

Octobre 2016



Allocation d'actifs

Pourquoi la croissance italienne n'accélère-t-elle pas ?

Chine : une stabilisation durable ?

Politiques monétaires

Programme d'achat d'obligations d'entreprise (CBPS) de la BoE

États-Unis : dette des ménages

Placements alternatifs : capter les primes de liquidité

Résultats du CAC 40 : un début de retournement ?

L'ascension des « Millennials » : un défi pour la grande consommation

Sommaire

Repères

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

Élections américaines, le yuan dans le DTS, politiques monétaires et budgétaires... : qu'est-ce qui change réellement ?

Page 4 

Les thèmes BREXIT, volatilité/stabilité financière, taux négatifs/coût du capital des banques, déglobalisation, élections américaines sont essentiels dans l'environnement de marché actuel et dans les considérations d'allocation d'actifs. Ils sont là pour nous rappeler si besoin était que la présence « musclée » des banques centrales sur les marchés financiers ne suffit pas à faire baisser la garde.

Facteurs de risque

Page 10

Contexte macroéconomique

Page 17

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 18

Italie

1 Pourquoi la croissance italienne n'accélère-t-elle pas ?

Page 19

La reprise économique italienne reste particulièrement faible par rapport à celles de la majorité des autres pays de la zone euro. Si le contexte immédiat politique et financier est peu propice, l'économie du pays souffre surtout de nombreux problèmes structurels, les dysfonctionnements de ses marchés intérieurs affectant depuis longtemps sa compétitivité externe. Malgré ces obstacles et risques nous envisageons tout de même une légère amélioration en 2017.

Chine

2 La stabilisation économique de la Chine est-elle durable ?

Page 23

La stabilisation économique de la Chine devrait se prolonger en 2017 et entraîner dans son sillage le reste de l'économie mondiale en 2016 et 2017, ce dont bénéficieront les marchés émergents, les matières premières et les secteurs cycliques. Dans une année 2017 de transition politique, l'économie chinoise devrait se stabiliser sous l'effet de facteurs macro- et micro-économiques. Nous n'identifions pas vraiment d'atterrissage forcé en vue; le pays devrait surtout parvenir à retarder une partie de ses problèmes.

Politiques monétaires

3 Ben Bernanke reste le principal maître à penser des banques centrales

Page 27

Les politiques monétaires menées sur la décennie qui vient de s'écouler ont été assez largement inspirées par les travaux et les idées de Ben Bernanke. Mais l'influence de ce dernier sur les banques centrales n'est vraisemblablement pas cantonnée au passé. La réorientation de la politique monétaire de la BoJ lui doit beaucoup et il faudra probablement encore compter sur lui pour la redéfinition des politiques monétaires sur les années à venir.

 **> FOCUS > La politique d'achats d'actifs de la BoJ ces dernières années**

4 Quelles seraient les conséquences d'une élection de D. Trump pour le FOMC ?

Page 30 

Étant donné la teneur des déclarations de Donald Trump au sujet de la Fed et sa percée dans les sondages lors des dernières semaines, beaucoup de questions se posent sur l'avenir de la Fed sous une possible administration Trump. Selon nous, un limogeage de Janet Yellen semble trop compliqué à organiser et donc très improbable. L'évolution de la composition du FOMC dépendra de façon cruciale du résultat des élections pour le Sénat.

> **FOCUS** > Quelles conséquences des élections sur les marchés de taux ?

Crédit

5 Le programme d'achat d'obligations d'entreprise (CBPS) de la Banque d'Angleterre (BoE) est lancé

Page 34

À l'occasion du lancement du plan d'achats d'obligations de la BoE, annoncé le 4 août, nous analysons en détail ce deuxième dispositif du genre en Europe et comparons ses effets avec ceux de son homologue (le CSPP de la BCE), tout particulièrement en termes d'impact potentiel sur les marchés du crédit.

6 Endettement des ménages américains : les habitudes ont la vie dure

Page 36

Contrairement à ce que l'on a observé en Europe, les ménages américains se sont fortement désendettés lors des premières années qui ont suivi la crise de 2008. Puis, la dette des ménages est repartie à la hausse en 2013. Où en sommes-nous actuellement ?

Gestion alternative

7 Capter les primes de liquidité grâce aux placements alternatifs

Page 38

La baisse des taux, la compression des *spreads*, et le durcissement des contraintes réglementaires ont engendré une hausse de la prime d'illiquidité. Ce qui offre une véritable opportunité pour les investisseurs remplissant une condition *sine qua non* : disposer de capital à long terme. Le timing du positionnement et la capacité conserver les titres jusqu'à maturité joueront un rôle essentiel

Actions

8 Résultats du CAC 40 : un début de retournement ?

Page 40

Alors que la valorisation des marchés d'actions s'est considérablement renchérie et que la politique très accommodante des banques centrales commence à montrer ses limites, les résultats des entreprises vont de nouveau focaliser l'attention des investisseurs. Le moment est donc propice pour se pencher sur les résultats du CAC 40 qui, après un long déclin, semblent enfin marquer un début d'inflexion.

Éclairage sectoriel

9 L'ascension des « Millennials » : un défi pour la grande consommation

Page 43

La nouvelle génération de consommateurs née entre 1982 et 2002, dite des « Millenials » bouleverse le secteur de la grande consommation.

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

Élections américaines, le yuan dans le DTS, politiques monétaires et budgétaires... : qu'est-ce qui change réellement ?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Le mois dernier, nous avons développé les questions clefs que se posent les intervenants de marché : le référendum italien, la situation politique en Espagne, les post-Brexit, les élections américaines, le resserrement – éventuel – de la politique monétaire américaine, les options qui se présentent pour la BCE... ces questions sont importantes, mais cela ne veut pas dire pour autant que les réponses sont toutes de nature à renverser les grandes tendances de marché. Certes, si la Fed resserre brutalement, si la BCE stoppe son programme d'achats de titres, si le référendum italien a comme issue la démission de M. Renzi... il y a fort à parier que l'impact de marché sera conséquent (voir notre section sur les facteurs de risque, page 10 et suivantes). Mais ce n'est pas notre scénario central. Sans mésestimer les risques, les événements mentionnés ci-dessus ne devraient pas être à l'origine d'un renversement de tendances. Que faut-il regarder de près dans les mois à venir ?

Politiques monétaires : que faire de plus ?

Cela fait maintenant de nombreuses années que les politiques rivalisent d'ingéniosité pour relancer la machine économique et restaurer la solvabilité d'agents économiques et d'États trop endettés. De nombreuses nouvelles mesures sont apparues (LTRO, TLTRO en zone euro, *quantitative easing* en Europe, États-Unis et Japon entre autres, *quantitative* et *qualitative easing* au Japon, achats massifs d'actifs en tous genres, y compris des actions dans certains cas...), mais rien n'y fait, même quand ces mesures vont de pair avec une forte dépréciation de la monnaie nationale : la croissance n'accélère pas, l'inflation ne repart pas, et le commerce mondial fléchit. Certes, on peut se réjouir de voir la croissance mondiale au-dessus de 3 % pour la 4^e année consécutive, mais on voit mal comment aller plus loin.

Si le **Japon** est l'élément de référence pour l'Europe, il y a de quoi s'inquiéter. La Banque du Japon a porté ses taux d'intérêt en territoire négatif, achète massivement les obligations d'États japonaises (elle est désormais la plus grande détentrice de JGB), elle a laissé la taille de son bilan s'envoler (plus de 80 % du PIB), et elle vient de franchir une nouvelle étape : le « *yield targeting* » (la cible de taux longs). Tout sera fait pour maintenir les taux longs à 0 %. L'ancrage des taux longs à un aussi bas niveau a certes des avantages, mais il entretient également, comme d'ailleurs les taux négatifs, un environnement déflationniste. Certes, la dette japonaise est détenue à plus de 95 % par des entités japonaises, BoJ en tête, mais sauf à croire que la banque centrale n'a pas de limite, il viendra bien un jour où la présence d'investisseurs internationaux sera nécessaire, et ce ne sont pas des taux négatifs ou nuls qui les inciteront à y investir (et à prendre en même temps un risque de change). La **BCE** n'en est pas là, mais les ressemblances sont parfois troublantes. Nous ne pensons pas que la BCE achètera des actions (pas assez d'impact sur la richesse des ménages) ou des dettes d'institutions financières (c'est contraire à sa logique actuelle, et cela pose des problèmes de « consanguinité », d'aléa moral), nous ne pensons pas non plus qu'elle abaissera de nouveau ses taux d'intérêt (c'est une mesure désormais contre-productive) ou modifiera la clef de répartition qui conditionne ses achats d'actifs (c'est certes facile à faire sur le plan technique, mais compliqué sur le plan politique), mais nous restons convaincus que le QE ne s'arrêtera pas en mars 2017. Ses vertus (et ses limites) sont connues, mais l'abandonner maintenant serait peu opportun. Cela enlèverait par ailleurs le filet de sécurité des obligations gouvernementales à la veille d'élections en Italie et autres pays. Il vaudrait mieux conserver un QE et sortir des taux négatifs... mais est-ce possible ?

L'essentiel

Les thèmes BREXIT, volatilité/stabilité financière, taux négatifs/coût du capital des banques, déglobalisation, élections américaines sont essentiels dans l'environnement de marché actuel et dans les considérations d'allocation d'actifs. Ils sont là pour nous rappeler si besoin est que la présence « musclée » des banques centrales sur les marchés financiers ne suffit pas à faire baisser la garde.

Sans sombrer dans le pessimisme le plus noir et renverser nos positions d'allocation d'actifs (qui ont remis du risque sur les classes d'actifs émergents, qui conservent une préférence pour les pays périphériques de la zone euro vs noyau dur, et la surpondération du crédit dans les portefeuilles obligataires), la prudence reste de mise. Pas de complaisance envers le risque, qui est en réalité bien supérieur à ce que les métriques habituelles semblent indiquer, notamment parce que les banques centrales tassent la volatilité : les élections américaines, le référendum italien, la situation politique espagnole, les débats en cours et à venir sur la poursuite (ou non) du QE de la BCE, l'attente du prochain FOMC de la Fed notamment... sont autant de facteurs qui rappellent à quel point la faiblesse de la volatilité est trompeuse, et à quel point il serait dangereux de sous-estimer le risque.

Avoir conscience du risque n'incite pas forcément à renverser des positions, notamment sur des marchés où la liquidité s'est réduite. Il serait alors bien difficile de réentrer sur ces marchés le moment venu. Nous ne voulons pas nous retrouver dans cette dernière situation, sauf à considérer que les événements à venir sont de nature à provoquer un complet renversement de tendance. Protéger et hedger nous semble plus avisé dans le contexte actuel.



La BCE au pied du mur ?



Quant à la **Fed**, elle annonce depuis deux ans des hausses de taux qu'elle ne parvient pas à livrer. Elle regarde sans aucun doute avec envie la situation de 2004-2006 qui lui avait permis, à 17 reprises, de relever ses taux d'intérêt et de créer des marges de manœuvre qu'elle avait utilisées de façon énergique en 2008, après la crise financière. Difficile cette fois de faire de même : le comportement de la Chine (été 2015 et janvier 2016), les reproches de certains grands pays émergents (Inde notamment) ou le fléchissement de l'activité économique américaine (qui atterrit graduellement vers son potentiel de croissance, lui-même revu à la baisse autour de 1,8 %) l'en ont empêchée. En cas de besoin, la Fed pourrait bien être amenée à utiliser une quatrième fois des mesures non conventionnelles (un QE4).

Autrement dit, au mieux les banques centrales sont en retard et « derrière la courbe » (c'est le cas de la Fed et de la BCE), au pire elles ont perdu la main et sont en situation de non-retour (BoJ). Mis à part les banques, les compagnies d'assurance-vie et les fonds de pension (ce qui est loin d'être négligeable), les marchés et les acteurs économiques apprécient l'environnement de taux bas alors qu'ils reflètent davantage l'impuissance des banques centrales que leur capacité à relancer la machine. Quand on sait que les marchés ont eu tendance à croire en la toute-puissance des banques centrales, il y a de quoi s'inquiéter.

Pour conclure, les politiques monétaires vont rester accommodantes, particulièrement en Europe (y compris Royaume-Uni), au Japon, et en Chine. Le Fed n'est toujours pas en mesure d'entamer un véritable cycle de resserrement monétaire, et une hausse des taux avant la fin de l'année n'est même plus certaine.

Le retour des politiques budgétaires... les États-Unis tireront-ils les premiers ?

Les politiques monétaires ont atteint leurs limites, c'est un fait. Sans politiques budgétaires (politiques de relance), politiques fiscales (baisse de la fiscalité) et politiques de revenus (hausse du salaire réel disponible), il est bien difficile de croire en une nette amélioration des conditions économiques et financières.

Le débat sur ces politiques évolue de façon significative depuis un peu plus d'un an. L'Europe a abandonné son dogme sur l'austérité budgétaire, et les États-Unis eux-mêmes, malgré une dette élevée, sont en passe de vivre une relance budgétaire de grande ampleur. C'est en tout cas un point commun (le seul ?) entre les programmes d'Hillary Clinton et de Donald Trump.

Il convient de rappeler que si les taux d'intérêt négatifs représentent une taxe sur l'épargne, les programmes de *quantitative easing* (et les taux négatifs) représentent une subvention à l'accumulation de dette. Si l'on veut rester optimiste, on notera qu'ils permettent aux États d'avoir des politiques budgétaires et fiscales plus proactives sans en avoir les inconvénients. En outre, comme les banques centrales ne peuvent pas tout assurer (des taux bas, une inflation sous contrôle, une reprise économique, des réformes...), il faut bien, dans cette période un peu particulière (baisse de la croissance potentielle, déclin de la globalisation et impact moindre des cours de change sur la croissance, baisse de la productivité, déclin démographique...) mettre en œuvre les instruments dont les États disposent, à savoir politique budgétaires, politiques fiscales et politiques de revenus. Sortir de la crise ne peut se faire que par la croissance, et la croissance ne peut être retrouvée sans aide additionnelle aux taux bas. Nous développerons tous ces thèmes (limites et dangers des politiques monétaires actuelles, perspectives de relances budgétaires...) dans notre prochaine édition, qui sera un numéro spécial « 2017... et au-delà ».

Pour conclure, il y a fort à parier que nous allons assister à des changements d'orientation de politiques budgétaires et fiscales, les États-Unis étant vraisemblablement les premiers à ouvrir véritablement la voie. Dans le cas de la zone euro, le maintien de taux bas et la poursuite du QE garantiraient sans doute que l'impact sur les taux longs (qui pourrait découler d'une politique budgétaire et fiscale plus agressive) serait limité. À suivre de près...

“
Les banques centrales
« derrière la courbe »
”

“
Sortir de la crise ne peut se
faire que par la croissance,
et la croissance ne peut
être retrouvée sans aide
additionnelle aux taux bas.
”



Le yuan dans le DTS : qu'est-ce que cela change réellement ?

Début octobre, le yuan est entré dans la composition du DTS. On sait que la Chine est en plein bouleversement, avec un changement de modèle économique (une croissance moins tirée par le commerce, et davantage équilibrée, tirée par la demande internet), un changement de régime de change, une ouverture du compte en capital en cours...

Ces changements sont tous très importants, mais nombreux sont ceux qui trouvent, notamment au sein des administrations américaines, que le rythme adopté par la Chine, est trop lent (ouverture du compte en capital, abolition du contrôle des capitaux) ou inapproprié (dépréciation du yuan). Donald Trump a mis en avant cela, menaçant même d'imposer des droits de douane de 40 % à la Chine!

Depuis le 1^{er} octobre, le yuan est donc une des composantes des Droits de Tirage Spéciaux (DTS). Créés en 1969 peu avant l'effondrement du système de l'étalon-or de Bretton Woods, les droits de tirage spéciaux (DTS) sont des réserves de change gérées par le Fonds monétaire international (FMI). Il s'agit d'un panier, dont la composition repose sur une série de règles, officiellement formulées comme suit :

- Le panier doit contenir des monnaies émises par les États membres du FMI,
- Leur pondération doit être conforme aux volumes d'exportations respectifs de chaque État membre,
- Les monnaies doivent être librement utilisables sur les marchés des changes.

