dans son portefeuille. Elle précise que « la taille moyenne des achats du CSPP est globalement comparable à celle des transactions du 3^e programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3) et plus faible que celles du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP)... ». Contrainte par la liquidité plus faible des obligations d'entreprise comparée à celle des emprunts d'État, la BCE a limité la taille de ses achats moyens : «... les volumes du CSPP se composent majoritairement d'achats inférieurs à 10 millions d'euros, [...] et les transactions sont globalement plus importantes sur le marché primaire que secondaire... ». Elle indique ensuite qu'« afin de soutenir la liquidité du marché, depuis le 18 juillet, les positions acquises par l'Eurosystème dans le cadre du CSPP sont disponibles au prêt de titres via les banques centrales nationales qui réalisent les achats. » La composition sectorielle du portefeuille du CSPP est particulièrement intéressante, car elle semble très influencée par le poids des segments sur le marché de la dette ; pourtant, d'autres facteurs entrent en ligne de compte puisque les services aux collectivités, par exemple, sont moins représentés dans le CSPP que dans les grands indices de référence. Le poids de l'industrie et des télécommunications est globalement le même que dans les indices, mais les biens de consommation et d'autres secteurs sont légèrement « surpondérés » par le CSPP, ce qui confirme que la BCE tient à réaliser des investissements diversifiés et favorables à la croissance.

Passons aux effets sur les marchés du crédit

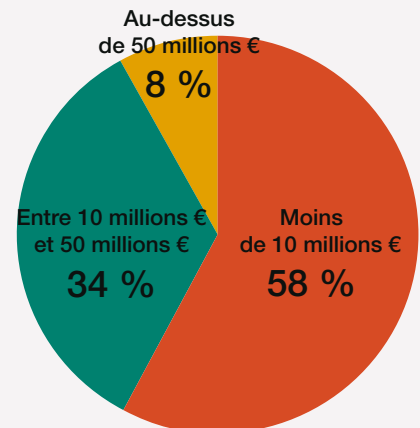
À première vue, les banques centrales chargées des achats d'obligations privées n'ont pas peur des rendements négatifs : début août, près de 25 % des obligations achetées présentaient un rendement à l'échéance négatif, proportion qui montait à 50 % pour les émissions allemandes et 40 % pour les émissions françaises. Au niveau des rendements, l'annonce du CSPP, dans un premier temps, puis le lancement réel du programme, ont eu des effets considérables : le 10 mars, presque aucun titre privé IG ne présentait de rendement négatif, alors que fin juillet, près de 250 milliards d'euros d'obligations hors secteur financier affichaient un rendement inférieur à zéro soit 18 % de l'encours (60 milliards d'euros dans le secteur financier, soit 7 % de l'encours). Si l'on resserre ces observations aux émetteurs non financiers basés dans l'Union européenne, la proportion de dette à rendement négatif atteint presque 25 %, et 50 % de la dette présente un rendement très proche de zéro (entre 0 % et 0,5 %). Les rendements négatifs concernent plus particulièrement des émetteurs d'Allemagne, de France et des autres pays du cœur, mais aussi de plus en plus dans la périphérie ; après les titres AA et A, c'est même autour des émetteurs BBB du segment *investment grade*.

2 BCE CSPP : volume d'achat par secteur



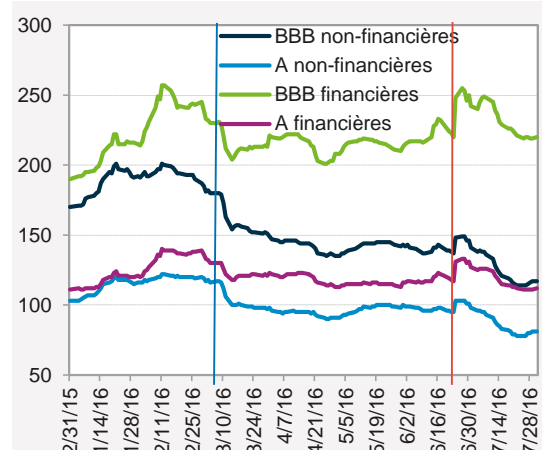
Source : ECB, Recherche Amundi

3 ECB CSPP : taille des achats



Source : ECB, Recherche Amundi

4 Impact sur les spreads du CSPP et de l'annonce du Brexit



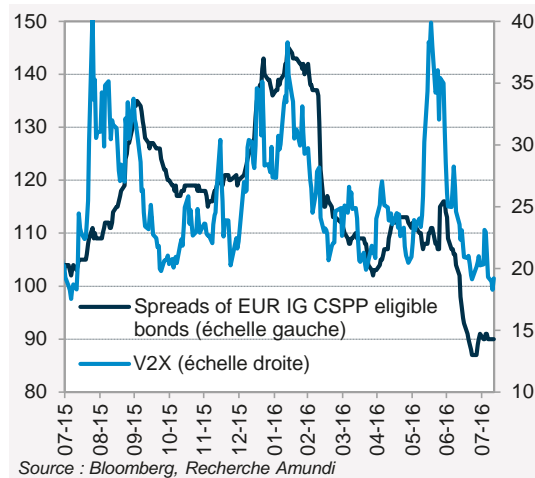
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Nos tableaux et les graphiques 8 et 9 indiquent le niveau moyen du rendement à l'échéance par notation et par segment de la courbe pour les émetteurs IG financiers et industriels. Pour ces derniers, 90 % de la dette entre un 1 an et 5 ans offre un rendement négatif ou proche de zéro, contre 60 % à 70 % parmi la dette d'émetteurs financiers. Le spread atteint entre 50 et 90 pb ; c'est plus que les plus bas du cycle précédent, mais les niveaux des rendements absolus sont totalement incomparables. À l'heure où nous écrivons, pas moins de 60 % du rendement encore disponible aux échéances 1-5 ans est concentré sur à peine 4 % de l'encours total, ce qui correspond aux signatures BB et B de l'univers *high yield*. À côté de cela, 24 % des rendements positifs sont accessibles dans 9 % du marché total de la dette en euro (les obligations d'entreprise BBB, notamment financières). L'inclusion des obligations BB dans les achats de la BCE a nettement contribué à la compression des rendements aux échéances 1-3 ans et 3-5 ans : actuellement le rendement moyen à l'échéance du segment de maturités 1-3 ans pour les obligations BB est de 2 %, et il atteint 3 % sur le segment 3-5 ans. Dans l'univers *investment grade*, on ne trouve plus de rendements supérieurs à 1 % pour la dette non financière, sauf à endosser à la fois le risque de crédit et de taux d'intérêt. En fait, seules les obligations BBB à plus de 7 ans offrent encore un rendement de plus de 1 % sans avoir à endosser ces deux risques simultanément. En résumé, l'examen attentif des courbes de taux des obligations d'entreprise indique un net aplatissement au niveau des émissions non financières, qui sont la cible des achats de la BCE. Pour les financières, au contraire, on remarque une pentification non seulement dans le segment BBB, mais aussi dans le segment A.