Ces règles ont été revues en 2010 pour tenir compte, outre les volumes d'exportations,

- Des flux financiers internationaux,
- De la dénomination des titres de créance internationaux,
- De la composition des réserves financières des banques centrales.

En octobre 2015, au regard de ces critères, il a été décidé d'ajouter dans ce panier le yuan chinois, et le panier DTS comprend, depuis le 1^{er} octobre 2016, 42 % de \$ US, 31 % d'€ (-7 % par rapport au panier précédent), 8 % de £ sterling (-3 %), 8 % de ¥ japonais (-1 %), et 11 % de RMB. Il est significatif de constater que la place faite au renminbi l'a été au détriment des autres devises que le dollar. Trois choses à noter cependant :

- L'inclusion du yuan ne remplissait pas à ce moment-là, selon nous, tous les critères ni garanties de bon fonctionnement. La meilleure preuve est que cela n'apportait strictement rien, ni en termes d'information, ni en termes de diversification. Le yuan étant « collé » au dollar et s'appréciant (respectivement se dépréciant) en même temps que le dollar US, inclure le yuan ne faisait finalement qu'accroître le poids du dollar au détriment des devises apportant informations et diversification.
- Afin d'apporter de la diversification au panier DTS, il devenait nécessaire de déconnecter le RMB du dollar sur le marché des changes, ce que les officiels chinois ont fait. La modification du régime de change du RMB se traduit par une dépréciation du RMB, au grand désespoir des Américains, ce qui explique pourquoi la Chine et le yuan sont invités dans les débats électoraux.

Poursuivre l'ouverture du compte en capital chinois reste une nécessité : certains le regretteront, mais une telle opération ne peut s'effectuer que graduellement. Les pays qui ont opté pour un « Big Bang » (comme les pays scandinaves au milieu des années 80) le regrettent sans doute encore. Dans le cas de la Chine, compte tenu de sa taille et de son rôle, un « Big Bang » n'est même pas une option.

Pour conclure, l'inclusion du yuan dans le DTS est bien la preuve de la poursuite de l'ajustement de la Chine et de la montée du yuan en tant que monnaie internationale (lire à ce sujet notre tout dernier Discussion Paper : « *The emergence of the Renminbi as an international currency: where do we stand now?* »). Il n'y aura pas de retour en arrière : l'ouverture du compte en



La Chine est en plein bouleversement



DTS : le changement de régime de change du yuan était une nécessité



La montée du yuan en tant que monnaie internationale est inévitable



capital est une nécessité, et le yuan prendra sa place graduellement sur la scène internationale, avec un régime de change graduellement plus flexible. C'est sans doute l'une des conséquences les plus visibles depuis un an de l'internationalisation de la devise chinoise.

Élections américaines : quel impact ?

Dans un mois auront lieu les élections américaines. Les deux programmes électoraux ont été analysés en détail. Il en ressort des éléments favorables : volonté de relance de la croissance, baisses de fiscalité pour les entreprises et pour les ménages (plutôt pour les ménages aisés dans le programme de D. Trump, et plutôt pour les ménages à forte propension à consommer dans le cas d'H. Clinton), programmes d'infrastructures... Mais il en ressort aussi des raisons d'inquiétude : volonté de « renvoyer » plus de 11 millions de travailleurs/migrants sans papier, et volonté d'imposer des droits de douane prohibitifs notamment dans le cas de D. Trump. Même si le programme de H. Clinton inquiète moins, il faut rappeler que ni Trump, ni Clinton ne seront en mesure de faire passer leurs programmes initiaux au Congrès. Autrement dit, le seul résultat de l'élection ne fera pas disparaître les inquiétudes. On se doute bien que les mesures protectionnistes et les mesures qui provoqueraient une dégradation forte des déficits publics seront amendées (le Congrès y est hostile, y compris la Chambre républicaine), mais on imagine assez bien que nombre de mesures de relance de la croissance seront préservées. Au total, cela pourrait bien être plus favorable qu'on ne le pense (pour davantage de détail, voir notre article à venir sur les élections américaines).

Pour conclure, les élections américaines pourraient être un facteur « disruptif » si le programme de D. Trump était appliqué à la lettre, un scénario qui a selon nous une probabilité proche de 0 %. Il n'en demeure pas moins vrai que l'approche de l'échéance (le 8 novembre prochain) va entretenir la volatilité ambiante, sans renversement néanmoins des tendances actuelles.

Précisément, quels sont notre scénario central et les facteurs d'inquiétude ?

Scénario macro et craintes de marchés : quoi de neuf ?

Aux États-Unis, la croissance perd de sa puissance à court terme, avec en ligne de fond l'incertitude électorale. Après une faible croissance du PIB au cours du deuxième trimestre, les données mensuelles pour juillet et août n'ont envoyé aucun signal clair en faveur d'un rebond pour le prochain trimestre. Le marché du travail reste néanmoins solide, et les pressions inflationnistes modérées (l'inflation core est à 2,3 % en glissement annuel). La communication de la Fed est néanmoins devenue plus « hawkish » lors du FOMC de septembre. Hillary Clinton a perdu une partie de son avance dans les sondages, mais après le premier débat télévisé, elle conservait 6 points d'avance.

En zone euro, il faut noter l'absence d'impact du référendum britannique sur les indices de confiance. Il n'y a par ailleurs aucun signe tangible de ralentissement économique au Royaume-Uni, bien au contraire. On sait désormais que T. May activera l'article 50 au cours du premier trimestre 2017, ce qui ne manquera pas d'aviver les craintes sur l'économie britannique que nous avons évoquées dans nos dernières éditions. L'inflation est restée en territoire légèrement positif en zone euro, mais elle reste très faible (+ 0,8 % en glissement annuel pour l'inflation « cœur »). Selon les sondages, le résultat du référendum italien reste très incertain. Il aura lieu fin novembre ou début décembre et quelle que soit l'issue, il semble bien que le premier ministre M. Renzi restera à son poste. Sur le plan politique, l'impasse politique espagnole est non résolue à ce jour, tandis que la cote de popularité d'Angela Merkel continue de chuter, avec notamment de mauvais résultats dans plusieurs élections locales. On s'attendait à ce que l'année politique 2017 soit compliquée en Europe (beaucoup d'échéances électorales), et les récents développements le confirment assurément.



Chine : pas de retour en arrière



Le seul résultat de l'élection ne fera pas disparaître les inquiétudes



Brexit : top chrono en mars 2017 ?



Conclusion

Ce qui précède, nous paraît suffisant pour légitimer notre approche, plutôt constructive sur les actifs émergents, la recherche de *spreads* et les marchés d'actions. Les titres longs et les titres d'entreprises (et autres papiers à *spreads* comme les pays périphériques) gardent nos faveurs. Le potentiel d'appréciation du dollar est limité (une baisse timide des taux de la Fed ne suffira pas à lui donner un élan significatif. Les actions européennes restent selon nous les plus attractives, même si certains moteurs de performance se sont éteints, comme par exemple la faiblesse de l'euro et son impact sur les profits.

Les thèmes BREXIT, volatilité/stabilité financière, taux négatifs/coût du capital des banques, déglobalisation, élections américaines sont essentiels dans l'environnement de marché actuel et dans les considérations d'allocation d'actifs. Ils sont là pour nous rappeler si besoin est que la présence « musclée » des banques centrales sur les marchés financiers ne suffit pas à faire baisser la garde. Sans sombrer dans le pessimisme le plus noir et renverser nos positions d'allocation d'actifs (qui ont remis du risque sur les classes d'actifs émergents, qui conservent une préférence pour les pays périphériques de la zone euro vs noyau dur, et la surpondération du crédit dans les portefeuilles obligataires), la prudence reste de mise. Pas de complaisance envers le risque, qui est en réalité bien supérieur à ce que les métriques habituelles semblent indiquer, notamment parce que les banques centrales tassent la volatilité: les élections américaines, le référendum italien, la situation politique espagnole, les débats en cours et à venir sur la poursuite (ou non) du QE de la BCE, l'attente du prochain FOMC de la Fed notamment... sont autant de facteurs qui rappellent à quel point la faiblesse de la volatilité est trompeuse, et à quel point il serait dangereux de sous-estimer le risque.

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



La faiblesse de la volatilité est trompeuse, et il serait dangereux de sous-estimer le risque



> Stratégies de Macro Hedging

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

Les élections américaines approchent et les sondages alimentent les craintes et les espoirs. H. Clinton a accru son avance, mais il reste encore plus de deux semaines avant l'échéance. Le stress post-Brexit est retombé, mais on sait que le Royaume Uni activera l'article 50 avant la fin mars 2017. Les difficultés politiques (Italie, Espagne...) sont reléguées au second rang, mais la décision de la BCE de poursuivre, amender ou stopper son QE est d'une importance capitale.

Nous conservons quelques stratégies de macro-hedging (voir tableau ci-contre).

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

Allocation d'actifs: vues et convictions multi-classes

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

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

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

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

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

Type de portefeuille

> Portefeuilles d'actions

- Bêta du portefeuille autour de 1
- Petite préférence pour les actions zone euro vs US
- Choix secteurs :
 - Surpondéré : Industrielles, retail, telecoms, Pharma
 - Souspondéré : chimie, Automobiles, Utilities
- Marchés émergents : choix pays clivant mais biais de nouveau positif globalement. Au sein des pays émergents :
 - Surpondéré : Inde, Thaïlande, Pérou, Philippines, Russie
 - Neutre : Indonésie, Brésil
 - Sous-pondéré : Taiwan, Grèce, Malaisie, Chine, Afrique du Sud, Corée, Turquie
- Positions longues en devises EMG

> Portefeuilles obligataires

- Surpondération crédit
- 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
- Légèrement long USD vs EUR
- Neutre sur GBP mais pas plus
- Augmentation des positions longues en devises matières premières (RUB, BRL, INR), 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 et US
- Rester neutre actions japonaises
- 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'entreprise : positif sur HY et sur IG
- Positions longues en devises EMG via la dette en monnaie locale et les actions



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.

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 règlementaire ». 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.

[risque # 2] **Une crise politique en Italie**

[PROBABILITÉ] **10 %**

ANALYSE L'Italie va procéder à un référendum le 4 décembre 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 :

Facteurs de risque

- **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 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 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



Facteurs de risque

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 pourrait bien 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 assisté à une vague de révisions des anticipations de croissance pour de nombreux pays ou zones, y compris les États-Unis. 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). 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

Facteurs de risque

marges de manœuvre de la part de la Fed (incapable jusqu'ici de relever ses taux), et l'issue des élections présidentielles. 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 est désormais une des composantes du DTS (depuis le 1^{er} octobre). 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. Un risque très 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 suite à la fin des programmes de QE américains, les marchés émergents ont été en souffrance. L'Asie a mieux tenu le choc, portée par la bonne tenue de la Chine et sa capacité à endiguer les difficultés, et du fait qu'elle est plutôt consommatrice de matières premières. 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...) ont 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 notamment ont redonné des couleurs à ces marchés.

IMPACT DE MARCHÉ 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.

[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



Facteurs de risque

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 à (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, mais aussi pourquoi le taux 10 ans US reste relativement bas. 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 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 garde 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.

Facteurs de risque

[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 profitabilité, 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 Deutsche Bank, des mauvaises nouvelles sur les banques italiennes, 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 : élection présidentielle en Autriche (initialement prévue le 2 octobre, reportée le 27 novembre ou le 4 décembre 2016), référendum sur la constitution en Italie (le 4 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 regains 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* ». Nous en savons un peu plus désormais : le premier ministre a annoncé que l'article 50 sera activé au cours du premier trimestre 2017. 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 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.



Facteurs de risque

[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

OCTOBRE		
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, gèrera 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 décembre, élections aux Pays-Bas, en France et en Allemagne en 2017) et l'incertitude liée au Brexit 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
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. 	<ul style="list-style-type: none"> > Choc d'incertitude lié au Brexit > Déficits (public et externe) très élevés
ASIE		
CHINE	<p>Chine : une source de stabilisation pour l'économie mondiale en 2016 et 2017</p> <ul style="list-style-type: none"> > La stabilisation de l'économie chinoise devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année 2017. > Dans une année 2017 placée sous le signe de la transition politique, la stabilisation de l'économie chinoise sera due à la fois à des facteurs isolés (des entreprises florissantes se développent dans le secteur privé) et plus globaux (sous l'impulsion majeure des investissements dans les infrastructures). > À notre avis, la Chine ne présente aucune des six caractéristiques propres à un atterrissage forcé, et le pays devrait surtout parvenir à repousser ses problèmes tout en essayant de régler notamment la question des bulles de l'immobilier et de la dette. 	<ul style="list-style-type: none"> > Une source de stabilisation pour l'économie mondiale en 2016 et 2017 > Pas de risque imminent d'atterrissage forcé
INDE	<p>Inde : un moteur de croissance régulier pour l'Asie en 2016 et 2017</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'Inde s'inscrit dans une trajectoire de croissance régulière mais des obstacles empêchent son économie de fonctionner à plein régime. > L'inflation devrait continuer à ralentir en 2016 compte tenu des perspectives favorables de la mousson, qui se poursuit. > Le Gouverneur de la banque centrale va jouer un rôle moins important dans le pilotage de la politique monétaire, au profit des autres membres du Comité de politique monétaire. 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>La reprise se poursuit, avec une croissance supérieure au potentiel</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'investissement semble bien résister à l'appréciation du yen. La consommation reste soutenue par la baisse des prix alimentaires et la hausse des salaires réels (primes estivales). Enfin, le plan de stimulus budgétaire et la baisse de l'impôt sur les résultats des entreprises constituent des soutiens importants. 	<ul style="list-style-type: none"> > Exposition au ralentissement chinois > Montée du yen > Politique de taux d'intérêt négatifs



Prévisions macroéconomiques et financières

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- **États-Unis** : fin de cycle. Les profits et l'investissement en biens d'équipement sont dans le rouge. L'économie ne tient que grâce au dynamisme de la consommation. Les créations d'emploi ont ralenti mais quelques tensions salariales commencent à apparaître. L'industrie se stabilise après un passage à vide mais les services, qui ont jusqu'à présent soutenu la reprise grâce au dynamisme de la consommation des ménages, donnent quelques signes de ralentissement. L'accélération de la croissance au T3 (probablement aux alentours de 2,5 % en rythme annualisé) est temporaire.
- **Japon** : 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. La nouvelle politique de la BoJ qui vise à maintenir durablement le taux à 10 ans à zéro donne des marges de manœuvre supplémentaire au gouvernement. À suivre.
- **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'éffritent 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	3,8	2,6	3,0	7,7	7,5	7,0
Pays développés	1,9	1,5	1,6	0,2	0,8	1,7
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* en décembre. Cela dit, les élections américaines pourraient perturber ce programme.
- **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** : après l'annonce du ciblage de la partie longue de la courbe afin de préserver la stabilité financière, il est probable que la BoJ abaisse davantage ses taux courts dans les trimestres à venir.
- **BoE** : la BoE a abaissé ses taux directeurs à 0,25 % et a repris sa politique de QE en août. La faiblesse de la croissance l'amènera à en faire davantage, vraisemblablement au S1 2017.

	10/10/2016	Amundi + 6m.	Consensus T1 2017	Amundi + 12m.	Consensus T3 2017
États-Unis	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00
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	0,15

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** : le QE de la BoE va peser sur les taux britanniques pour quelque temps.
- **Japon** : la BoJ contrôle la partie longue de la courbe et est vraisemblablement en faveur d'une baisse des taux courts.