Impact du CSPP sur les facteurs techniques : un soutien à plusieurs égards

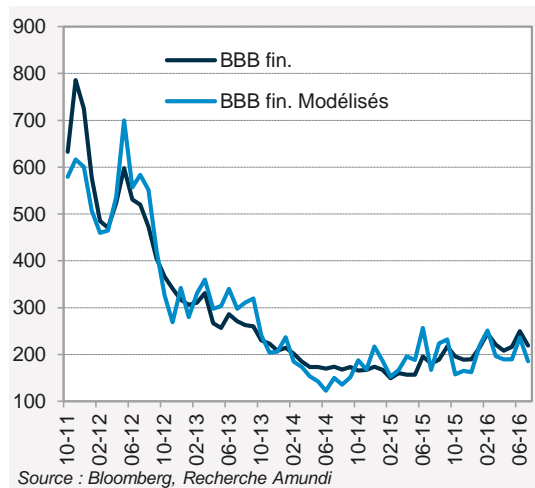
Le CSPP constitue le facteur de soutien technique le plus important du marché du crédit en euro, mais pas seulement à partir des achats directs de la BCE. Pour commencer, l'annonce même du CSPP a joué un rôle de catalyseur sur la demande des investisseurs privés et provoqué des flux de souscriptions remarquables dans les fonds et ETF d'obligations d'entreprise IG en euro. Entre le 10 mars et la rédaction de cet article, la classe d'actifs n'a pas subi le moindre semaine de décollecte et les flux entrants cumulés ont représenté près de 15 milliards d'euros en moins de 5 mois. Autre effet positif du CSPP, le retour de l'offre, qui avait atteint des niveaux très faibles avant mars : le redressement significatif de l'activité du marché primaire en termes de niveaux d'offre nette et brute est une conséquence directe des initiatives de la BCE. La réouverture du marché primaire a été une bonne nouvelle pour les émetteurs et pour la liquidité, bien qu'elle ait partiellement compensé les effets positifs de la hausse de la demande. Dans le même temps, la reprise des nouvelles émissions observées en mars, en avril et en mai a fini par nettement s'essouffler en juin et en juillet, ce qui a contribué au resserrement des *spreads* après l'annonce du Brexit. Pourtant, le rythme des achats du CSPP a lui aussi ralenti dans une certaine mesure. Autre point important à prendre en considération, le ralentissement des nouvelles émissions en juillet a concerné principalement des titres européens, notamment dans la périphérie, alors que l'activité a été beaucoup plus soutenue aux États-Unis, ce qui a probablement accentué l'impact du CSPP sur le plan technique. Enfin, rappelons que d'autres opérations LTRO ont été annoncées en plus du CSPP et que la première a été lancée en juin. La demande nette des banques a représenté près de 30 milliards d'euros, en majorité dans la périphérie européenne, et d'après nos chiffres, les émissions nettes de nouvelle dette par les sociétés financières ont été négatives en juin et en juillet. Cela peut être dû à deux grands facteurs : d'un côté les injections de financements à long terme via le premier « nouveau » LTRO, et de l'autre les conditions de marché plus difficiles qu'ont rencontrées les banques après le vote Brexit et dans la perspective des résultats des stress tests le 28 juillet. En quelques mots, la BCE s'en sort remarquablement bien pour soutenir directement la demande des obligations d'entreprise. En achetant plus de 1 % de l'encours du marché chaque mois, elle a aussi provoqué une hausse sensible de la demande pour la classe d'actifs et enfin, grâce à ses initiatives, les sociétés financières recourent moins au marché obligataire pour leurs besoins de financement.

5 Décorrélation entre les spreads et la volatilité implicite des actions



“ Le CSPP constitue le facteur de soutien technique le plus important du marché du crédit en euro ”

6 Le spread EUR BBB fin est au-dessus de sa valeur d'équilibre



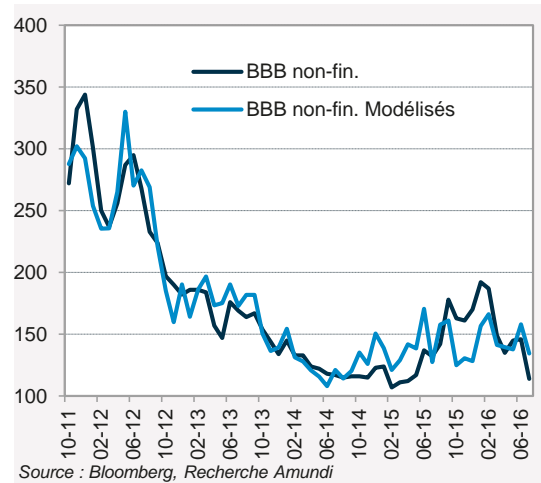
Le CSPP et son impact sur la corrélation entre les spreads avec les actions et leur volatilité implicite

Nous avons représenté dans plusieurs graphiques la corrélation entre les *spreads* de crédit, la volatilité implicite des actions et les prix de ces dernières. Pour mémoire, les marchés du crédit ont tendance à précéder les marchés d’actions dans les phases d’inversion du cycle macro- et microéconomique, mais la plupart du temps, les *spreads* présentent une corrélation négative avec les prix des actions. En revanche, les *spreads* de crédit semblent entretenir un lien relativement fort et stable avec la volatilité implicite des actions, en particulier pendant les phases d’inversion de cycle. Il s’agit donc d’une corrélation positive qui contribue largement à expliquer la régression des primes de risque de crédit. Pendant les crises graves et prolongées et/ou les phases de récession (comme pendant la crise Lehman Brothers et celle de la dette souveraine), la volatilité implicite des actions a tendance à s’accroître en même temps que les *spreads*, mais elle baissera avant les *spreads* au moment de la reprise. Dans ces périodes post-crise, il est même arrivé que les *spreads* mettent plusieurs mois à se contracter après la baisse des indices VIX ou V2X. Au contraire, lorsqu’un pic de volatilité n’est pas durable et ne précède pas un évènement extrême ou un ralentissement notable de l’économie (ce que l’on a pu observer à de nombreuses reprises l’année dernière), alors les *spreads* présentent une corrélation importante avec les indices VIX et V2X y compris pendant la phase de reprise. Le graphique 5 met en évidence le lien important qui existe entre l’indice V2X et les *spreads* des obligations d’entreprise IG éligibles au CSPP depuis un an. L’indice V2X a atteint des pics proches de 40 au moment de la dévaluation du yuan et du retour du risque idiosyncrasique à l’été 2015, puis à l’occasion du repli brutal des prix du pétrole et de l’énergie entre décembre 2015 et février 2016, et enfin à la fin du mois de juin de cette année, à l’annonce du vote Brexit. Avant le 10 mars, les *spreads* se sont élargis dans le sillage des différents pics de volatilité; en revanche, après l’annonce de la création du CSPP, ce lien semble s’être interrompu au tout début des nouveaux accès de volatilité. Si l’on considère la « phase Brexit » comme une sorte de test empirique du lien post-CSPP entre les *spreads* et la volatilité des actions, on peut en conclure que la protection offerte aux obligations d’entreprise par la BCE se révèle assez efficace. Le CSPP semble donc avoir les mêmes effets qu’a le QE sur les emprunts d’État de la périphérie; les obligations d’entreprise en euro devraient donc continuer de mieux résister que les autres classes d’actifs risquées pendant les phases de volatilité.

Effet du CSPP sur les valorisations: les non financières commencent à devenir chères par rapport aux justes valeurs