	10/10/2016	Taux 2 ans			
		Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	0,83	0,80/1,00	1,04	1,00/1,20	1,16
Allemagne	-0,67	-0,60/-0,40	-0,65	-0,60/-0,40	-0,65
Japon	-0,27	-0,40/-0,20	-0,24	-0,40/-0,20	-0,23
Royaume-Uni	0,19	0,00/0,20	0,20	0,00/0,20	0,26

	10/10/2016	Taux 10 ans			
		Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,72	1,60/1,80	1,86	1,60/1,80	1,96
Allemagne	0,03	0,00/0,20	0,11	0,00/0,20	0,18
Japon	-0,06	-0,20/0,00	-0,01	-0,20/0,00	0,04
Royaume-Uni	0,99	0,60/0,80	1,13	0,60/0,80	1,23

PRÉVISIONS DE CHANGE

- **EUR** : nous nous attendons à une relative stabilité de l'euro en termes effectifs dans les mois à venir. Il existe relativement peu de raisons pour que l'euro se déprécie de façon significative.
- **USD** : il n'existe pas de catalyseur permettant à l'appréciation du dollar de reprendre. 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 devrait rester sous pression avec la perspective de voir la BoE être encore plus accommodante et à cause du fait que les négociations sur le Brexit deviennent plus concrètes.

	10/10/2016	Amundi + 6m.	Consensus T1 2017	Amundi + 12m.	Consensus T3 2017
EUR/USD	1,12	1,10	1,09	1,10	1,10
USD/JPY	104	105,00	103,00	105,00	106,00
EUR/GBP	0,90	0,95	0,86	0,95	0,85
EUR/CHF	1,10	1,10	1,09	1,10	1,11
EUR/NOK	9,01	9,00	8,99	8,90	9,04
EUR/SEK	9,65	9,40	9,29	9,20	9,26
USD/CAD	1,32	1,30	1,32	1,30	1,30
AUD/USD	0,76	0,75	0,74	0,75	0,74
NZD/USD	0,71	0,70	0,70	0,70	0,69

1 Pourquoi la croissance italienne n'accélère-t-elle pas ?

TRISTAN PERRIER, Recherche, Stratégie et Analyse

Alors que le PIB réel de la zone euro a retrouvé, début 2015, son niveau du pic pré-crise du T1 2008, le retard pris par la reprise italienne est flagrant : le PIB italien n'a regagné qu'une très faible partie du terrain abandonné depuis 2008 (graphique 1). Il reste aujourd'hui aux alentours de son niveau du début du millénaire. Cette stagnation contraste avec une hausse depuis 2000 d'environ 20 % dans le cas de la France et l'Allemagne et d'environ 26 % dans celui de l'Espagne, pays pourtant lui aussi durement touché par la crise des dernières années mais qui, au contraire de l'Italie, a connu une forte reprise depuis 2013.¹

Les coupables récents les plus faciles : les banques et la politique

Deux facteurs explicatifs de la sous-performance italienne depuis les points bas de 2013 ressortent immédiatement, ne serait-ce que parce qu'ils distinguent nettement la situation de l'Italie de celle de l'Espagne durant cette période :

- **Le retard pris dans la remise en état de marche du système bancaire**, notamment parce que l'Italie, n'ayant pas fait appel à l'aide internationale, contrairement aux autres pays dits « périphériques », n'a pas subi une pression aussi intense de la part des institutions européennes pour mener les restructurations nécessaires. De fait, même si la tendance est tout de même à l'amélioration concernant l'offre de crédit (les taux d'intérêt sur les prêts aux PME ont très fortement baissé et l'étude trimestrielle *Bank Lending Survey* de la BCE montre une baisse régulière du taux de rejet des demandes de prêts, du moins jusqu'au T2 2016), les inquiétudes concernant la situation générale des banques continuent de peser sur le climat des affaires.
- **L'incertitude politique et la fragilité gouvernementale**, problèmes récurrents du pays restés d'actualité au cours des dernières années, et qui ont très probablement joué négativement sur la reprise de l'investissement (alors que le gouvernement espagnol a pu s'appuyer, entre les élections de 2012 et celles de 2015, sur une solide majorité gouvernementale).

Ces deux freins continuent d'exercer leur pression, s'illustrant de façon particulièrement flagrante dans le contexte actuel, qui voit s'alimenter mutuellement la montée de l'incertitude concernant l'issue du référendum constitutionnel (prévu le 4 décembre et portant, entre autres mesures, sur la réduction des pouvoirs du Sénat) et celle portant sur les modalités de restructuration des banques italiennes les plus fragiles.

Les taux faibles ont coûté cher aux ménages italiens

Ajoutons également que l'effet sur l'économie italienne des mesures exceptionnelles mises en place par la BCE a probablement été, malgré un bilan général favorable, moins unanimement positif que celui exercé sur les autres économies en difficulté de la périphérie de la zone euro, et ce pour deux raisons : 1/le secteur privé italien (entreprises et ménages) étant moins endetté que celui des autres pays périphériques (et plus souvent à taux fixes), la baisse des taux n'y a pas eu un effet aussi spectaculaire en termes d'allègement des contraintes de liquidité exercées par le stock de dettes. 2/l'effet de la baisse des taux, assurément bénéfique pour les finances publiques, a en revanche pesé sur les revenus du patrimoine de ménages en moyenne bien dotés en produits d'épargne. Entre le T3 2008 et le T4 2015, la baisse des revenus d'intérêts a coûté aux ménages italiens 5 % de leur revenu disponible brut,

¹ Notons cependant qu'en raison d'une inflation plus élevée depuis 2000, la sous-performance du PIB italien apparaît moindre lorsqu'elle est mesurée en euros courants : hausse de 32 % contre plus de 40 % pour la France et l'Allemagne et plus de 60 % pour l'Espagne.

L'essentiel

La reprise économique italienne reste particulièrement faible par rapport à celles de la majorité des autres pays de la zone euro. Si le contexte immédiat politique et financier est peu propice, l'économie italienne souffre surtout de nombreux problèmes structurels, les dysfonctionnements de ses marchés intérieurs affectant depuis longtemps sa compétitivité externe.

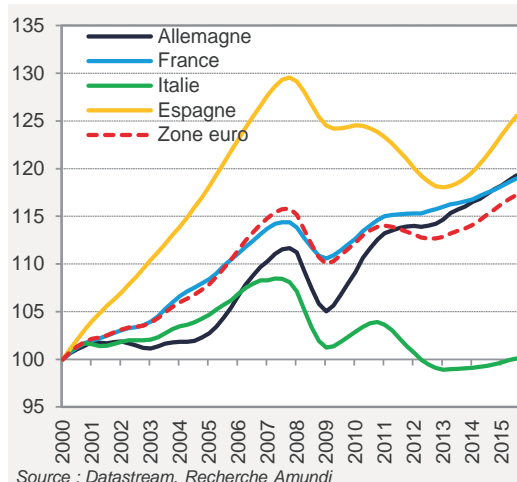
Quelques signes d'amélioration sont tout de même décelables, notamment concernant l'emploi alors que le *Job Act* de 2014 commence à produire ses effets. Il est difficile cependant d'envisager une vraie accélération de la reprise sans efforts de réformes supplémentaires, portant encore sur le marché du travail comme dans d'autres directions. La victoire du Non au référendum de décembre constituerait, à cet égard, un événement très défavorable. Malgré ces obstacles et risques nous envisageons tout de même une légère amélioration en 2017.



La sous-performance de l'économie italienne est antérieure à la crise



1 PIB en volume, base 100 en 2000



contre seulement 2 % économisés sur leurs paiements d'intérêts, alors que le solde est presque neutre dans le cas de l'Allemagne et de la France et nettement positif dans le cas de l'Espagne (cf ECB's Economic Bulletin, Issue N° 4/2016, juin 2016).

Les maux de l'économie italienne sont loin de se limiter à ces deux problématiques

Attribuer l'essentiel du retard de croissance italien aux vicissitudes politiques et bancaires des dernières années, ou à un effet moindre de la politique monétaire, serait cependant bien réducteur. La crise italienne est différente de celle des autres pays périphériques et renvoie à des difficultés de long terme. Si la faiblesse du rebond cyclique depuis fin 2012 est frappante, le moins que l'on puisse dire est que la sous-performance économique du pays remonte à bien avant la crise (croissance moyenne annuelle aux alentours de 1,5 % sur la période 1990-2007, contre 2 % pour la France et l'Allemagne).

D'où vient cette sous-performance de longue date? Les études à ce sujet ne manquent pas : depuis des années, les institutions européennes ne cessent de pointer de nombreux dysfonctionnements tant dans le secteur public que privé :

- Les thèmes les plus récurrents sont ceux, connexes, du manque de transparence, de l'insuffisance de concurrence et des rigidités multiples du marché du travail comme de celui des biens et services (cf. recommandations 2016 de la Commission européenne ci-dessous).

Recommandations spécifiques à l'Italie (hors volet budgétaire)

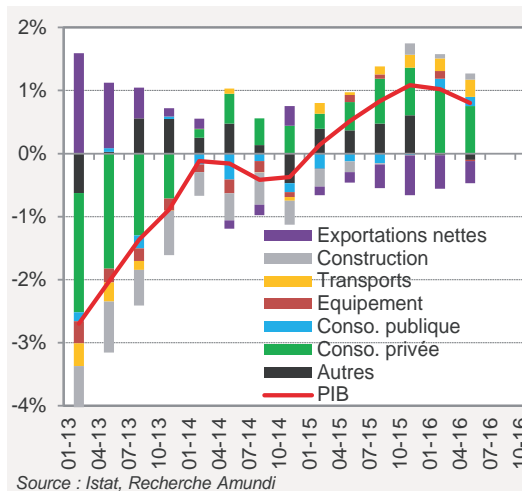
- Réformer l'administration publique en adoptant et en mettant en œuvre tous les décrets législatifs nécessaires, en particulier ceux qui concernent la réforme des entreprises publiques locales, des services publics locaux et de la gestion des ressources humaines.
- Intensifier la lutte contre la corruption notamment en revoyant le régime de prescription d'ici la fin de 2016. Réduire la durée des procédures de justice civile.
- Accélérer la réduction des volumes de prêts non performants, notamment en continuant d'améliorer le cadre régissant l'insolvabilité et le recouvrement de créances. Améliorer la gouvernance dans le secteur bancaire.
- Réformer les politiques actives du marché du travail, notamment en renforçant l'efficacité des services de l'emploi. Faciliter l'emploi des seconds apporteurs de revenus des ménages. Rationaliser les dépenses sociales.
- Appliquer la loi sur la concurrence toujours en attente, améliorer la concurrence dans les domaines des professions réglementées, des transports, de la santé et du commerce de détail ainsi que dans le système des concessions.

Source : Commission européenne, 2016

- Les principales conséquences identifiées de ces problèmes sont la **faiblesse des gains de productivité** par rapport à ceux des pays comparables (cf. graphique 3), et des **déficiences dans les mécanismes de formation des prix et des salaires** conduisant à une perte de compétitivité externe alors que l'appartenance à l'euro n'offre plus la facilité de la dévaluation (cf. graphique 5).

Pénalisée, en plus de ces facteurs, par une démographie particulièrement peu porteuse, la croissance potentielle italienne est aujourd'hui considérée comme quasi-nulle par la Commission européenne (0,1 % en 2017 contre 0,7 % pour l'Espagne, 1,1 % pour la France et 1,6 % pour l'Allemagne), qui a également révisé fortement en baisse, au cours des dernières années, ses estimations d'*output gap* : autrement dit, le quasi-surplus actuel, loin de n'être qu'une phase transitoire désagréable, serait plus proche d'une nouvelle normalité appelée à durer. Rappelons que cette perspective de quasi-stagnation pose évidemment, entre autres problèmes, celui de la soutenabilité du très important stock de dettes publiques hérité du passé (la dette publique représente plus de 130 % du PIB, ratio toujours en

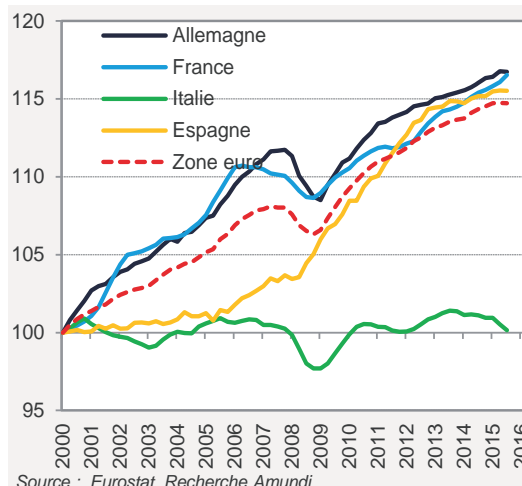
2 Composantes de la reprise depuis 2014, Points de pourcent. de PIB, lissées sur 4 trim.



La croissance potentielle est considérée comme quasi-nulle



3 Productivité par heure, base 100 en 2000



progression malgré le surplus primaire dégagé presque chaque année depuis plusieurs décennies) et donc de la dépendance du pays vis-à-vis de l'action de la BCE pour conserver la confiance des marchés.

Un élément s'améliore : l'emploi, qui se reprend bien mieux que le PIB

Le tableau général très décevant de la reprise ne doit pas conduire à négliger les quelques signaux positifs apparus au cours des derniers trimestres.

En plus de récents signes de rebond de la production industrielle, la principale amélioration concerne l'emploi, dont le rythme de reprise est, relativement parlant, meilleur que celui du PIB (recul du taux de chômage de 13,1 % à 11,4 % entre fin 2014 et août 2015, rebond de 2,1 % de l'emploi, soit 360 000 en volume, un peu moins de la moitié d'entre eux à temps complet, depuis le point bas de début 2014, voir graphique 6).

Par ailleurs, la modération salariale se confirme, permettant à l'économie italienne de rompre avec une tendance de long terme de hausse des salaires supérieure à la productivité, et de regagner un peu de compétitivité notamment par rapport à l'Allemagne et à la France.

Les effets positifs du Job Act de 2014 ne sont probablement pas épuisés

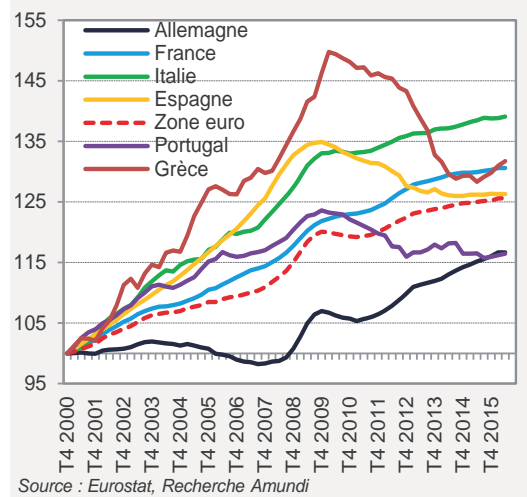
Hausse de l'emploi et modération salariale figuraient clairement parmi les objectifs de la réforme du marché du travail (Job Act), mesure-phare du Premier ministre Renzi réalisée en 2014. Inspirée par le principe de la « flexi-sécurité », cette réforme a notamment combiné l'instauration d'un nouveau contrat de travail à temps complet se sécurisant progressivement, la suppression de contrats plus précaires, une baisse des charges sociales payées par les employeurs et une amélioration de l'assurance-chômage. Au vu du délai habituellement nécessaire pour que ce type de réforme commence à produire ses effets, il est normal que ceux-ci n'aient commencé à être visibles que récemment, et très probable qu'ils ne soient pas encore épuisés. L'une des raisons du retard pris par la reprise italienne est donc, très probablement, le caractère récent de ce nouveau cadre réglementaire (rappelons que, pour sa part, l'Espagne a mené une réforme majeure de son marché du travail dès 2012).

Le travail de restauration de la compétitivité n'est qu'entamé

Cependant, les gains en emplois encore à venir suite au Job Act ne suffisent pas à conclure que la reprise italienne est nécessairement sur le point d'accélérer, et encore moins de combler le retard pris par rapport aux autres grands pays de la zone euro :

- Tout d'abord, le Job Act s'est accompagné de mesures non pérennes d'incitation fiscale à l'embauche, et une partie de l'amélioration de l'emploi y est liée.
- Ensuite, il n'y a pas, à ce stade, d'amélioration de la productivité. Or celle-ci est nécessaire pour que la restauration de la compétitivité-coût italienne ne se fasse pas seulement au prix d'une déflation salariale, politiquement difficile à soutenir sur le long terme.
- Enfin, d'une façon générale, si l'on en croit les analyses d'une majorité d'organisations internationales, remédier aux vastes problèmes de compétitivité du pays nécessitera d'une part de nouvelles étapes de réformes du marché du travail, d'autre part des efforts dans d'autres directions, visant notamment à réduire les obstacles à la compétition sur les marchés des produits et services et à améliorer le fonctionnement de l'administration et de la justice. Jusqu'à présent, les résistances opposées aux velléités de réformes dans ces domaines, notamment à celle de l'ancien Premier ministre M. Monti, se sont révélées particulièrement fortes. Notons cependant que le référendum du 4 décembre doit aussi entériner une refonte de l'administration locale, corps qui n'est pas sans jouer un rôle dans les mécanismes de fixation des prix dans de nombreux secteurs.

4 Coût Salarial Unitaire, base 100 en 1999



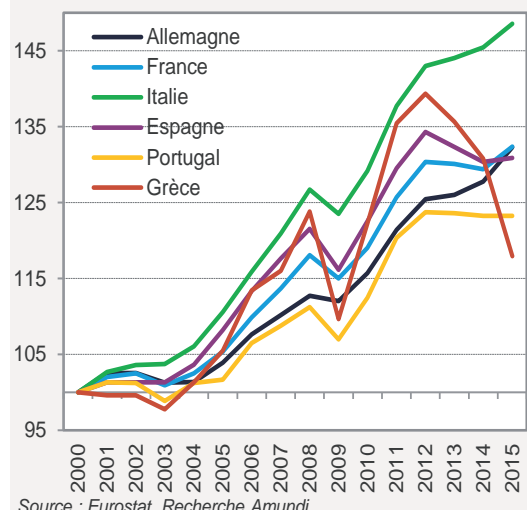
Source : Eurostat, Recherche Amundi



L'emploi se reprend légèrement mieux que le PIB



5 Prix à l'exportation, base 100 en 2000



Source : Eurostat, Recherche Amundi

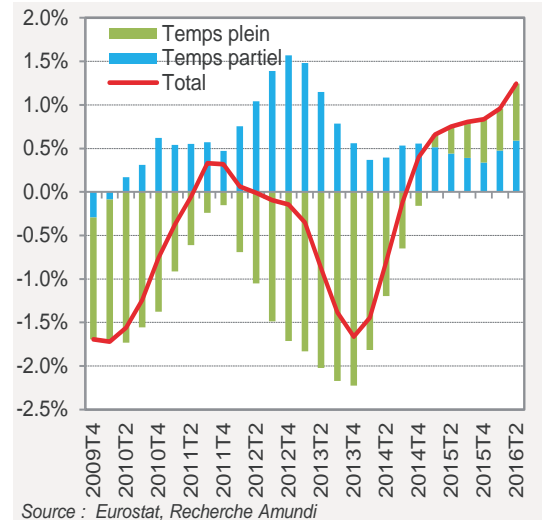


Les quelques progrès réalisés devraient permettre le maintien d'une croissance faiblement positive.

Deux ans après sa réforme du travail, et malgré la modestie de la croissance, l'Italie a donc au moins commencé à interrompre une mécanique présente de longue date de progression des salaires systématiquement supérieure aux gains de productivité, inadaptée au système de change fixe qu'est la zone euro. C'est là une réalisation non négligeable, avec quelques effets déjà observés sur l'emploi, mais qui ne peut conduire à une amélioration durable que si suivent d'autres réformes. À cet égard, la victoire du Non au référendum du 4 décembre aurait des conséquences très problématiques, à la fois en préservant la capacité du Sénat à bloquer de nouvelles initiatives et en affaiblissant le gouvernement actuel, initialement porteur d'importants espoirs de transformation de l'économie.

Il n'empêche, pour s'en tenir au scénario 2017-2018, nous jugeons tout de même que le diptyque amélioration du marché de l'emploi/arrêt de la perte de compétitivité-coûts devrait se maintenir et rétroagir positivement, quoique de façon modérée, sur la croissance, via la consommation, les exportations, et l'effet de la demande attendue sur l'investissement. En revanche, la politique budgétaire, déjà desserrée en 2015, ne pourra pas apporter un fort soutien supplémentaire tant elle restera contrainte par les engagements pris par le pays vis-à-vis de Bruxelles. Les risques sont équilibrés, des efforts de restructuration des banques pouvant jouer positivement sur l'offre de crédit alors que de nouveau soubresauts financiers ou politiques (à commencer par une victoire du Non au référendum) freineraient, à l'inverse, la reprise de l'investissement. **Au vu de l'ensemble de ces facteurs, nous maintenons un scénario de légère amélioration, avec une prévision de croissance 2017 d'un peu plus de 1 % (contre 0,8 % en 2016), susceptible d'être légèrement révisée en fonction du verdict populaire du 4 décembre, mais toujours inférieure à celle des autres grands pays de la zone euro.**

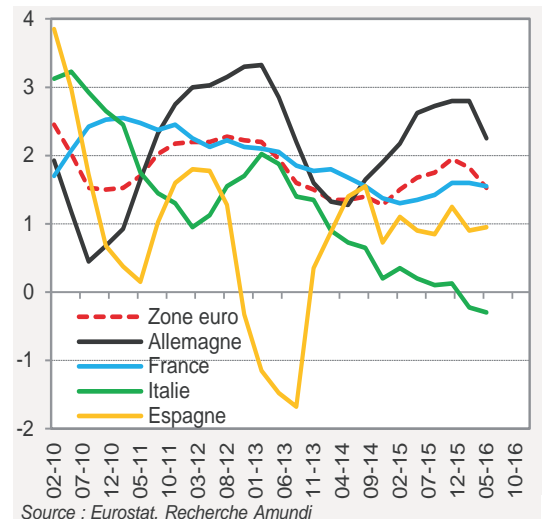
6 Volume de l'emploi total, variation annuelle



Les freins structurels sont loin d'être limités au marché du travail



7 Salaire horaire nominal, var. ann. en % (MM4T)



2 La stabilisation économique de la Chine est-elle durable ?

MO JI, *Stratégie et Recherche Économique*

D'après nous, la première chose à se demander est : « jusqu'à quand cette stabilisation va-t-elle durer ? ». Nous avons identifié le creux du cycle chinois début octobre 2015, soit 14 mois avant la fin de l'année 2016 (nous démarquant ainsi du consensus avec une avance de 6 mois, ce qui était d'ailleurs l'un des fondements de notre scénario de reprise des marchés émergents en janvier 2016). **Aujourd'hui, selon nos prévisions, la stabilisation de l'économie chinoise devrait durer encore 12 mois jusqu'à fin 2017** (une fois encore, à rebours du consensus, pour qui le ralentissement de la Chine est encore loin d'être terminé)

Est-ce la stabilisation de l'économie chinoise en 2016 qui a permis la stabilisation de l'économie mondiale ?

Incontestablement, oui. Toutefois, le marché n'a pas encore effectué de raisonnement logique à ce sujet car la stabilisation de la Chine ne fait pas l'unanimité. Deux fois seulement (à l'occasion des publications de statistiques de mars et août 2016), les intervenants ont semblé s'accorder sur l'existence d'une certaine stabilisation de l'économie chinoise. Comme nous le savons, le marché est plus pessimiste concernant les perspectives de la Chine au second semestre, mais les chiffres du mois d'août leur ont donné matière à réflexion.

On peut envisager les choses sous un autre angle et se demander pourquoi le rebond des matières premières se produit au même moment et dans la même trajectoire que l'amélioration de l'activité en Chine, si ce n'est parce que l'économie chinoise se stabilise depuis octobre dernier.

Le minerai de fer dans les importations chinoises au port de Tianjin (Type 62 % Fe) est un indicateur très suivi ; or on voit que le prix spot a bondi de 90 % entre décembre 2015 (son dernier plus bas) et avril 2016 (son dernier pic) et qu'il est aujourd'hui en hausse de 50 % par rapport à décembre 2015. Comment les prix peuvent-ils avoir autant progressé si ce n'est grâce à la stabilisation de l'économie chinoise ?

La stabilisation de la Chine a enclenché le rebond des prix des matières premières, après quoi les pays exportateurs, à commencer par la Russie et le Brésil, ont vu leur économie commencer à repartir. Même aujourd'hui, le marché refuse d'admettre le rôle majeur de la stabilisation de l'économie chinoise en 2016 dans l'économie mondiale.

Dans ces conditions, qu'a fait la Chine ? Si l'on prend comme référence le volume des importations de minerai de fer en Chine, celui-ci est redevenu positif à partir de novembre 2015 (en hausse annuelle de 22 %), et cela fait 10 mois que cela dure. Les importations de décembre 2015 ont atteint des sommets historiques (96 millions de tonnes) et la croissance annuelle des importations a atteint 18 % en août alors que l'activité est généralement faible pendant la saison estivale, ce qui est le signe d'une demande intérieure vigoureuse. Selon nous, la Chine est encore loin d'avoir reconstitué ses stocks de minerai de fer et cette tendance va se poursuivre. De toutes les matières premières, la plus sensible au cycle économique est le cuivre. Le minerai de fer l'est un peu moins, mais sa tendance est beaucoup plus parlante pour les marchés dans le contexte de la stabilisation de la Chine et de ses effets sur les pays dépendants du cycle des matières premières. La stabilisation de l'économie chinoise a permis aux secteurs cycliques d'opérer un net redressement en 2016. Cette dynamique favorable a probablement été sous-estimée par les investisseurs.

Ce sont moins les États-Unis que la Chine, qui sont à l'origine de la stabilisation du cycle mondial cette année (l'économie américaine cumule deux trimestres (le 1^{er} et le 2^e) de PIB inférieur aux prévisions un PMI/ISM manufacturier en contraction en août et des ventes de détail en baisse en août également).

L'essentiel

La stabilisation économique de la Chine devrait se prolonger en 2017, ce qui est une bonne nouvelle pour l'économie mondiale en 2016 et 2017, et dont bénéficieront les marchés émergents, les matières premières et les secteurs cycliques.

Dans une année 2017 de transition politique, la stabilisation de l'économie chinoise sera due à la fois à des facteurs microéconomiques (entreprises vigoureuses dans le secteur privé) et macroéconomiques (sous l'impulsion majeure des investissements dans les infrastructures). À notre avis, la Chine ne présente aucune des six caractéristiques propres à un atterrissage forcé, et le pays devrait surtout parvenir à repousser ses problèmes tout en essayant de régler notamment la question des bulles de l'immobilier et de la dette.



La Chine est le principal moteur de la stabilisation de l'économie mondiale



Depuis le point bas de l'économie que nous avons identifié en octobre dernier, le prix du minerai de fer est remonté de 50 %



Pourquoi la stabilisation de la Chine est-elle durable d'un point de vue microéconomique ?

Ne pensons plus au ralentissement à long terme de la croissance chinoise et concentrons-nous seulement sur le court terme, disons fin 2017. Pour définir si la Chine s'oriente vers une stabilisation, une amélioration légère ou un ralentissement dans un avenir de court terme, nous devons nous intéresser en particulier aux principales statistiques positives émanant de l'économie, qui ne sont pas prises en compte par le marché.

Notre hypothèse est simple : si les secteurs en surcapacités et les secteurs manufacturier et industriel (ils se recoupent) connaissent une amélioration, cela implique que l'économie est stable dans son ensemble, puisque l'activité de ces secteurs se contracte. Si ces secteurs se redressent, ils permettront d'entretenir une tendance stable, sauf en cas de chocs externes plus amples que prévu.

1. IPP chinois : l'un des principaux indicateurs qui nous ont permis d'identifier le creux de l'économie chinoise en octobre dernier. De -5,9 % en glissement annuel (GA) en septembre 2015, il s'est redressé à -0,8 % en GA en août 2016 et devrait afficher un niveau positif d'ici un mois ou deux. Qu'est-ce que cela signifie ? Tout simplement que les bénéfices supérieurs aux attentes seront au rendez-vous au troisième trimestre, puis au quatrième et pendant les suivants. C'est l'indicateur le plus éloquent de la vitalité de l'ensemble de l'économie chinoise, et nous pensons que son amélioration va se poursuivre.

2. PMI Caixin du secteur manufacturier chinois : cet indicateur a aussi atteint son plus bas en septembre dernier à 47,2 et s'est redressé depuis pour s'établir à 50 signe d'expansion économique. Ce n'est pas rien non plus, car cela représente en grande partie l'activité des PME, dont beaucoup sont exportatrices, et la reprise (nouvelles commandes, nouvelles commandes à l'exportation, etc.) est visible à grande échelle. Là encore nous pensons que cet indicateur va continuer de s'améliorer.

3. Bénéfices des entreprises industrielles chinoises : leur croissance annuelle est de nouveau positive depuis mars, une tendance à laquelle peu de gens s'attendaient, et qui s'est révélée particulièrement soutenue en juillet (+11 %) et en août (+19,5 %). En phase avec l'amélioration de l'IPP, la reprise des bénéfices industriels devrait selon nous, perdurer.

4. Investissements privés chinois : ils inquiètent beaucoup car ils se sont contractés en juillet (-1 % en GA) et les marchés anticipent désormais une tendance baissière pendant quelque temps. C'est d'ailleurs là-dessus que s'appuient les Cassandre arguant que l'économie chinoise au second semestre sera pire qu'au premier, et que les perspectives sont encore plus mauvaises pour 2017. Pourtant, les investissements privés sont redevenus positifs dès le mois d'août (+2 % en GA). Ce n'est pas la panacée, mais compte tenu des effets retardés de la reprise du secteur privé (que traduisent l'IPP, les bénéfices industriels), on peut supposer que le cycle d'investissement va repartir. Nous pensons que c'est un point important et que cette tendance, elle aussi, sera durable.

Pourquoi la stabilisation de la Chine est-elle durable d'un point de vue macroéconomique ?

Il reste, à notre avis, un domaine dans lequel les autorités chinoises ont encore des munitions pour stabiliser l'économie (eu égard aux élections de septembre et octobre 2017) : ce sont les investissements dans les infrastructures. Dans le contexte des critiques actuelles, de l'efficacité limitée des politiques monétaires et de possibles mesures pour tempérer le secteur immobilier, une politique budgétaire généreuse axée sur les dépenses d'infrastructures devrait permettre d'atteindre l'objectif recherché. Les infrastructures chinoises peuvent encore être grandement améliorées (c'est l'objet d'un consensus).

Les investissements dans le réseau ferroviaire sont redevenus positifs et maintiennent la tendance depuis cinq mois maintenant : de +4 % en GA en



Les investissements privés sont de nouveau positifs



1 Prix spot du minerai de fer (Fines 62 % Fe, USD/T CFR Chine)



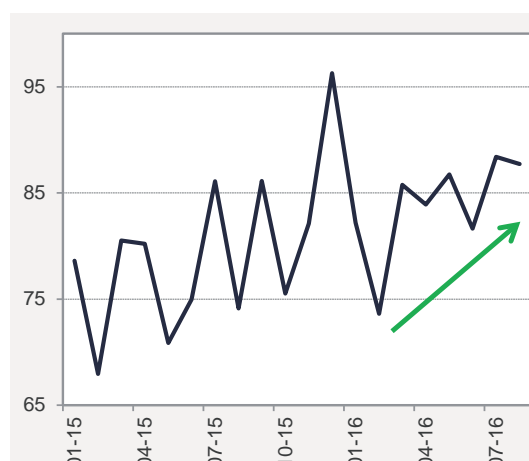
Source : Datastream, Recherche Amundi



Les investissements en infrastructures joueront un rôle majeur en 2017



2 Chine, importation de minerai de fer (en million de tonnes)



Source : Datastream, Recherche Amundi

avril à +18 % en GA en juin et +12 % en GA en août. Selon nous, la croissance de ces dépenses ne descendra pas en-dessous de 10 % dans le contexte des élections de 2017.