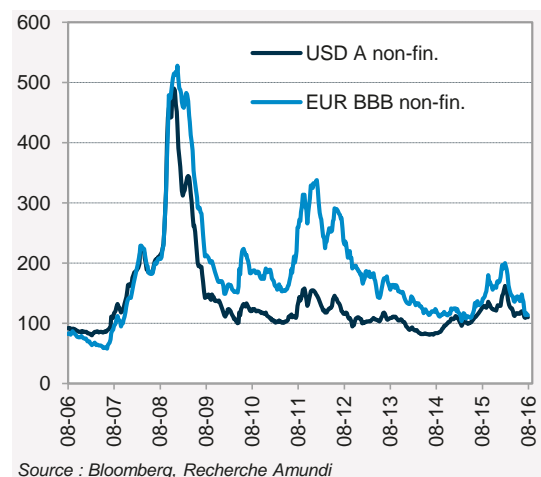
Dans nos publications précédentes, nous avons souvent présenté les résultats de nos outils de détermination des valeurs d’équilibre; ceux-ci ont notamment montré dans quelle mesure des chocs externes, comme la dévaluation du yuan ou le repli brutal des cours pétroliers, couplés au retour temporaire du risque idiosyncratique, avaient porté les *spreads* du crédit IG et HY en euro à des niveaux qui n’étaient pas justifiés par nos analyses basées sur la régression. En février, l’écart entre les *spreads* du marché et les valeurs d’équilibre a atteint des sommets comparables à ceux de la crise de 2011, à savoir 170 pb pour le haut rendement en euro et 50 pb pour les émetteurs notés BBB. Ensuite, cet écart s’est résorbé à partir de mars, grâce à l’annonce du CSPP par la BCE et à l’évolution favorable du contexte macroéconomique (redressement des cours pétroliers et amélioration des statistiques chinoises en particulier). Sur les marchés du crédit, les obligations non financières ont nettement surperformé étant donné l’absence de la dette bancaire dans le périmètre éligible au CSPP. Nous avons de nouveau appliqué nos modèles de régression sur les quelques mois précédents et constaté que les *spreads* de marché des obligations éligibles au CSPP avaient fini par devenir inférieurs aux valeurs d’équilibre. En ce moment, les non financières notées BBB paraissent chères et présentent un *spread* moyen inférieur de 20 pb à leur valeur d’équilibre, ce qui confirme largement l’efficacité de la politique de la BCE visant à réduire le coût de financement des entreprises, ainsi que l’impact fort des facteurs techniques et de la quête de rendement des investisseurs. Les obligations High Yield, au

7 Le spread EUR BBB non-fin est en dessous de sa valeur d’équilibre



“ Si l’on considère le Brexit comme le premier véritable « test de résistance » du programme, le CSPP se montre pour l’heure plutôt efficace ”

8 USD A vs EUR BBB non-fin : OAS en pb



contraire, sont toujours bon marché avec des *spreads* supérieurs de 30-40 pb à leur valeur d'équilibre, tout comme les financières BBB, dont la prime moyenne du spread est de 35 pb.

L'analyse des valeurs relatives indique donc que les obligations éligibles au CSPP se négocient globalement au-dessus de leur valeur d'équilibre, tandis que les autres instruments de crédit affichent toujours une prime positive par rapport aux facteurs de régression.

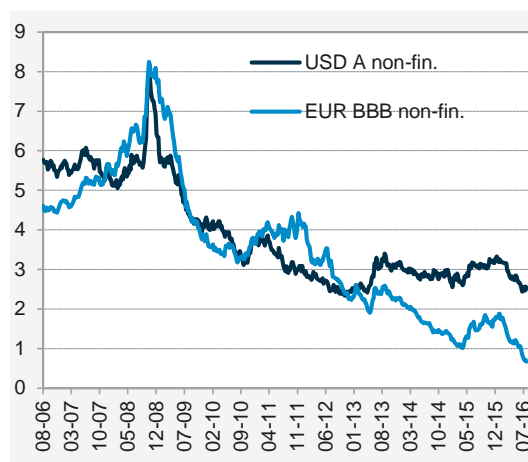
Achats d'obligations d'entreprise: la Banque d'Angleterre emboîte le pas à la BCE

En août, la Banque d'Angleterre a finalement décidé de se mettre elle-aussi à acheter des obligations d'entreprise et offrir des financements à terme aux banques. Au regard de la taille des marchés concernés, ce programme semble inférieur à celui déployé par la BCE (il en représente environ un tiers). Toutefois, l'impact cumulé des achats directs et de l'octroi de financements à terme aux banques devrait produire des effets similaires sur le marché du crédit britannique, et devrait finalement contribuer à accentuer encore la quête de rendement dans la zone euro et sur le marché des obligations d'entreprise en dollar.

Valorisation par rapport aux obligations d'entreprise IG américaines

La comparaison entre les *spreads* et les rendements des obligations d'entreprise IG en dollar et en euro est présentée dans les tableaux ci-contre, par note de solvabilité et par segment de la courbe. Comme on pouvait s'y attendre, l'écart en faveur de la dette en dollar est généralisé et relativement comparable pour les financières et non financières, à notes de solvabilité équivalentes. En revanche, si l'on compare la dette en dollar notée A avec la dette en euro notée BBB, l'écart de valorisation est nettement plus important pour les non financières. Les graphiques 8 et 9 représentant une comparaison des *spreads* (en lieu et place du rendement) montrent que par rapport aux emprunts d'État, les obligations en dollar notées A affichent aujourd'hui des *spreads* quasiment équivalents à ceux des obligations en euro notées BBB. Concrètement, les obligations A en dollar présentent en moyenne un écart de rendement de 1 % à 1,5 % par rapport au crédit en euro BBB (de moins bonne qualité), alors que tous ces titres ont le même niveau de spread par rapport au taux sans risque.

9 USD A vs EUR BBB non-fin: rendement à l'échéance en %



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Obligations d'entreprise EUR: YTM par rating et par maturité					
Non-Fin	1-3 ans	3-5 ans	5-7 ans	7-10 ans	10 ans +
AA	-0.11	-0.02	0.09	0.31	0.71
A	0.00	0.10	0.30	0.54	1.04
BBB	0.23	0.46	0.67	1.02	1.52
Fin	1-3 ans	3-5 ans	5-7 ans	7-10 ans	10 ans +
AA	-0.04	0.05	0.20	0.53	0.90
A	0.18	0.37	0.50	1.01	1.55
BBB	0.58	1.22	1.87	2.95	3.13

Recherche Amundi: données au 24 août 2016

Obligations d'entreprise USD: YTM par rating et par maturité					
Non-Fin	1-3 ans	3-5 ans	5-7 ans	7-10 ans	10 ans +
AA	1.14	1.51	1.90	2.24	3.43
A	1.32	1.70	2.08	2.50	3.62
BBB	1.81	2.34	2.87	3.31	4.48
Fin	1-3 ans	3-5 ans	5-7 ans	7-10 ans	10 ans +
AA	1.37	1.78	2.07	2.52	3.96
A	1.53	1.99	2.48	2.91	3.91
BBB	2.27	2.89	3.52	3.72	4.50

Recherche Amundi: données au 24 août 2016

“ La quête de rendement va probablement se poursuivre sur d'autres segments et parmi les marchés libellés dans d'autres devises ”

Conclusion

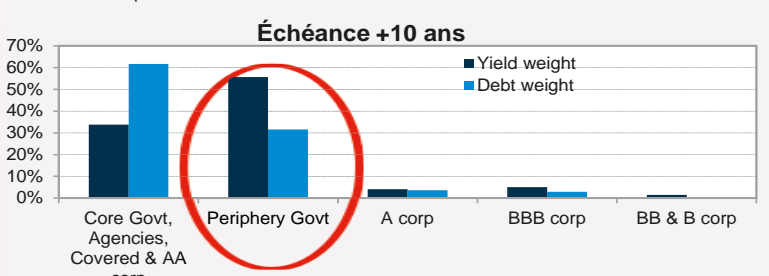
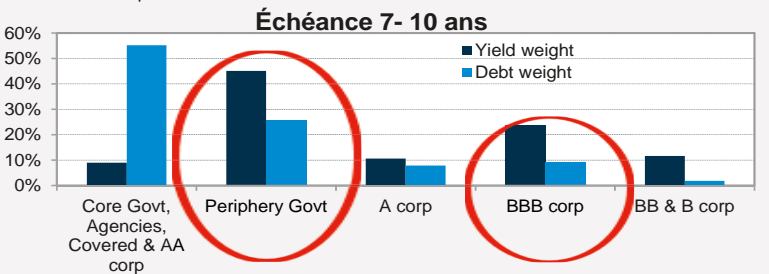
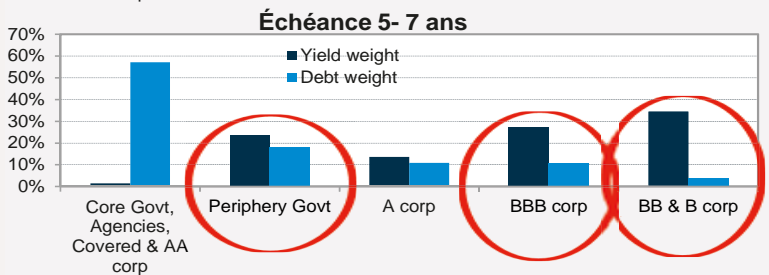
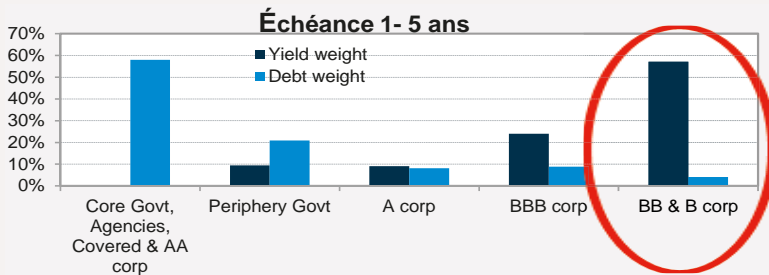
Même s'il n'est en place que depuis quelques mois, le CSPP a déjà des effets considérables sur les marchés du crédit en euro. Un succès dû en partie à la souplesse de ce programme et à la trajectoire soutenue de ses achats, répartis sur un très grand nombre d'obligations de profils variés en termes de notations IG, de segments d'échéances, de secteurs et de pays. On peut voir le Brexit comme le premier véritable « test de résistance » du programme. Pour l'heure, le CSPP a plutôt réussi à empêcher une forte hausse des *spreads* et a engendré une décorrélation de ces derniers avec les indicateurs d'aversion pour le risque, comme la volatilité implicite des actions. Autre effet du CSPP, une augmentation de la demande des investisseurs privés, accompagnée d'une stabilisation. Cependant, ces effets s'accompagnent d'un net resserrement des valorisations dans la classe d'actifs, en particulier parmi les émetteurs non financiers. Pour la première fois de l'histoire, un pourcentage important des obligations d'entreprise présente un rendement négatif, tout en gardant un spread par rapport aux Bunds supérieur aux plus bas historiques. De plus, les *spreads* moyens des obligations non financières IG éligibles au CSPP paraissent désormais faibles au regard des justes valeurs ; les échéances rapprochées, en particulier, sont nombreuses à présenter à la fois des taux négatifs et des *spreads* réduits. Dans ces maturités, seules les obligations HY sont maintenant à même d'offrir un rendement positif. La quête de rendement va probablement se poursuivre sur d'autres segments et parmi les marchés libellés dans d'autres devises, notamment après la décision de la Banque d'Angleterre de procéder elle aussi à des achats d'obligations d'entreprise. Un phénomène qui pourrait bénéficier prochainement aux financières de la zone euro et aux obligations en dollars, entre autres.



> Concentration du rendement sur les marchés obligataires de la zone euro

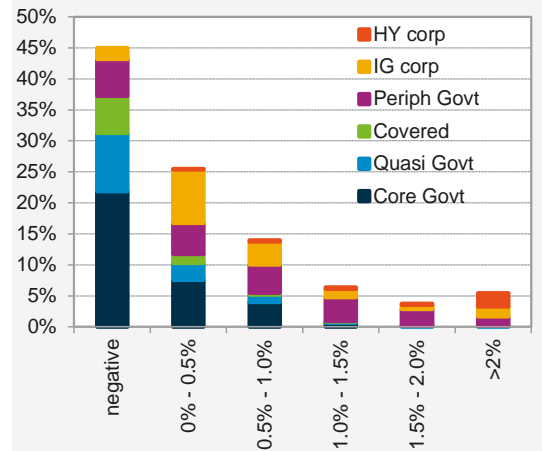
À l'heure où nous écrivons, 45 % des obligations en euro présentent un rendement négatif (un record), et 25 % affichent un rendement très proche de zéro. Seulement 15 % du marché de la dette existante offre encore un rendement positif supérieur à 1 %. Au moment de l'annonce du « QE2 » de la BCE le 10 mars, « seulement » 30 % de l'encours total de dette était assorti d'un rendement négatif, et un pourcentage comparable offrait encore un rendement supérieur à 1 %.

Les obligations d'entreprise ont changé de cap depuis le 10 mars : les titres privés IG ont fini par rejoindre le club très fermé des rendements négatifs, une situation qui touche 14 % du total de l'encours total du crédit privé investment grade au moment de la rédaction de cet article. De 25 % en mars, l'encours de dette corporative IG dont le rendement est proche de zéro est passé à 40 % aujourd'hui. De même, le pourcentage d'emprunts d'État de la périphérie assortis d'un rendement négatif s'est également accru. Les graphiques présentés dans cet article mettent en évidence la concentration de plus en plus importante des rendements restants sur le marché obligataire de la zone euro : sur le segment 1-5 ans, le rendement est devenu quasiment inexistant en dehors du crédit HY (qui concentre 60 % du rendement dans 4 % de l'encours) et BBB (24 % du rendement et 9 % de l'encours). Dans le segment 5-7 ans, les obligations BBB et les émissions de la périphérie offrent encore un rendement positif (ensemble, ils représentent 50 % du rendement disponible alors que la dette HY représente « seulement » 34 % de l'encours du marché). Au niveau des échéances éloignées, le rendement encore disponible se concentre sur les emprunts d'État de la périphérie. Il reste des rendements positifs parmi les titres BBB des échéances 7-10 ans, mais quasiment plus au-delà de 10 ans.



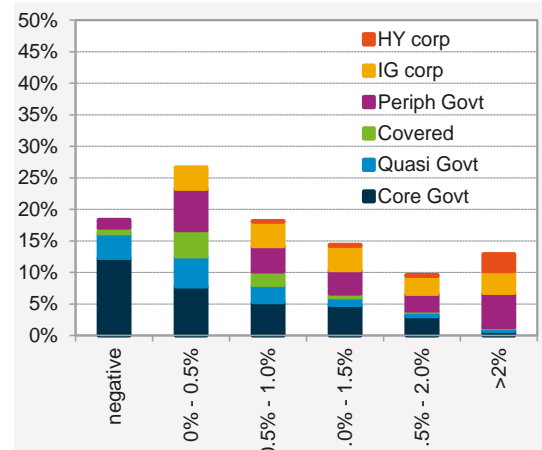
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

10 Marché obligataire euro : distribution du rendement, en %, fin aout



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

11 Marché obligataire euro : distribution du rendement, en %, fin 2015



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

7 Taux de défaut du HY : probable pic à court terme aux États-Unis au 1^{er} trimestre 2017, stabilité à des niveaux faibles en Europe

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique*

High Yield américain : un cycle de défaut très corrélé aux matières premières

D'après les derniers chiffres des agences de notation, les taux de défaut se sont accélérés au 1^{er} semestre 2016. Cependant, tout le monde n'est pas logé à la même enseigne car cette dégradation concerne principalement l'Amérique du Nord, plus particulièrement les émetteurs américains, et parmi eux ceux des secteurs du pétrole/gaz et des métaux/mines.

Penchons-nous donc précisément sur ces chiffres, à commencer par les États-Unis...