De même, les investissements dans le réseau autoroutier sont aussi supérieurs à 10 % depuis mars, date qui correspond à la réunion du Congrès, et les gouvernements locaux commencent à lancer les projets du 13^e plan quinquennal. Là encore, la croissance de ces dépenses ne devrait pas passer en-dessous de 10 % dans le contexte de 2017.

Le serpent de mer de l'atterrissage forcé

Autrement dit, la bulle de l'immobilier va-t-elle bientôt éclater ? Ou bien la bulle de l'endettement ? Ou encore : pourquoi la recapitalisation du secteur bancaire n'est pas indispensable ? Ou : comment la Chine peut-elle s'y prendre pour repousser encore une fois les problèmes, et pour combien de temps ?

Dans le Cross Asset d'octobre 2015, nous avons établi la liste de six facteurs dont l'action simultanée entraînerait l'atterrissage forcé de l'économie chinoise, à savoir :

- Retour d'un supercycle de croissance du crédit
- Éclatement inévitable de la bulle immobilière
- Coût réel du financement durablement élevé
- Libéralisation beaucoup plus rapide du compte de capital
- Hausse brutale du chômage
- Multiplication des erreurs politiques face à des situations complexes, dont les enseignements sont difficiles à tirer

Passons donc en revue chacun de ces facteurs pour voir où nous en sommes aujourd'hui :

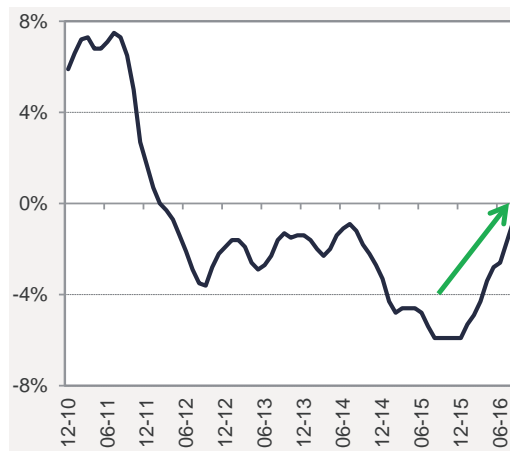
1. Le supercycle du crédit et la bulle de l'endettement. Le cycle du crédit s'est retourné en mai 2015 : après cette date, la masse monétaire M2 s'est accrue de plus de 13 % par mois en glissement annuel, pour atteindre un pic de 14 % en janvier 2016. Mais depuis avril 2016, la croissance de la masse monétaire M2 est inférieure à 13 % et a même atteint un plus bas à 10,2 % en juillet 2016. Les tensions sont devenues moins fortes. Nous vous invitons à relire notre analyse de la destination de la masse monétaire, publiée dans le Cross Asset de mai 2016.

En l'état actuel des choses, le marché s'inquiète des dettes liées à la création d'un surplus de liquidité dans le système financier. Les stress tests ont montré qu'avec un ratio de créances douteuses de 30 %, les banques chinoises pourraient faire face sans avoir à subir de perte de valeur comptable et en maintenant la croissance actuelle de leurs bénéfices pendant minimum trois ans et maximum 6 ans. Ce qui signifie qu'elles n'auraient pas besoin de recapitalisation. Nous pensons qu'elles peuvent sans difficulté digérer leurs créances douteuses dans les années à venir.

2. La bulle immobilière. En juillet, nous avons analysé le marché immobilier chinois et tenté de déterminer l'existence, ou non, d'une bulle. Il est clair qu'il n'y a pas de bulle pour l'instant du point de vue du déstockage qui s'opère au niveau des biens immobiliers disponibles ; toutefois, un risque existe, car les nouvelles mises en chantier sont beaucoup plus nombreuses que les logements vendus.

Cependant, comme nous l'avons indiqué, une flambée des prix des terrains constituerait un point d'inflexion dans la correction d'une bulle immobilière, et les « seigneurs terriens » se propagent des villes de catégorie 1 à celles de catégorie 2. Les gouvernements locaux réagissent aussi vite qu'ils le peuvent, en fixant des mesures restrictives comme à Hangzhou, où la municipalité a plafonné le prix d'achat des terrains aux enchères à 150 % du prix initial pour augmenter l'offre de terrains disponibles et le nombre de logements à vendre. Même la ville de Nanjing opère désormais des restrictions à l'achat d'un logement secondaire pour les non-résidents, en

3 Chine : indice des prix à la production, %



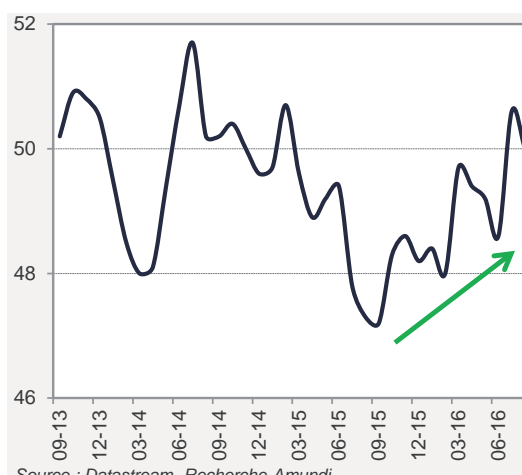
Source : Datastream, Recherche Amundi



Depuis au moins un an, les mesures restrictives retardent l'éclatement de la bulle dans le secteur immobilier



4 Chine : PMI Manufacturier (Caixin)



Source : Datastream, Recherche Amundi



La Chine est plus douée pour retarder les problèmes que pour les régler



plus de 13 mesures de stabilisation du marché immobilier. Ces dispositifs devraient atténuer les risques d'éclatement de la bulle immobilière en 2017, autant dire tout simplement pendant l'année de transition politique, pour la bonne et simple raison que le gouvernement ne peut pas se permettre un tel scénario en période électorale.

3. Le **coût réel du financement** est très visiblement en baisse (dans la mesure où l'IPP devient moins négatif) : de 10,3 % en octobre 2015, il est passé à 5,2 % en août 2016, soit une réduction significative de 5,1 %. On ne peut donc pas compter sur cet aspect pour précipiter un atterrissage forcé.
4. **L'ouverture du compte de capital** a ralenti après les deux grosses corrections du marché en août 2015 et janvier 2016. La PBOC intervient plutôt habilement sur le marché des changes pour maintenir sa stabilité. De plus, les autorités ont fini par donner leur feu vert au projet SZ-HK Stock Connect, qui sera mis en service en novembre 2016, et les pressions relatives à l'érosion des réserves de change ont nettement diminué. Ce n'est donc pas non plus cet aspect qui contribuera à un atterrissage forcé.
5. Quant au **taux de chômage**, il reste relativement stable, aux alentours de 4 %, avec même des pénuries de main d'œuvre dans certains secteurs et régions. Pas de risque d'atterrissage forcé non plus de ce côté-là.
6. Enfin, les **erreurs politiques** ont été beaucoup moins nombreuses cette année depuis le coupe-circuit de janvier et la correction des marchés internationaux. Les autorités ont visiblement la main sur la liquidité (PBOC), le marché boursier (CSRC) et le taux de change (PBOC), qui se stabilise. En revanche, on peut désormais craindre que le gouvernement aille trop loin dans ses efforts de stabilisation, au risque d'affecter la vitalité de l'économie, et par extension la liquidité, etc. Ce n'est donc pas non plus cela qui provoquera un atterrissage forcé.

Conclusion

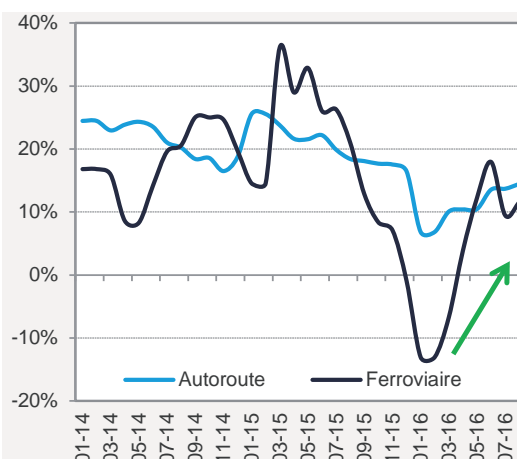
La stabilisation de la Chine devrait se prolonger en 2017 et entraîner dans son sillage le reste de l'économie mondiale en 2016 et 2017, ce dont bénéficieront les marchés émergents, les matières premières et les secteurs cycliques. Dans une année 2017 de transition politique, la stabilisation de l'économie chinoise sera due à la fois à des facteurs microéconomiques (entreprises vigoureuses dans le secteur privé) et macroéconomiques (sous l'impulsion majeure des investissements dans les infrastructures). À notre avis, la Chine ne présente aucune des six caractéristiques propres à un atterrissage forcé, et le pays devrait surtout parvenir à repousser ses problèmes tout en essayant de régler notamment la question des bulles de l'immobilier et de la dette.

5 Chine : profits dans l'industrie, GA %



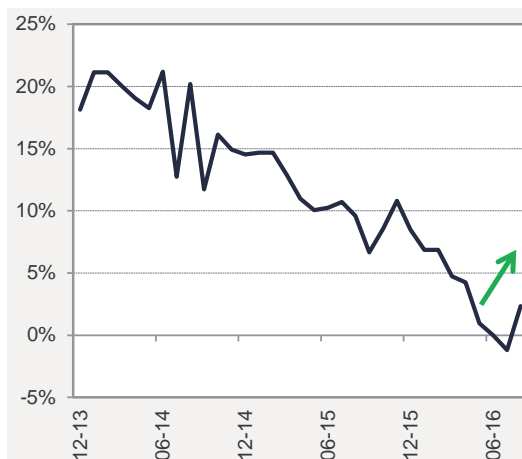
Source : Datastream, Recherche Amundi

6 Chine, invest. autoroutier & ferroviaire, GA %



Source : Datastream, Recherche Amundi

7 Chine : investissement privé, GA %



Source : Datastream, Recherche Amundi

3 Ben Bernanke reste le principal maître à penser des banques centrales

BASTIEN DRUT, Recherche, Stratégie et Analyse

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

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

Nous ne pouvons que constater que les recommandations du papier de Bernanke et Reinhart ont été suivies à la lettre par la majorité des banques centrales des pays développés depuis une décennie. La convergence des taux directeurs vers zéro a ainsi amené les banques centrales à recourir à d'autres outils que l'utilisation traditionnelle des taux pour stimuler l'économie. En particulier, la politique d'assouplissement quantitatif (« quantitative easing ») a été appliquée par de nombreuses banques centrales : Fed, BCE, BoJ, BoE, Riksbank. **Mais l'influence de Ben Bernanke sur les banques centrales n'est vraisemblablement pas cantonnée au passé. Elle est en réalité très actuelle.**

Dans une série de posts en mars et avril 2016 sur le site de la Brookings, Ben Bernanke, l'ancien président de la Fed s'était interrogé sur les outils auxquels la Fed pourrait avoir recours si l'économie américaine venait à ralentir. Ben Bernanke mentionnait trois types de réactions de la part de la banque centrale :

1. l'introduction de taux négatifs,
2. le ciblage des taux longs,
3. la politique de type « *helicopter money* ».

Il semble que la Banque du Japon soit très imprégnée des idées de Bernanke. La BoJ avait déjà introduit un système de taux négatifs en janvier 2016 et elle a décidé le 21 septembre d'adopter un ciblage des taux longs (la cible du taux 10 ans est désormais explicitement de 0 %). Elle précise que le taux court tout comme la cible de taux longs pourront être revus à la baisse si besoin. Par ailleurs, la BoJ s'est engagée à poursuivre à faire gonfler son bilan tant que l'inflation sous-jacente ne se sera pas installée de façon stable au-dessus de 2 %.

Il est particulièrement intéressant de constater que la BoJ avait consulté Bernanke début juillet et que Bernanke a commenté les décisions de la BoJ du 21 septembre le jour même sur son blog. Difficile de croire que la réflexion des membres de la BoJ n'ait pas été fortement influencée par Bernanke.

Ses commentaires sur les décisions de la BoJ sont éclairants. Selon lui :

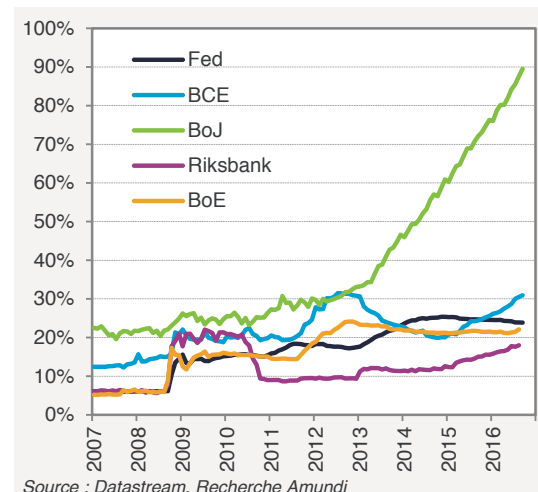
- le maintien d'une politique quantitative (la BoJ continuera à acheter 80 trillions de yens de JGB par an, soit environ 800 Mds \$) malgré l'annonce d'une politique qualitative (ciblage des taux longs à 0 %) serait justifié par la volonté de ne pas faire anticiper aux marchés que l'assouplissement monétaire allait être réduit.
- la BoJ n'aura pas nécessairement besoin d'acheter 80 trillions de yens de JGB par an pour atteindre sa cible de taux longs. Étant donné que la BoJ serait confrontée dans une politique purement quantitative à des difficultés pour trouver les JGB nécessaires à maintenir le rythme, le passage à une cible qualitative semble plus durable. L'engagement à faire gonfler la base

L'essentiel

Les politiques monétaires menées sur la décennie qui vient de s'écouler ont été assez largement inspirées par les travaux et les idées de Bernanke. Il est notamment à l'origine de l'adoption par de nombreuses banques centrales de la politique d'assouplissement quantitatif (« quantitative easing »).

Mais l'influence de Ben Bernanke sur les banques centrales n'est vraisemblablement pas cantonnée au passé. La réorientation de la politique monétaire de la BoJ lui doit beaucoup et il faudra vraisemblablement encore compter sur lui pour la redéfinition des politiques monétaires sur les années à venir.

1 Taille du bilan des banques centrales (en % du PIB)



monétaire tant que l'inflation sous-jacente ne serait pas installée au-dessus de 2 % crédibilise le fait que la politique accommodante durera très longtemps.

- étant donné que la BoJ semble davantage préoccupée par les effets des taux longs sur la rentabilité des banques et sur la stabilité financière, le ciblage des taux longs permet d'éviter des mouvements brusques et de forte amplitude, potentiellement déstabilisateurs.
- même si Kuroda, le gouverneur de la BoJ, s'est récemment prononcé contre la politique de « helicopter money » (voir le texte « Hélicoptère Money: de quoi s'agit-il ? » dans notre publication de mai 2016), le communiqué de la BoJ fait explicitement référence aux « synergies » entre les politiques monétaires et budgétaires (de facto, la BoJ fait en sorte que le Japon emprunte à taux longs nuls pendant une période indéterminée), ce qui peut être une première étape vers une politique de « helicopter money ».

Bien qu'il ait quitté la Fed début 2014, après huit ans passés à sa tête, Ben Bernanke est loin d'avoir perdu de son influence. Il faudra vraisemblablement encore compter sur lui pour la redéfinition des politiques monétaires sur les années à venir.

> La politique d'achats d'actifs de la BoJ ces dernières années

Alors que le bilan de la BoJ a stagné entre 2006 et la fin 2010, la BoJ a renoué avec les achats d'actifs en octobre 2010 avec l'« Asset Purchase Program », un programme censé être temporaire. La date de fin du programme et son montant total seront revus à de nombreuses reprises en 2011 et 2012. En janvier 2013, la BoJ annonce passer à un programme d'achats de JGBs sans fin programmée. Ce programme sera revu dès l'arrivée de Haruhiko Kuroda à la tête de la BoJ. En avril 2013, la BoJ passe au « Quantitative and Qualitative Monetary Easing » (QQE), dans le cadre duquel le montant d'achats de JGB prévu est revu très substantiellement à la hausse. La maturité des JGBs achetés est revu fortement à la hausse. Le rythme d'achats sera légèrement revu à la hausse en octobre 2014.