Dans son dernier rapport mensuel, Fitch Ratings fait état de taux de défaut supérieurs à 5 % parmi les émetteurs HY américains en juillet, contre 3,4 % en décembre 2015. La comparaison devient beaucoup plus éloquente lorsqu'elle porte sur le nombre d'émetteurs en défaut et sur le volume de dette concerné : on voit ainsi qu'au cours des sept premiers mois de cette année, pas moins de 112 émetteurs américains ont fait défaut alors qu'ils n'ont été que 74 pendant toute l'année 2015. De plus, l'encours de dette concerné a atteint une valeur nominale de 75,2 milliards USD en juillet, contre à peine 48,3 milliards USD sur l'ensemble de 2015. Les défauts se sont concentrés dans les secteurs de l'énergie et des métaux/mines, et dans des proportions encore plus marquées qu'en 2015 : selon Fitch Ratings, les défauts dans les secteurs liés à l'énergie ont atteint un pic de 16 % en juillet, plus de deux fois plus qu'en décembre 2015 (7,2 %), et se sont établis à 16,4 % dans les métaux/mines vs 10,7 % fin 2015. Près de 70 % des défauts aux États-Unis depuis le début de l'année ont touché des sociétés liées aux matières premières : en l'absence de celles-ci, le taux de défaut diminue largement et reste proche de 2 %, quasiment dans la même tendance qu'entre 2011 et 2014.

... Passons désormais à l'Europe

Comme nous l'avons dit, les défauts à l'échelle mondiale restent très largement concentrés sur le marché américain : 74 % des émetteurs en défaut jusqu'à présent en 2016 sont basés en Amérique du Nord, 20 % proviennent des marchés émergents et à peine 6 % sont originaires d'Europe. Par conséquent, l'écart entre les taux de défaut d'un côté et de l'autre de l'Atlantique s'est encore accru.

Le taux de défaut des émetteurs spéculatifs en Europe établi par S & P pour juillet a de nouveau reculé, à 1,3 %, et celui publié par Fitch Rating pour le 1^{er} semestre 2016 a représenté tout juste 0,9 %. Les tout derniers chiffres de Moody's ont confirmé ce ralentissement, même si l'agence estime que le taux de défaut des émetteurs HY européens est toujours légèrement supérieur à 2 %. Cette dissociation par rapport au marché américain s'explique par plusieurs facteurs : moindre représentation des secteurs liés aux matières premières, prédominance de signatures bien notées, soutien des politiques de la BCE et amélioration de la croissance.

Pour les taux de défaut américains, nous prévoyons un pic probable à 6-6,5 % au 1^{er} trimestre 2017, puis un ralentissement aux alentours de 5 % pendant les deux trimestres suivants

Parmi les grands moteurs de l'évolution des taux de défaut, le *distress ratio* joue un rôle notable, en particulier aux États-Unis, où le marché obligataire devient le principal canal de financement des entreprises. Pour mémoire, le *distress ratio* correspond au pourcentage d'obligations présentant un *spread* supérieur ou égal à 1 000 pb par rapport au taux sans risque du marché : si la prime de risque

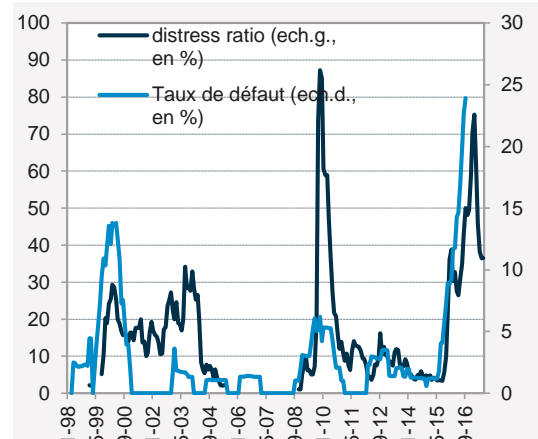
L'essentiel

D'après les derniers chiffres des agences de notation, les taux de défaut se sont accélérés au 1^{er} semestre 2016. Toutefois, cette hausse demeure essentiellement concentrée aux États-Unis puisque 74 % des émetteurs en défaut jusqu'à présent en 2016 sont basés en Amérique du Nord, 20 % proviennent des marchés émergents et à peine 6 % sont originaires d'Europe.

De plus, la plupart des entreprises défaillantes appartiennent à un petit nombre de secteurs exposés aux matières premières. Conséquence, l'écart entre les taux de défaut de part et d'autre de l'Atlantique s'est encore accru ; cependant, le redressement des cours pétroliers depuis février a favorisé une forte baisse des « *distress ratios* », qui débouchera probablement sur un pic des taux de défaut américains au 1^{er} trimestre 2017. Dans cet article, nous revenons sur les tendances à l'œuvre actuellement et les perspectives des événements de crédit des marchés spéculatifs en Europe et aux États-Unis.

“ Moody's n'attend pas de hausse brutale des défaillances d'entreprises à la suite du Brexit ”

1 US HY énergie : distress ratio vs tx de défaut (décalé 1 an), en %



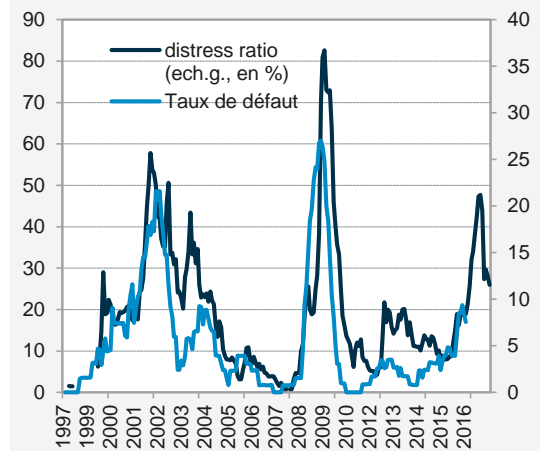
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

atteint ces niveaux, cela signifie que l'émetteur commence à avoir beaucoup de mal à se financer sur le marché car celui-ci anticipe une forte probabilité de défaut. Généralement, on observe un décalage d'un an entre la hausse du *distress ratio* et celle des défauts effectifs. Ce détail est important, car la tendance récente des *distress ratios* permet d'anticiper un probable pic, puis un repli des taux de défaut aux États-Unis. En réalité, le pourcentage d'obligations assorties d'un spread de plus de 1 000 pb a déjà atteint un pic en février (31 %), à peu près au moment où les cours pétroliers ont touché leurs plus bas; puis, le *distress ratio* est redescendu progressivement sous l'effet du redressement des prix du baril et de la dissipation des craintes macroéconomiques, et s'est accompagné d'un resserrement des *spreads*, qui ont baissé de moitié pour s'établir à leurs niveaux actuels aux environs de 15 %. Le *distress ratio* a diminué dans tous les secteurs, mais beaucoup plus dans les domaines liés aux matières premières: dans l'énergie, par exemple, après un pic à 75 % en février, le ratio des titres en difficulté est retombé à environ 37 %. Le décalage d'un an entre le *distress ratio* et les taux de défaut laisse à penser que ces derniers devraient atteindre un pic au 1^{er} trimestre 2017 et baisser à nouveau pendant les trimestres suivants. Les autres variables permettant d'expliquer les taux de défaut n'ont pas vraiment affiché d'évolution marquante ces derniers mois: ainsi, le pourcentage de banques ayant resserré leurs conditions de crédit est resté quasiment inchangé, tandis que la croissance positive de la dette des entreprises n'a pas joué de rôle significatif dans notre exercice de régression. D'après celui-ci (voir graphique), les taux de défaut du HY américain devraient atteindre un pic aux alentours de 6 % au 1^{er} trimestre 2017, puis se rétablir à des niveaux proches de 5 % d'ici le 3^e trimestre. Les projections de Moody's confirment largement notre point de vue en prévoyant un pic des taux de défaut à 6,5 % en janvier 2017, contre 5,1 % en juin de cette année, puis à nouveau des taux proches de 5,3 % en juin 2017.