Initialement, les achats d'actifs portaient à la fois sur les JGBs, les T-bills, les obligations d'entreprise, les papiers commerciaux, les ETF et les J-REITs. Au fil des recalibrages du programme d'achat d'actifs, les JGBs ont pris un poids de plus en plus important pour représenter aujourd'hui plus de 90 % des achats d'actifs. La BoJ a arrêté ses achats de papiers commerciaux et d'obligations d'entreprises en 2013. Les deux autres piliers de la politique d'achats d'actifs sont les ETF et les Jarrets.

Fin juin 2016, la BoJ détenait 34,7 % des JGB sur le marché et 53,8 % du marché des ETF japonais. Selon une étude de Bloomberg, le rythme d'achats d'ETF de la BoJ est tel que cette dernière sera le premier actionnaire de 55 entreprises du Nikkei 225 à la fin 2017.

Les principales dates

5 octobre 2010

- Lancement de l'« Asset Purchase Program » (APP). Annoncé comme temporaire, ce programme prévoit l'achat de titres souverains, d'obligations d'entreprise, de papiers commerciaux, d'ETF et de J-REITs. Montant total du programme: ¥ 5 trn.

14 mars 2011 (trois jours après le tremblement de terre de Tohoku).

- Le montant total de l'APP est relevé à ¥ 10 trn. Fin programmée: fin juin 2012.

7 août 2011

- Le montant total de l'APP est relevé à ¥ 15 trn. Fin programmée: fin 2012.

27 octobre 2011

- Le montant total de l'APP est relevé à ¥ 20 trn. Fin programmée: fin 2012.

14 février 2012

- Le montant total de l'APP est relevé à ¥ 30 trn. Fin programmée: fin 2012.

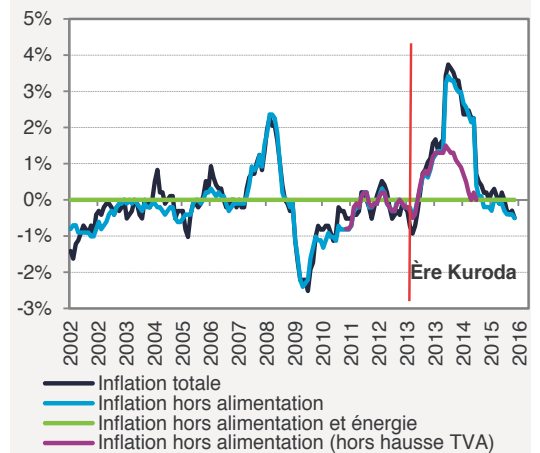
27 avril 2012

- Le montant total de l'APP est relevé à ¥ 40 trn. Fin programmée: fin 2012.

12 juillet 2012

- Le montant total de l'APP est relevé à ¥ 45 trn. Objectif de ¥ 40 trn fin 2012 et fin programmée: fin juin 2013.

2 Japon : inflation

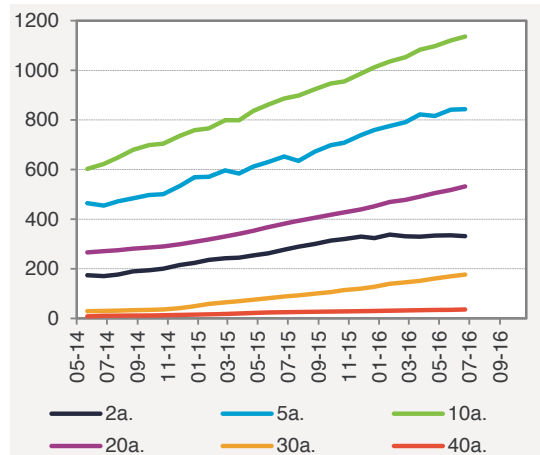


Source : Datastream, Recherche Amundi



Difficile de croire que la réflexion des membres de la BoJ n'ait pas été fortement influencée par Bernanke

3 Répartition par maturité des JGB détenus par la BoJ



Source : BoJ, Recherche Amundi

19 septembre 2012

- Le montant total de l'APP est relevé à ¥ 55 trn. Objectif de ¥ 50 trn fin juin 2013 et fin programmée: fin 2013.

30 octobre 2012

- Le montant total de l'APP est relevé à ¥ 66 trn. Objectif de ¥ 53 trn fin juin 2013 et fin programmée: fin 2013.

20 décembre 2012

- Le montant total de l'APP est relevé à ¥ 76 trn. Objectif de ¥ 60,5 trn fin juin 2013 et fin programmée: fin 2013.

22 janvier 2013

- Adoption d'une cible d'inflation explicite à 2 %.
- Passage à une politique de Quantitative Easing sans fin programmée (« open-ended asset purchasing method ») à partir de janvier 2014 et la fin de l'APP. Le rythme d'achat mensuel prévu est de ¥ 13 trn de titres souverains dont ¥ 2 trn de JGB.
- Communiqué commun de la BoJ et du gouvernement sur la nécessité de vaincre la déflation.

20 mars 2013

- Arrivée de Haruhiko Kuroda à la tête de la BoJ.

4 avril 2013

- Introduction du « Quantitative and Qualitative Monetary Easing » (QQE), où il est prévu que la base monétaire augmente à un rythme annuel de ¥ 60-70 trn. L'APP est arrêté et remplacé par le QQE.
- La BoJ annonce qu'elle achètera pour ¥ 50 trn de JGB par an. Inclusion des JGB de maturité de 40 ans dans l'univers éligible. Passage de la maturité moyenne des achats de JGB de 3 à 7 ans.
- La BoJ annonce qu'elle achètera pour ¥ 1 trn d'ETF par an et pour ¥ 30 Mds de J-REITs par an.

31 octobre 2014

- Le rythme annuel d'expansion de la base monétaire prévu dans le QQE passe à ¥ 80 trn.
- La BoJ annonce qu'elle achètera pour ¥ 80 trn de JGB par an. Passage de la maturité moyenne des achats à 7 – 10 ans.
- La BoJ annonce qu'elle achètera pour ¥ 3 trn d'ETF par an (ETFs suivant le JPX-Nikkei) et pour ¥ 90 Mds de J-REITs par an.

18 décembre 2015

- Passage de la maturité moyenne des achats de JGB à 7 – 12 ans à partir de 2016.
- Annonce d'un nouveau programme d'achats d'ETF en plus du programme existant, d'un montant annuel de ¥ 300 Mds (ETFs suivant le JPX-Nikkei Index 400) à partir d'avril 2016.

29 janvier 2016

- Adoption d'un système de rémunération des dépôts à trois niveaux, avec un taux négatif de -0,10 % pour les réserves excédentaires.

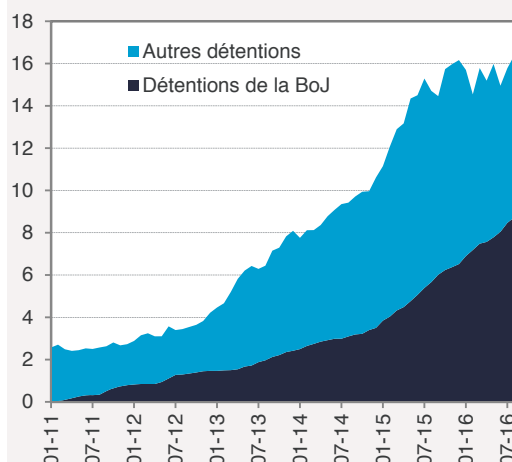
29 juillet 2016

- Passage du rythme annuel d'achats d'ETF à ¥ 6 trn.

21 septembre 2016

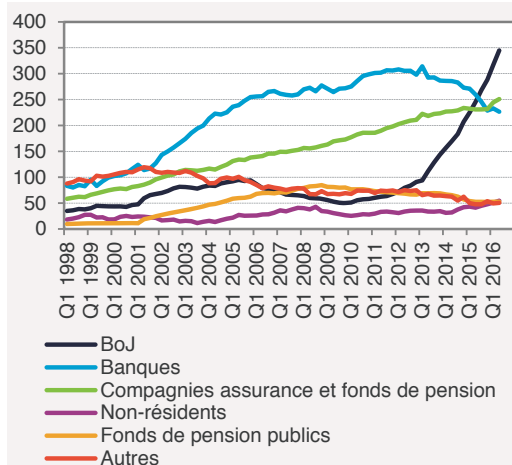
- Introduction du contrôle de la courbe des taux (« QE with Yield Curve Control ») ciblé sur le ciblage du taux court et du taux 10 ans (à 0 %).
- Le rythme annuel d'achats de JGB de ¥ 80 trn est maintenu.
- Engagement à poursuivre l'expansion de la base monétaire tant que l'inflation sous-jacente ne se sera pas installée de façon stable au-dessus de 2 %.
- Sur les ¥ 6 trn d'achats annuels d'ETF, 2,7 concernent le TOPIX et le reste sera réparti sur trois indices (TOPIX, Nikkei 225 et JPX-Nikkei 400) en fonction des montants émis.

4 Marché ETF japonais (trillions ¥)



Source : Datastream, Recherche Amundi

5 Détention des JGBs (trillions ¥)



Source : Datastream, Recherche Amundi



4 Quelles seraient les conséquences d'une élection de D. Trump pour le FOMC ?

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

Declarations de Donald Trump sur la Réserve fédérale et Janet Yellen, la présidente de la Fed.

« Janet Yellen (la présidente de la Fed) est une personne très « politisée » et si elle ne relève pas les taux d'intérêt, c'est pour une raison très simple : Obama lui interdit de le faire car, d'ici un an, il veut continuer à jouer au golf et s'adonner à d'autres passe-temps, et il ne veut pas qu'une bulle éclate pendant son mandat ». Conférence de presse, New York, novembre 2015.

« Il est très important d'auditer la Réserve fédérale et pourtant Ted Cruz (ancien candidat à la nomination du parti républicain pour l'élection présidentielle de 2016) n'a pas participé au vote de la loi qui aurait permis de mener ce processus d'audit ». Tweeter, février 2016.

« Je pense qu'elle (Janet Yellen) a fait un travail correct ». « Je ne ferai pas de commentaires sur le renouvellement de son mandat mais je ne serai pas contre l'arrivée de nouvelles têtes. ». Interview dans Fortune, avril 2016.

« Absolument », réponse de D. Trump lorsqu'on lui a demandé s'il soutiendrait des propositions qui réduiraient les pouvoirs de la Fed et permettrait au Congrès d'auditer le processus décisionnel de la banque centrale américaine. Interview dans Fortune, avril 2016.

« Lorsque son mandat (celui de Janet Yellen, présidente de la Fed) sera terminé, je la remplacerai très probablement car cela me semblerait une décision appropriée ». Entretien sur CNBC, mai 2016.

« [Les taux] restent à zéro car c'est une personne (Janet Yellen) manifestement politisée et elle fait ce que B. Obama lui dit de faire. Je sais que cela ne devrait pas se passer de cette manière, mais c'est la raison pour laquelle [les taux] sont bas. » Janet Yellen devrait « avoir honte d'elle-même ». Entretien sur CNBC, septembre 2016.

« En maintenant les taux d'intérêt à ce niveau, la Fed est clairement politisée [sic] Et croyez-moi : le jour où B. Obama s'en ira et qu'il passera le reste de sa vie à jouer au golf, le jour où les taux d'intérêt seront relevés, les choses prendront vraiment une mauvaise tournure car la Fed ne fait pas son travail. » « La Fed est plus politisée que la secrétaire d'État Clinton. ». 1^{er} débat présidentiel Clinton/Trump, 27 septembre 2016.

Un sujet plutôt inhabituel a été évoqué lors de la conférence de presse de la présidente de la Fed Janet Yellen qui a suivi le FOMC de septembre : la politique. Janet Yellen a déclaré avec force : « Nous ne parlons pas de politique lors de nos réunions et nous n'en tenons pas compte dans nos décisions » et « Je vous le dis très franchement, la politique partisane ne joue aucun rôle dans nos décisions ». Bien que la Fed ait toujours pris soin de mettre en avant son indépendance vis-à-vis du pouvoir politique, « l'influence de la politique sur les décisions de politique monétaire » est un sujet récurrent, faisant son apparition à chaque élection.

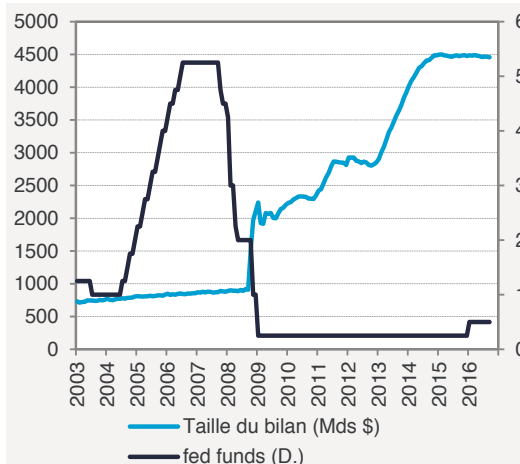
L'essentiel

Le thème des relations entre la Fed et le pouvoir politique a pris une importance inhabituelle cette année, étant donné la teneur des déclarations de Donald Trump au sujet de la Fed et sa percée dans les sondages lors des dernières semaines.

Beaucoup de questions se posent sur l'avenir de la Fed sous une possible administration Trump. Une question en particulier devient de plus en plus pertinente et récurrente : dans l'hypothèse où Donald Trump remportait l'élection présidentielle, pourrait-il pousser Janet Yellen vers la sortie ?

Selon nous, un limogeage de Janet Yellen semble trop compliqué à organiser et donc très improbable. L'évolution de la composition du FOMC dépendra de façon cruciale du résultat des élections pour le Sénat. Dans une hypothèse Donald Trump président – sénat républicain, le camp des « faucons » gagnerait du poids mais pas suffisamment pour réellement rebattre les cartes au sein du FOMC. En cas de victoire de Hillary Clinton, le FOMC resterait durablement « colombe ».

1 Fed : taux directeur et taille de bilan



Source : Datastream, Recherche Amundi

Mais ce thème a pris encore plus d'importance cette année, étant donné la teneur des déclarations de Donald Trump au sujet de la Fed (cf. citations ci-dessus) et sa percée dans les sondages lors des dernières semaines. Beaucoup de questions se posent sur l'avenir de la Fed sous une administration Trump, en particulier s'agissant du remplacement de Janet Yellen, la présidente actuelle du FOMC. **M. Trump pourrait-il licencier Janet Yellen ?**

Pour répondre à cette question, il est essentiel de bien comprendre comment les membres du Conseil des Gouverneurs (« Board of Governors ») sont nommés. La section 10 du *Federal Reserve Act* stipule que le Conseil des Gouverneurs est composé de sept membres, nommés par le président et confirmés par le Sénat¹. Parmi ces membres, le président des États-Unis nomme le président et le vice-président pour un mandat de quatre ans, qui peut être renouvelé après confirmation du Sénat. Chaque membre du Conseil doit effectuer un mandat de quatorze ans « *sauf révocation anticipée motivée par le président* ». Bien que cette dernière phrase implique que le président peut bel et bien renvoyer l'un des membres du Conseil des gouverneurs, des conditions très spécifiques doivent être remplies : selon la loi, mettre fin à un contrat « sur motivation » (« *for cause* ») est une décision censée répondre uniquement à des actes graves ou des omissions commis par un employé qui ont une incidence très négative sur l'activité de l'entreprise. Ainsi, Donald Trump devrait d'abord prouver une éventuelle faute professionnelle de la part de J. Yellen, ce qui n'a rien à voir avec le fait d'être d'accord ou non avec sa politique.

Même si Donald Trump trouve des soutiens pour licencier Janet Yellen « for cause », ce qui suivrait ne serait pas aussi clair que ce l'on pourrait penser car 1) Janet Yellen pourrait solliciter la Cour Suprême contre la décision du président et la Cour pourrait lui donner raison comme dans l'affaire qui opposa les exécuteurs testamentaires de William Humphrey et l'État américain en 1935². En outre, 2) même si Donald Trump licencie Janet Yellen et nomme quelqu'un d'autre au Conseil des Gouverneurs en tant que président(e) du FOMC, il aura besoin du feu vert du Sénat à deux reprises, ce qui sera difficile à obtenir et pourrait prendre des mois, et 3) en l'absence d'un ou d'une présidente, le *Federal Reserve Act* stipule que le/la vice-président(e) doit assumer le rôle de président(e). En d'autres termes, Stanley Fischer, dont on sait que les opinions de politique monétaire sont proches de celles de Janet Yellen, assumerait le rôle de président et la situation globale ne changerait guère. **Remplacer Janet Yellen semble donc une tâche trop compliquée, ce qui rend son licenciement très improbable.** Président, Donald Trump se contenterait vraisemblablement de ne pas reconduire le mandat de présidente de Janet Yellen (mandat expirant en février 2018) mais celle-ci resterait tout de même membre du Conseil des Gouverneurs (mandat expirant en 2024).

Le résultat des élections au Sénat sera décisif pour la composition du FOMC. Actuellement, le Conseil des Gouverneurs n'est composé que de cinq membres alors qu'il est censé en avoir sept, deux membres dont le mandat a expiré n'ayant pas encore été remplacés. Le président B. Obama a proposé deux personnes pour le Conseil des Gouverneurs en 2015 : Allan Landon (ancien directeur général de Bank of Hawaii) et Kathryn Dominguez (professeur d'économie à l'Université du Michigan). Toutefois, le Sénat, contrôlé par les Républicains depuis les élections de 2014, n'a pas encore confirmé ces nominations. **Si le Sénat est du même bord que le prochain président, ce dernier pourra nommer deux nouveaux membres au Conseil des Gouverneurs. Il faut garder à l'esprit qu'à de nombreuses reprises ces dernières années, les membres républicains du Congrès ont critiqué la Fed, estimant qu'elle maintenait des taux trop faibles pendant une période trop longue, et ont appelé de leurs vœux un durcissement de la politique.**

¹ Cf. *Federal Reserve Act, Section 10*: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section%2010.htm>

² *Le président Roosevelt avait licencié M. William Humphrey, membre de la Federal Trade Commission, en raison de divergences politiques. La Cour Suprême avait pris parti pour M. Humphrey en précisant que les divergences politiques ne pouvaient servir de motivation à un licenciement.*



Chaque membre du Conseil doit effectuer un mandat de quatorze ans « sauf révocation anticipée motivée par le président »



Remplacer Janet Yellen semble donc une tâche trop compliquée, ce qui rend son licenciement très improbable



Si D. Trump est élu et que le Sénat reste républicain, le président pourra nommer deux Gouverneurs hawkish. Cette perspective est particulièrement intéressante lorsque l'on recompte les membres votants du FOMC dans cette hypothèse :

- Les 5 gouverneurs *dovish* + W. Dudley (le président de la Fed de New York)
- Les 2 nouveaux gouverneurs (probablement *hawkish*)
- 4 présidents de Fed régionales (dont le mandat est d'un an sur une base tournante).

Les présidents de Fed régionales ont durci leur discours ces derniers temps (trois hawkish ont voté en faveur d'une hausse de *fed funds* lors du FOMC de septembre). Par conséquent, si D. Trump devient président et que le Sénat reste républicain, l'équilibre des pouvoirs au sein de la Fed serait sensiblement modifié. Toutefois, même si les rangs du camp des hawkish grossissaient, cela ne leur permettrait pas d'obtenir la majorité des votes. Mais comme l'a montré le départ de Minouche Shafik de son poste de gouverneur adjoint de la Banque d'Angleterre mi-septembre, même les banquiers centraux peuvent démissionner...

Quelle la date de fin des mandats des gouverneurs ?

- **Janet Yellen** : son mandat de présidente du FOMC se termine le 3 février 2018. Son mandat de gouverneur s'achève le 31 janvier 2024.
- **Stanley Fischer** : son mandat de vice-président du FOMC se termine le 12 juin 2018. Son mandat de gouverneur s'achève le 31 janvier 2020.
- **Daniel Tarullo** : son mandat de gouverneur s'achève le 31 janvier 2022.
- **Jerome Powell** : son mandat de gouverneur s'achève le 31 janvier 2028.
- **Lael Brainard** : son mandat de gouverneur s'achève le 31 janvier 2026.

> Quelles conséquences des élections sur les marchés de taux ?

Une victoire de Donald Trump affecterait le peso mexicain et dans une moindre mesure le dollar canadien. Nous avons pu constater que l'évolution de certaines variables financières a été corrélée avec l'évolution des sondages portant sur l'élection présidentielle américaine. C'est surtout l'évolution de la parité USD/MXN qui a retenu l'attention. Chaque percée de Donald Trump dans les sondages a joué négativement sur le peso mexicain. Même chose dans une moindre mesure pour le dollar canadien. L'explication se trouve dans le fait que Donald Trump propose de renégocier les accords NAFTA, les accords de libre-échange liant les États-Unis, le Canada et le Mexique que le candidat républicain estime trop en défaveur des États-Unis. À court terme, une victoire de Donald Trump aux élections jouerait très négativement sur le peso mexicain et dans une moindre mesure sur le dollar canadien. Sur le plus long terme, les conséquences sont moins claires car l'action du président dépendra de la couleur politique du Congrès.

Une situation qui n'est pas sans rappeler le vote sur le Brexit. La situation n'est pas sans rappeler la période qui avait précédé le référendum britannique sur l'appartenance à l'Union européenne (« Brexit ») : la livre était fortement corrélée à la probabilité de « Bremain ». **Si la majorité des observateurs estimaient à tort que le « Bremain » gagnerait, il est intéressant de voir que les corrélations observées avant le vote donnaient des indications pertinentes sur l'évolution de nombreuses variables après le vote.** La livre a lourdement chuté après le vote. La probabilité de « Bremain » était également positivement corrélée à l'évolution des taux longs : avec la victoire du Brexit, les taux longs ont été entraînés à la baisse un peu partout (Royaume-Uni bien sûr, mais aussi Allemagne, Japon et États-Unis).

Une victoire de Trump ferait se pentifier la courbe des taux américaine. Récemment, les taux longs américains ont été positivement corrélés avec les performances de Donald Trump dans les sondages : meilleures étaient les intentions de vote en sa faveur, plus hauts étaient les taux longs. Cela tient principalement à deux choses. Comme nous le discutons dans ce texte, Donald Trump a fait un certain nombre de déclarations très agressives au sujet de la Fed, dont il aimerait que la politique de relèvement de taux soit plus rapide. Même si nous



Le résultat des élections au Sénat sera décisif pour la composition du FOMC



montrons que cela serait très compliqué dans les faits, les marchés associent Donald Trump à une Fed plus *hawkish* sur le long terme, ce qui fait monter les taux longs. Toutefois, la situation pourrait devenir paradoxale sur le court terme car une victoire de Donald Trump ferait lourdement chuter le MXN et le CAD qui représentent un quart du panier de devises suivi par la Fed, ce qui rendrait encore plus compliqué pour le FOMC de remonter les taux à court terme. **Le deuxième argument tient au projet fiscal de Donald Trump** : une forte réduction des impôts entraînerait une forte hausse du déficit et donc une forte augmentation des émissions nettes de titres du Trésor. Cela jouerait très négativement sur les titres du Trésor.

En revanche, dans le scénario le plus probable selon les sondages (Hillary Clinton serait élue président et le Sénat repasserait démocrate), Hillary Clinton pourrait aisément nommer deux membres « dovish » pour les deux postes vacants dans le Comité des Gouverneurs du FOMC, ce qui assurerait une composition de FOMC « dovish » pendant encore plus longtemps, ce qui est positif pour les titres du Trésor.



5 Le programme d'achat d'obligations d'entreprise (CBPS) de la Banque d'Angleterre (BoE) est lancé

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique*

Le 12 septembre, la Banque d'Angleterre a publié de nouvelles informations sur son Programme d'achat d'obligations d'entreprise (CBPS) de 10 milliards de livres sterling (GBP), initialement annoncé le 4 août. Ce programme a débuté le 27 septembre. L'acronyme choisi par la BoE (CBPS) ressemble sensiblement à celui utilisé par la BCE pour son propre dispositif (CSPP). Toutefois, l'approche retenue par la BoE est assez différente de celle de sa consœur européenne. Il n'est donc pas inutile de s'intéresser en détail à ce second programme d'achat d'obligations d'entreprise européen et de le comparer au CSPP de la BCE.

Principales caractéristiques du CBSP de la BoE et comparaison avec le CSPP de la BCE

Selon un communiqué récent, « *La Banque d'Angleterre envisage d'acheter, via le CBSP, un portefeuille d'au maximum de 10 milliards GBP composé d'obligations d'entreprise de la catégorie investment grade [...]* ». A l'instar de la BCE, la BoE privilégie les titres d'entreprises non financières. Les règles d'éligibilité des deux programmes sont toutefois très différentes. Premièrement, la BCE n'a pas fixé de volume d'émissions minimum et, parallèlement, elle a réparti ses achats sur un nombre très élevé d'obligations. Elle a également inclus les titres de petites entreprises dans son programme. Enfin, elle vise exclusivement des obligations d'entreprises basées dans la zone euro. En revanche, la BoE privilégie de grands émetteurs. Elle a non seulement fixé un encours minimum de dette en circulation de 100 millions GBP, mais elle a aussi choisi de n'y inclure que les « *émissions d'entreprises apportant une contribution importante à l'économie britannique, afin d'avoir un impact plus large sur la relance de l'économie* ». Selon la BoE, plusieurs facteurs constituent pour les entreprises une « *contribution importante* » à l'économie domestique. Il s'agit notamment du niveau d'emploi, des revenus en volume, du nombre de client et/ou du nombre de sites opérationnels. Si l'on applique ces critères, une part importante (40 %) de la dette d'entreprise éligible au programme de la BoE est émise par des entreprises basées en dehors du Royaume-Uni. Les émetteurs américains représentent environ 16 % des 110 milliards de GBP de la dette éligible; en dehors des émetteurs britanniques, le solde est représenté principalement par des entreprises des pays du cœur de la zone euro. Compte tenu de ces critères et des compositions différentes entre les marchés du crédit en livre sterling et en euro, la répartition sectorielle des programmes des deux banques centrales sera probablement différente. Le 12 septembre, la BoE a publié une liste détaillant la part de chaque secteur dans l'univers éligible. La BoE fera tout son possible pour respecter ces proportions pendant la vie du portefeuille.

Une comparaison sectorielle entre la répartition des achats du CSPP de la BCE et le tableau publié par la BoE montrent que la principale différence concerne le secteur des services aux collectivités. Ce secteur ne représente que 22 % des achats de la BCE, soit légèrement moins que la pondération de l'indice de référence. Parallèlement, 40 % des 110 milliards GBP investis dans des instruments jugés éligibles par la BoE appartiennent au secteur des *utilities*. Les secteurs industriel (poids de 9 % dans le CSPP vs. 14 % visés par la BoE) et des biens de consommation (poids plus faible dans le cadre du CBPS) présentent aussi des différences notables. Le portefeuille de la BCE est donc bien plus diversifié au niveau sectoriel, alors que celui de la BoE sera probablement plus concentré. Les assureurs sont exclus du programme de la BoE mais intégrés dans celui de la BCE. Comme nous l'avons déjà expliqué, cette caractéristique s'explique aussi par l'approche bien plus sélective et qualitative de la BoE.

Autre différence majeure entre le CSPP et le CBPS, la mise en œuvre des programmes. La BoE va organiser des rachats par adjudication (*reverse auctions*) trois fois par semaine en visant des gisements spécifiques d'obligations émises depuis au moins 3 mois, et en intervenant uniquement sur les marchés secondaires. De son côté, la

L'essentiel

Au milieu du mois de septembre, la Banque d'Angleterre a publié de nouvelles informations sur son Programme d'achat d'obligations d'entreprise (CBPS) de 10 milliards de GBP annoncé le 4 août et lancé fin septembre.

L'approche retenue par la BoE est assez différente de celle de la BCE; dans cet article, nous revenons sur les principales caractéristiques de ces deux programmes et sur leur premier « effet d'annonce » au niveau des *spreads*. Nous cherchons également à connaître leur impact potentiel sur les marchés du crédit au regard de leur taille, de leur largeur et de leur profondeur.

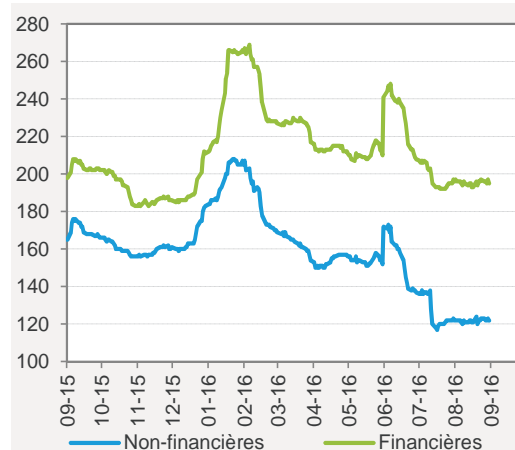


Une grande partie de la dette éligible appartient au secteur des *utilities*



1

Sterling IG : OAS, en p.b.



Source: Bloomberg, Recherche Amundi

BCE va procéder à des achats bilatéraux d'*open market* et intervenir directement sur le marché primaire, même si son activité sur ce marché, bien qu'en augmentation, reste pour l'instant limitée (6 % du total des achats à l'heure où nous écrivons).

Impacts sur les marchés: les effets potentiels pourraient être très différents, en fonction des secteurs

Selon sa liste, la BoE cherchera à acheter 271 obligations de 92 émetteurs différents. Près de 85 % (ou 92 milliards GBP) des 110 milliards GBP de l'univers sont inclus dans l'indice de référence des obligations d'entreprise *investment grade* libellées en GBP. Toutefois, les segments de l'indice de référence des obligations IG en GBP qui sont visés ne représentent qu'environ 1/3 du marché de la dette d'entreprise en livre sterling, et moins de 50 % de l'univers des titres non financiers (194 milliards GBP). Nous l'avons dit, le programme d'achat de la BoE fait la part belle au secteur des services aux collectivités, qui représentent 40 % des titres visés. En outre, comme le périmètre sélectionné ne représente qu'un tiers du marché, l'éligibilité semble relativement biaisée. Une proportion importante de la dette des entreprises des services aux collectivités est éligible, alors que dans d'autres secteurs (comme les industries de base et le transport) seule une petite partie de dette en circulation est visée par la BoE. Sur le plan des maturités et des notations, le portefeuille de la BoE sera probablement en ligne avec l'indice de référence, dont la durée est relativement longue et la notation moyenne de A3: 60 % de la dette éligible est concentrée sur les segments notés A et BBB, avec une échéance résiduelle de plus de 10 ans.

L'impact de l'annonce sur les spreads: comparaison des marchés du crédit en GBP vs. EUR

Lors des jours qui ont suivi l'annonce du programme CSPP par la BCE en mars 2016, les *spreads* des obligations d'entreprises financières et non-financières en euro se sont resserrés de 19 pb et de 14 pb, respectivement. En valeur relative, cette évolution correspond à une compression des *spreads* de 13 % et 9 %, respectivement. Quelques jours après l'annonce de la BoE le 4 août, les *spreads* des titres en GBP se sont contractés de 20 pb pour les titres non-financiers, et d'environ 10 pb pour les titres financiers (contraction des *spreads* de 14 % et de 5 %, respectivement, en valeur relative). Dans les deux cas, ce sont les titres visés par les achats qui ont subi l'impact le plus prononcé. Le resserrement des *spreads* en valeur absolue et relative a été plus marqué pour les obligations non-financières que pour les titres financiers. Les services aux collectivités ont surperformé dans l'univers des obligations d'entreprise en GBP: au cours des jours qui ont suivi l'annonce, les *spreads* du secteur se sont resserrés en moyenne de 24 pb, voire même de 16 % par rapport à leur niveau du 4 août.