En Europe, les défauts des émetteurs spéculatifs devraient rester faibles au cours des prochains trimestres

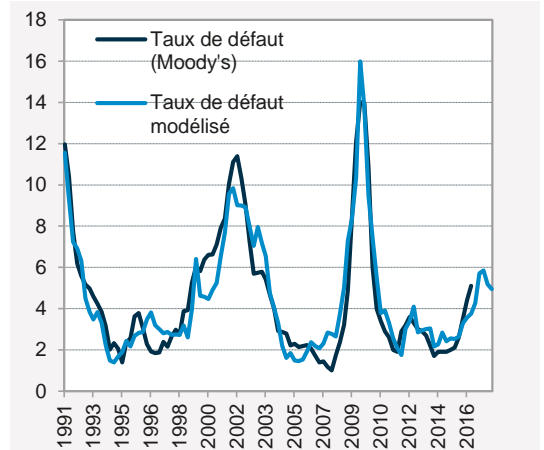
Notre régression appliquée au marché HY européen n'indique pas de changement dans la tendance attendue des taux de défaut; les facteurs sont restés relativement stables ces derniers mois malgré les incertitudes liées au Brexit et la volatilité du marché, en partie grâce au CSPP de la BCE. Les conditions de crédit bancaire se sont légèrement améliorées, le *distress ratio* n'a pas vraiment changé d'orientation, tout comme la croissance de la dette, et les indicateurs avancés de l'économie sont restés stables. Les résultats de notre régression sont donc également restés stables, prévoyant un taux de défaut légèrement inférieur à 2 % au cours des quatre prochains trimestres soit un niveau proche des projections de S & P indiquées ci-dessus. Dans son rapport de juin sur les taux de défaut, Moody's n'attend pas de hausse brutale des défaillances d'entreprises à la suite du Brexit et ajoute: « *Nous pensons que les taux de défaut vont progresser aux États-Unis pour atteindre 6,4 % d'ici la fin de l'année. En Europe, ils devraient reculer jusqu'à 1,9 % et les éventuels effets du Brexit seront transitoires.* » Dans sa revue d'août sur le haut rendement européen, Fitch Ratings tablait pour sa part sur un taux de défaut compris entre 1 % et 1,5 % en 2016. Notre régression débouche sur un taux de 1,7 % en décembre, puis sur des niveaux très similaires compris entre 1,5 % et 2 % un an plus tard. La zone euro reste protégée dans une large mesure par sa faible représentation des secteurs des matières premières et par d'autres facteurs bottom-up. Aux États-Unis, les taux de défaut des obligations BB n'atteignent que 1 % environ tandis que ceux des titres B et CCC s'établissent respectivement à 5 % et 15 %; or les indices HY européens sont composés aux deux tiers d'obligations BB, ce qui, en plus de l'exposition limitée au secteur énergétique, contribue à expliquer la stabilité et la faiblesse de leurs taux de défaut.

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



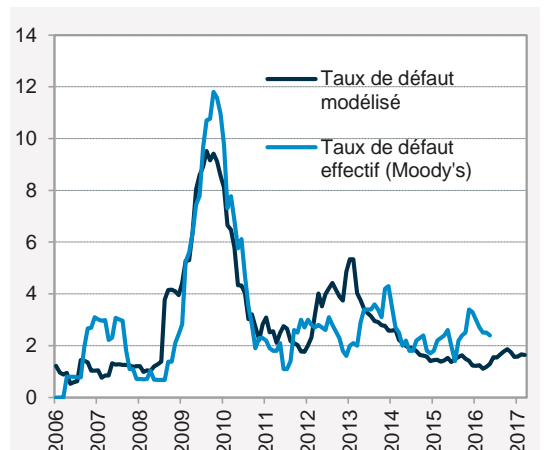
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

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



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

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



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

8 Technologie automobile – De la conduite assistée à la conduite autonome

FRÉDÉRIC LABIA, *Analyse Actions*

Les bénéfices de la conduite autonome sont nombreux et la technologie est (bientôt) prête.

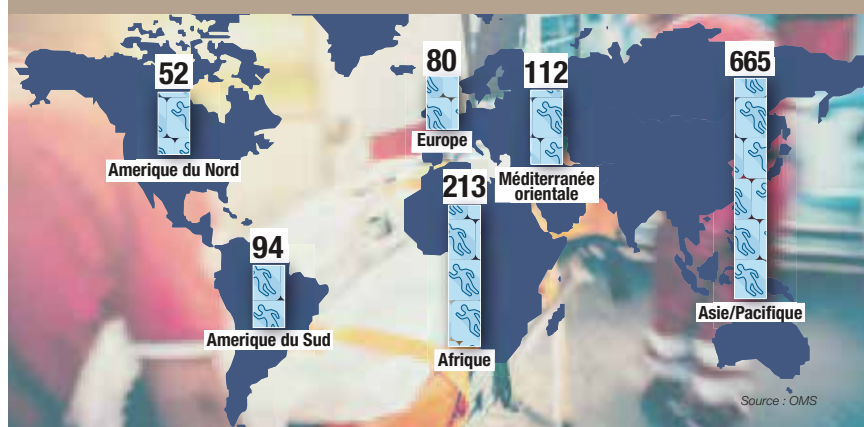
Le constat est simple et sans appel : l'automobile tue ! On estime que les accidents de la route causent plus d'1,2 million de décès par an (et sont à l'origine de plus de 50 millions de blessés !). Or, à plus de 90 %, ces accidents sont le fait d'erreurs humaines, en rapport avec la consommation d'alcool (31 %), la vitesse excessive (30 %) ou bien la distraction (21 %) [source : rapport 2015 de l'OMS sur la sécurité routière]. Malheureusement, il est difficile d'être optimiste, avec une population mondiale vieillissante, et, de plus en plus sujette à la distraction dans un monde ultra-connecté. Au-delà du coût humain naturellement dramatique, le coût sociétal et économique est également majeur. Aux États-Unis, le coût économique des accidents de la route est estimé à 300 milliards de \$, soit 2 % du PIB. L'enveloppe regroupe le coût des dommages aux biens, les pertes de productivité, les coûts médicaux et légaux... Il paraît logique voire urgent de chercher à suppléer l'homme via des systèmes d'aide à la conduite.

L'essentiel

Chaque année l'automobile tue 1,2 million de personnes. À 90 % les accidents sont le résultat d'erreurs humaines. Il nous paraît donc logique voire urgent de chercher à suppléer l'homme via des systèmes d'aide à la conduite.

Les premiers systèmes d'aide à la conduite apparaissent dans les années 80 et rencontrent un succès quasi-immédiat. Les progrès technologiques récents (capteurs ultrasons, radars, caméras) permettent d'aller plus loin dans la prévention des accidents. Désormais en associant à ces systèmes de détection, des données de navigation et un véritable cerveau électronique, on peut raisonnablement envisager une conduite 100 % autonome avec un objectif à terme de zéro accident. Les potentiels bénéfices humains, économiques et sociétaux sont évidemment considérables. Ce marché représente une opportunité tout aussi considérable pour les équipementiers automobiles les plus en pointe sur le sujet.

Nombre de personnes décédées dans des accidents de voiture (milliers)



Aux origines de l'automatisation

Le premier système d'aide à la conduite voit le jour vers 1980 : Bosch lance l'ABS (Antiblockiersystem), un système d'assistance au freinage qui permet d'éviter le blocage des roues lors de freinages intenses. Alors que le conducteur confronté à un obstacle a le réflexe d'appuyer brutalement sur la pédale de frein, le blocage des roues lui fait perdre l'adhérence à la route et donc le contrôle du véhicule. L'ABS de manière contre-intuitive diminue la pression sur les freins et permet de conserver l'adhérence. Dans ce cas précis, la machine corrige l'action de l'homme. Au milieu des années 90, l'ABS évolue vers l'ESC (Electronic Stability Control), un dispositif de gestion électronique individualisée des roues afin d'empêcher les voitures de déraiper dans les trajectoires courbes (survirage). Le succès de l'ESC est massif : la technologie est installée dans plus de 30 % des véhicules en 2007, et disponible sur plus d'une voiture sur deux en 2013 (100 % en Amérique du Nord, 78 % en Europe, 39 % en Asie). D'ici 2018, 2/3 des véhicules mondiaux devraient être équipés.

Les raisons du succès de ces technologies sont multiples : reconnaissant leur efficacité, elles ont été rapidement plébiscitées par des clients cherchant à sécuriser leur véhicule. Elles sont aussi devenues un argument commercial majeur des constructeurs automobiles. Logiquement, ces technologies dites de sécurité active sont venues progressivement compléter celles plus anciennes dites de sécurité passive (ceintures de sécurité, airbags) notamment dans les

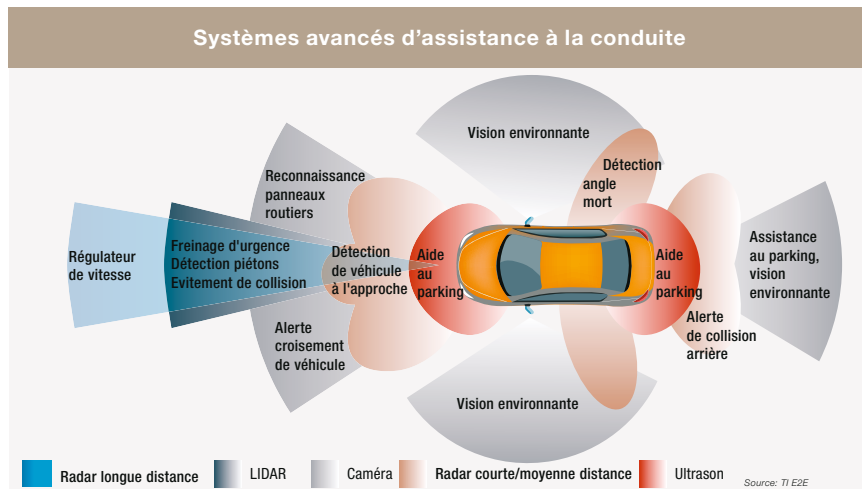
“ À plus de 90 %, les accidents de la route sont le fait d'erreurs humaines ”



évaluations d'organismes internationaux indépendants comme l'Euro NCAP (European New Car Assessment Program), en charge d'évaluer la sécurité des véhicules en leur attribuant un certain nombre d'étoiles (entre 0 et 5). Les constructeurs ont vite compris qu'il leur faudrait obtenir les 5 étoiles pour rester pertinents et compétitifs. De manière vertueuse, les tests euro NCAP sont devenus de plus en plus exigeants année après année, ce qui a permis de sécuriser massivement les véhicules au cours des deux dernières décennies.

Enfin, le déploiement de ces technologies a été amplifié par la réglementation. Les régulateurs ont rapidement saisi l'opportunité de réduire le nombre d'accidents (et leur coût!) et ont imposé l'installation de ces technologies d'aide à la conduite: depuis 2004, une loi européenne oblige les constructeurs à équiper leurs voitures de série destinées au marché européen avec l'ABS. Le correcteur de trajectoire ESC devient lui progressivement obligatoire à compter de janvier 2012. Il est intéressant de noter que les constructeurs automobiles dans ce cas précis ont toujours devancé la réglementation, ce qui n'est pas le cas en ce qui concerne les émissions de CO2 ou polluants, plus difficiles (voire impossibles) à monétiser auprès des clients.

Les progrès technologiques récents ont permis d'aller plus loin dans la prévention des accidents. En multipliant les capteurs ultrasons, radars, lidars et même les caméras, les véhicules sont capables d'anticiper les dangers de la route: alerte de franchissement involontaire de ligne, contrôle des angles morts, contrôle de distance avec le véhicule, régulateur de vitesse... Demain les dispositifs autonomes de freinage d'urgence et d'évitement de collision se standardiseront à leur tour. Le déploiement attendu est d'autant plus rapide que le prix des composants, essentiellement électroniques, baisse rapidement et continue de baisser (3-5 % par an).

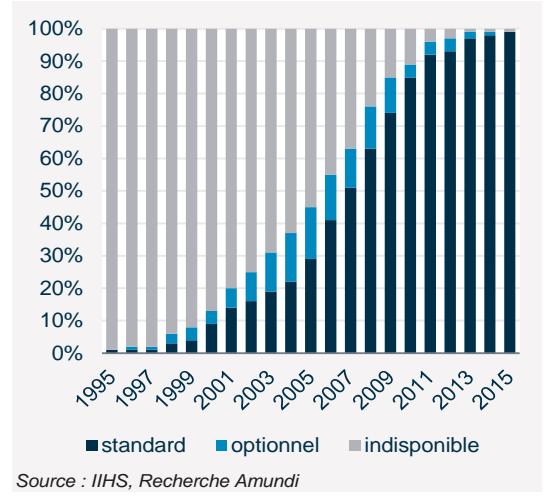


De la conduite assistée à la conduite autonome

Pour aller au bout de l'idée selon laquelle la technologie peut efficacement suppléer l'homme et sauver des vies, on peut désormais envisager non plus simplement des dispositifs d'aide à la conduite mais bien jusqu'à une conduite 100 % autonome ou automatique. Pour franchir cette étape, il convient d'associer aux systèmes de détection décrits ci-avant un véritable cerveau électronique, ce qui est désormais clairement possible grâce aux progrès réalisés en intelligence artificielle. En fusionnant les données relevées par les capteurs capables de reconstituer numériquement l'environnement extérieur et en s'appuyant sur les données de cartographie, rien (ou presque) n'empêche désormais le véhicule de se déplacer de manière autonome d'un point A à un point B.

L'agence fédérale américaine de sécurité routière (National Highway Traffic Safety Administration ou NHTSA) distingue 4 étapes vers l'automatisation complète des véhicules. Les 2 premiers niveaux relèvent des systèmes « classiques » d'aide à la conduite: le conducteur maintient le contrôle général du véhicule mais peut céder une autorité limitée (régulateur de vitesse). Le conducteur doit

1 % de disponibilité ESC par type de véhicule aux États-Unis

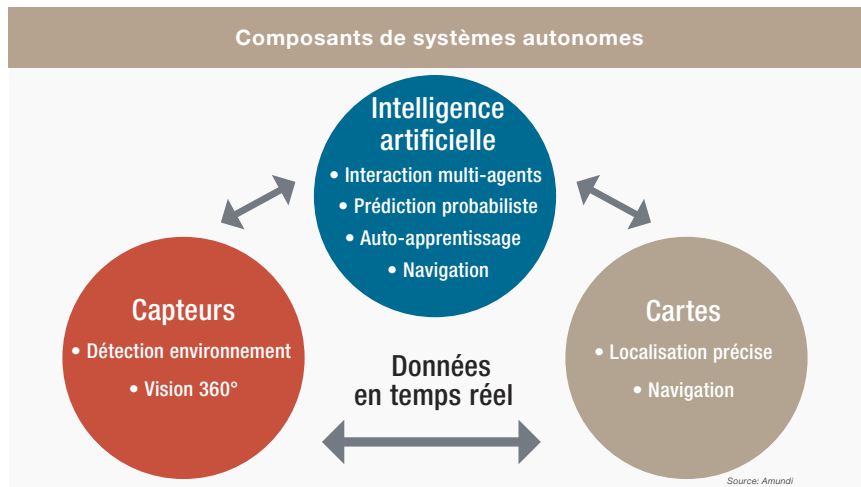


“ Les progrès technologiques récents ont permis d'aller plus loin dans la prévention des accidents ”

“ On peut désormais envisager jusqu'à une conduite 100 % autonome ou automatique ”



surveiller la route et être disponible à tout instant pour reprendre le contrôle du véhicule. Au niveau 3, le conducteur a la possibilité de céder le contrôle total du véhicule mais doit être disponible dans certaines circonstances dans un délai raisonnable. Dans ce cas, le véhicule est préparé pour la conduite autonome et peut déterminer quand le système n'est plus capable de s'adapter à un environnement modifié ou non-géré (zone de construction). Enfin, au niveau 4, le véhicule est totalement autonome. Le conducteur rentre simplement les données de navigation mais n'est censé prendre le contrôle du véhicule à aucun moment. Le véhicule ad hoc est capable de se déplacer en toute situation. C'est ce qui se rapproche le plus des Google cars, des automobiles sans volant (ni pédales ou levier de vitesse) capables de déplacer des gens selon un itinéraire prédéterminé. On estime que l'on pourrait atteindre de tels niveaux d'automatisation (3 ou 4) d'ici 2020-2025.



Le modèle existant peut et doit certes encore progresser. C'est la raison pour laquelle les ingénieurs de Google procèdent à des tests en conditions réelles et parcourent des milliers de kilomètres à bord des véhicules autonomes afin de raffiner les modèles mathématiques et donner des réflexes « humains » aux véhicules. À titre d'exemple, si un capteur distingue un ballon sur une route, le véhicule saura l'éviter et continuera son trajet sans plus attendre tandis que le conducteur « humain » lui aura sans doute le réflexe de ralentir au cas où un enfant surgirait à la suite du ballon. Le conducteur « robot » doit donc être éduqué par l'homme. Cela n'est pas évidemment sans poser des questions fondamentales – choisir « volontairement » l'accident pour éviter de renverser un piéton ? Mais on peut aussi compter sur les capacités d'auto-apprentissage de l'intelligence artificielle pour se raffiner dans les années qui viennent. De plus, la connectivité croissante des véhicules permettra sans doute de perfectionner la conduite : une voiture accidentée pourra en effet envoyer un message d'alerte aux autres véhicules qui se rapprocheraient trop rapidement et conseiller des itinéraires alternatifs de manière à réduire encore les risques (dans le cas d'un virage sans visibilité de l'accident).

“ Le conducteur « robot » doit donc être éduqué par l'homme ”



Un bénéfice sociétal considérable

Comme précédemment évoqué, le coût économique des accidents est très significatif. La NHTSA estime le coût économique d'un accident entre 14 000 \$ et 18 000 \$, selon la région du monde. En prenant les statistiques d'accidents de la route dans le monde, on arrive à un coût gigantesque de 1,2 trillion de \$. Or on estime que les véhicules autonomes pourraient réduire le nombre d'accidents (et donc ce coût) de 90 % !

Certains bénéfices indirects ne sont pas à négliger: l'automatisation, et donc l'optimisation des trajets, pourrait réduire la facture énergétique. Une étude évoque le chiffre de 50 Md€ d'économies: réduction des accidents et embouteillages associés, optimisation des flux de circulation, saturation optimisée des routes...

On peut aussi évoquer les bénéfices d'une meilleure productivité: en effet, les véhicules autonomes par définition permettent à ses occupants de vaquer à de nouvelles activités. Beaucoup de valeur pourrait ainsi être créée en réallouant les heures de conduite à de nouvelles activités, professionnelles ou pas. Par exemple, en utilisant le coût moyen d'une heure travaillée et en l'appliquant au temps de trajet moyen par salarié (en se concentrant sur les salariés réellement capables de travailler dans un véhicule), on parvient rapidement au chiffre très significatif de 900 Md€.

Enfin, il faut également prendre en considération l'opportunité financière associée à l'expansion de la mobilité à de nouvelles populations. Les véhicules autonomes permettraient en effet de fournir de la mobilité à des millions de personnes dans le monde qui n'y ont pas accès aujourd'hui en raison de leur âge ou bien d'un handicap.

... et une belle opportunité pour certains équipementiers automobiles

Une étude récente de McKinsey estime que d'ici 2030, jusqu'à 50 % des véhicules vendus dans le monde seront semi-autonomes et que 15 % seront totalement autonomes.

On estime à 1 000 \$ le contenu additionnel d'un véhicule semi-autonome et 4 000 \$ le contenu additionnel d'un véhicule autonome. En ce qui concerne les 35 % de véhicules restants, on peut facilement envisager 300 \$ de contenus supplémentaires correspondant à des systèmes plus traditionnels d'aide à la conduite (dans doute devenus obligatoires d'ici 2030). En conséquence, en prenant les hypothèses de McKinsey et celle d'un marché automobile mondial d'environ 100 m de véhicules, on parvient au montant de 120 Md\$ (une étude de Goldman Sachs évoque même le chiffre de 180Md\$, voir graphique). Ce marché énorme devrait se partager entre un certain nombre d'acteurs de l'équipement automobile: les fabricants de capteurs, les fournisseurs de cartes, de systèmes de connectivité (et donc certains opérateurs télécoms), les spécialistes des interfaces hommes-machines et bien sûr... les fournisseurs de logiciels. À noter que cette tendance vers l'automatisation pourrait aussi pousser à l'accélération de l'électrification du parc automobile. En effet, le déploiement de véhicules autonomes devrait entraîner une meilleure utilisation/saturation des véhicules (moins de véhicules sur les routes mais utilisés plus fréquemment) ce qui permettrait d'amortir plus rapidement les coûts élevés de certains composants propres aux technologies électriques (notamment la batterie). L'automatisation des automobiles favoriserait donc indirectement les équipementiers impliqués dans l'électrification du parc automobile.

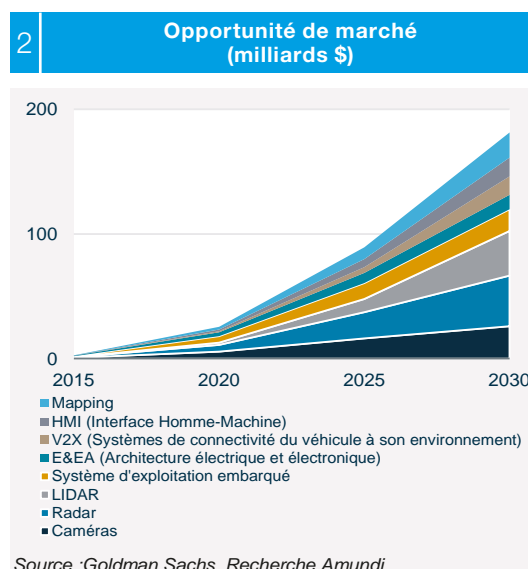
Il y aura sans doute aussi des perdants: en effet, quel besoin de rétroviseurs quand l'automobile est équipée de multiples caméras et capteurs? En théorie (nous insistons), avec un taux d'accident en chute libre, certains équipements de sécurité passive (airbags) pourraient perdre de leur utilité. Et quid des volants pour des voitures se conduisant toutes seules telles les Google cars? En revanche, certains autres équipementiers resteront « indisruptables », aujourd'hui considérés comme fournisseurs de produits à faible valeur ajoutée, ils pourraient à terme retrouver la faveur de certains investisseurs. En effet, il est très probable que nous aurons toujours besoin d'un certain nombre de sièges ou de pneus dans les voitures de demain!



Les véhicules autonomes pourraient réduire le nombre d'accidents de 90 % !



On estime à 1 000 \$ le contenu additionnel d'un véhicule semi-autonome et 4 000 \$ le contenu additionnel d'un véhicule autonome





Amundi Research Center

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



Foreign Exchange
Money Markets **Equities**

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

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

Publications récentes

Working Papers

- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHOU, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *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

- **IORP2: A New Regulatory Framework for Pensions**
MARIE BRIERE, LING-NI BOON — *Recherche, Stratégie et Analyse*
- **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*

Spécial Focus

- **Afrique du Sud: le contexte politique est-il responsable du ralentissement de la croissance?**
KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique*
GWENDOLINE IBRE — *Stratégie et Recherche Économique*
- **Taux négatifs: une mesure en soi potentiellement contre-productive... et anxiogène**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

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

Support

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

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

Crédit photo: iStock by Getty Images — Oversnap-Gutzemberg