Si la BoE vient tout juste de lancer son programme, la BCE achète des obligations depuis déjà des semaines. Il serait donc prématuré de tirer des conclusions sur les effets des deux programmes. A l'heure où nous écrivons, l'impact est toujours plus important sur le marché en euro, même si l'épisode du Brexit est intervenu juste au moment où la BCE commençait ses achats d'obligations d'entreprise.

Conclusion

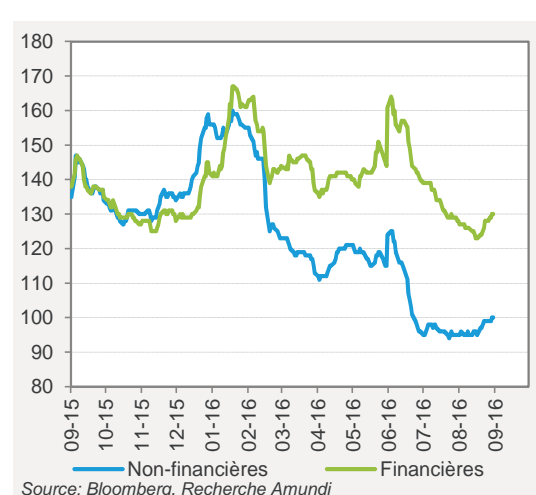
La BoE vient tout juste de lancer ses achats d'obligations d'entreprise libellées en livre sterling. Par conséquent, il est trop tôt pour tirer des conclusions définitives sur la capacité des deux programmes à maintenir des *spreads* faibles. L'effet d'annonce sur les obligations non-financières a été semblable à celui de la BCE en mars. Toutefois, si le programme de la BCE vise l'ensemble du marché en euro et se concentre sur les émetteurs domestiques, la BoE fait preuve d'une plus grande sélectivité concernant les émetteurs, la taille et les secteurs, une proportion élevée de dette non domestique étant comprise dans le programme. Ces écarts auront probablement des incidences différentes sur les marchés. Compte tenu de la différence de taille entre les deux programmes, l'impact sur le marché sera probablement plus important pour les obligations d'entreprise en euro. D'autant plus que le marché primaire est compris dans le programme CSPP de la BCE. Toutefois, certains segments du marché des obligations en livre sterling vont sûrement connaître un impact supérieur à la moyenne des obligations d'entreprise en euro.



L'effet d'annonce a été semblable à celui de la BCE en mars



2 EUR IG : OAS, en p.b.



La BoE se montre plus sélective en termes d'émetteurs, de taille et de secteurs

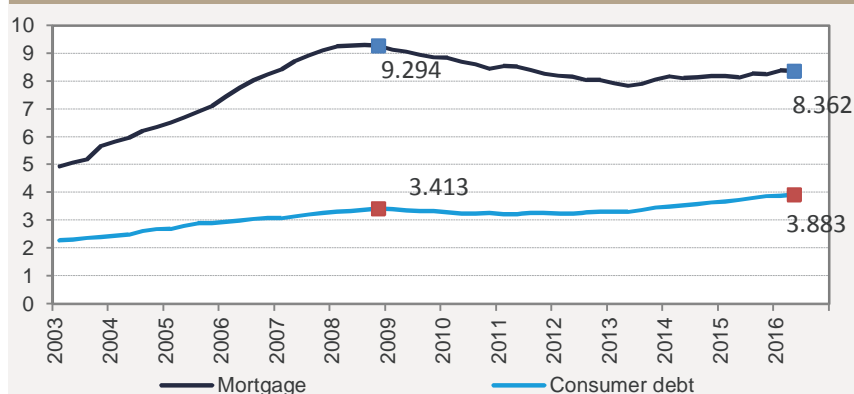


6 Endettement des ménages américains : les habitudes ont la vie dure

VALENTINE AINOZ, *Stratégie et Recherche Économique*

Contrairement à ce que l'on a observé en Europe, les ménages américains se sont fortement désendettés lors des premières années qui ont suivi la crise de 2008. Puis, la dette des ménages est repartie à la hausse en 2013 pour atteindre 12.29 trillions de dollars au 30 juin 2016 (augmentation de plus 10 % en trois ans). Il n'y a toutefois pas de risque d'une crise imminente en ce qui concerne la dette des ménages aux États-Unis. Le volume de dette reste toujours inférieur de plus de 3 % par rapport au pic de 2008. De plus, la dette exprimée en fonction du revenu disponible n'a cessé de baisser depuis 2008. Il convient toutefois de ne pas être d'un optimisme béat car certains segments de la dette des ménages connaissent une évolution préoccupante.

Endettement des ménages US en trillion de dollars)



Source : Datastream, FRBNY, Recherche Amundi

Les risques associés à la dette hypothécaire demeurent sur des niveaux historiquement faibles. Rappelons que les prêts hypothécaires représentent 68 % de l'endettement global des ménages. L'environnement actuel diffère totalement de celui observé en 2008, où la dette hypothécaire avait atteint des niveaux explosifs.

- Les encours de dette hypothécaire ont atteint 8,4 trillions de dollars au 30 juin 2016, un niveau toujours inférieur de plus de 10 % par rapport au pic de 2008. La dernière communication de la Federal Reserve Bank of New York témoigne même d'une baisse des encours de 7 Mds de dollars au deuxième trimestre 2016.
- La réglementation s'est durcie ces dernières années afin de mettre fin aux dérives d'avant la crise: les crédits hypothécaires sont désormais accordés quasi uniquement aux ménages qui disposent d'excellents scores de crédit. Sur la période 2006- T3 2008, 12 % des nouveaux prêts hypothécaires étaient accordés à des ménages dit « subprime » i. e. ayant une cote de crédit inférieure à 620. Ce pourcentage a chuté à 3,7 % au Q2 2016.
- Conséquence positive: le taux de défaut sur les encours de dette hypothécaire n'a cessé de reculer depuis le pic de 8,8 % atteint en 2010 pour atteindre 1,8 % en juin dernier. Le nombre de nouvelles saisies immobilières a également atteint leur niveau le plus bas depuis 18 ans. **En revanche, les risques associés aux prêts à la consommation ont fortement augmenté.** Les prêts à la consommation ont contribué pour moitié à la hausse de la dette des ménages enregistrée depuis 2013. Le montant de ces prêts a atteint à la fin du deuxième trimestre 3,9 trillions de dollars, un niveau largement supérieur au pic atteint en 2008. Les prêts à la consommation sont essentiellement constitués par les prêts étudiants (32 % des encours), les prêts auto (31 %) et les encours de carte de crédit (20 %). Ces trois segments présentent des évolutions inquiétantes.

L'essentiel

Contrairement à ce que l'on a observé en Europe, les ménages américains se sont fortement désendettés lors des premières années qui ont suivi la crise de 2008. Puis, la dette des ménages est repartie à la hausse en 2013 pour atteindre 12.29 trillions de dollars au 30 juin 2016 (augmentation de plus 10 % en trois ans). Il n'y a toutefois pas de risque d'une crise imminente en ce qui concerne la dette des ménages aux États-Unis. Il convient toutefois de ne pas être d'un optimisme béat car certains segments de la dette des ménages connaissent une évolution préoccupante.

Les risques associés à la dette hypothécaire demeurent sur des niveaux historiquement faibles. L'environnement actuel diffère totalement de celui observé en 2008, où la dette hypothécaire avait atteint des niveaux explosifs. Les crédits hypothécaires sont désormais accordés presque uniquement aux ménages qui disposent d'excellents scores de crédit.

En revanche, les risques associés aux prêts à la consommation (étudiant, automobile et carte de crédit) ont fortement augmenté. Les volumes de prêts étudiants ont quasiment doublé entre fin 2008 et 2016. Cette situation est très médiatisée: aussi bien Hillary Clinton que Donald Trump ont promis de s'attaquer à ce problème en cas de succès à l'élection présidentielle. En revanche, la bulle sur les prêts automobiles et l'accélération de la croissance des encours de carte de crédit sont moins connues. De plus, le retour des ménages subprime sur ces segments laisse présager des hausses des taux de défaut dans les trimestres à venir.

“ Les crédits hypothécaires sont accordés essentiellement aux ménages qui disposent d'excellents scores de crédit ”

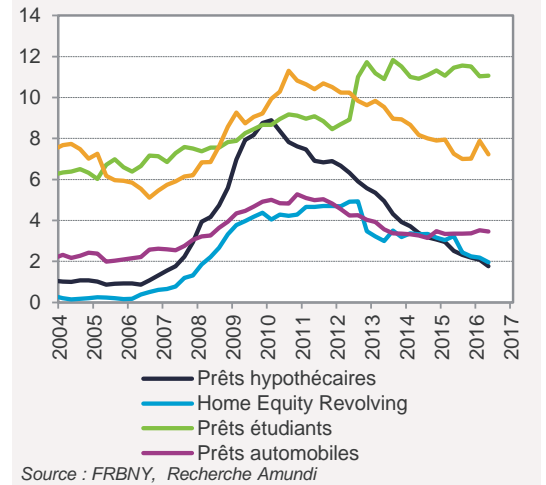
Les prêts étudiants se sont envolés entre fin 2008 et 2016 : ils ont quasiment doublé sur la période en passant de 660 Mds à 1260 Mds de dollars. Le taux de défaut sur ce segment s'est stabilisé autour de 11 %. Cette situation est très médiatisée : aussi bien Hillary Clinton que Donald Trump ont fait de ce thème un axe de leur campagne et ont promis de s'attaquer à ce problème en cas de succès à l'élection présidentielle.

La bulle sur les prêts automobiles est moins connue. Les Américains ont multiplié les prêts automobiles ces derniers trimestres, encouragés par le prix du pétrole et les conditions de financement attractives. Résultat : les ventes de véhicules aux États-Unis ont atteint des niveaux records, soutenus par le marché des SUV et des pick-up. L'industrie automobile bénéficie aujourd'hui de volumes de vente supérieurs à ceux que l'on pouvait observer avant la crise de Lehman. Les taux de défaut sur les prêts automobiles demeurent à ce jour relativement stables. Ils pourraient grimper dans les trimestres à venir car (1) les ménages « subprime » représentent plus de 20 % du total des prêts auto et (2) la maturité moyenne des prêts a fortement augmenté.

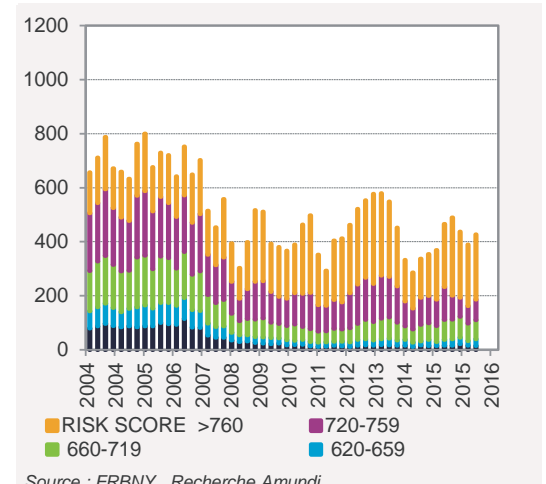
Autre inquiétude : l'accélération de la croissance de l'endettement sur les cartes de crédit avec +17 Mds \$ au deuxième trimestre, soit une des plus fortes hausses observées sur la décennie. L'utilisation des cartes de crédit fluctue avec les cycles économiques. Rappelons que la part des personnes ayant au moins une carte de crédit a atteint un sommet au cours du T2 2008 à 68 %. L'utilisation des cartes de crédit a par la suite fortement ralenti pour atteindre un point bas en 2013 à 59 %. Ce taux a depuis légèrement augmenté. Notons que comme sur le segment des prêts auto, les cartes de crédit font leur retour chez les ménages « subprime ».

Le bilan des ménages offre, à ce stade, une image générale peu inquiétante. Mais les Américains « subprime » profitent des conditions de financement ultra-avantageuses pour se réendetter via les prêts à la consommation. Une hausse des taux de défaut sur ces segments doit être anticipée dans les trimestres à venir. Nous devons être vigilants : la consommation est l'unique moteur de la croissance américaine.

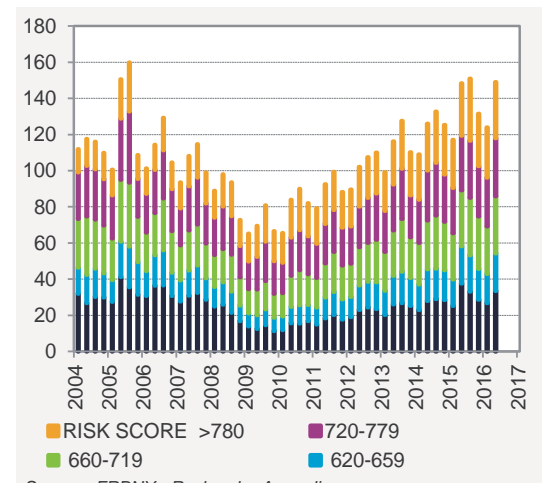
1 Taux de défaut (en %)



2 Octroi de prêts immobiliers par Credit Score (en Mds \$, par trimestre)



3 Octroi de prêts automobiles par Credit Score (en Mds \$, par trimestre)



7 Capturer les primes de liquidité grâce aux placements alternatifs

HEINRICH MERZ, *Directeur des Investissements – Gestion Alternative*

Avec les taux en baisse, les rendements qui deviennent négatifs, la compression des *spreads* et le durcissement des contraintes réglementaires, il nous semble que certains actifs moins liquides offrent des performances relatives plus élevées que ne le justifient leur illiquidité et le risque que celle-ci représente pour les investisseurs à long terme. C'est précisément leur manque de liquidité qui a préservé certains segments de marché contre les conséquences liées à la politique monétaire accommodante et les taux d'intérêt négatifs, alors que dans le même temps, la performance attendue dans des segments plus liquides a chuté de manière disproportionnée à cause de la hausse des valorisations.

Néanmoins, avant d'opter pour un placement moins liquide, il faut absolument poser la mise en garde suivante : seuls les investisseurs à long terme doivent chercher à profiter de cette prime, car l'horizon des passifs doit correspondre à celui des actifs. Le fait que ces titres ne disposent pas d'une liquidité journalière, voire trimestrielle, représente un véritable risque pour les investisseurs à court terme ou à effet de levier, qui peuvent avoir besoin de liquidités rapidement.

Risque, performance et liquidité

Depuis que Markowitz a créé la Théorie du Portefeuille Moderne, les universitaires et les professionnels des marchés cherchent à démontrer la véracité d'un des principes fondateurs de cette approche : risque = volatilité. Dans la pratique, la volatilité réalisée est facile à mesurer, mais elle n'est pas une représentation très fidèle du risque. Pour conserver la diversité des profils de rendement/risque dans une matrice de covariance, la prise en compte du risque de liquidité passe par un ajustement de la performance et de la volatilité en vue de faciliter les comparaisons entre actifs.

Prenons l'exemple d'un placement dans l'immobilier direct, valorisé tous les trimestres. En lissant la performance (auto-corrélation des prix), on obtient une volatilité mensuelle faible comparée à celle d'investissements immobiliers équivalents, mais valorisés en temps réel. Selon une certaine approche, le degré de lissage est identifié et la volatilité de l'actif moins liquide est ajustée à la hausse en conséquence¹. Dans une autre, on ajustera à la baisse la performance attendue afin de tenir compte du coût induit par l'impossibilité d'intervenir sur le marché à court terme, de rééquilibrer l'investissement, de profiter de nouvelles opportunités ou de modifier sa tolérance au risque dans le temps.² Certaines approches vont jusqu'à décomposer toutes les classes d'actifs en termes de facteurs (économiques et financiers) et se servent des représentations ainsi obtenues pour établir en interne des valeurs de risque, de performance et de corrélation cohérentes et comparables pour chaque investissement.³ Selon nous, c'est la démarche la plus solide pour une allocation d'actifs globale, mais elle n'est pas très efficace pour estimer la prime de liquidité disponible sur certains segments spécifiques.

Par conséquent, lorsque nous évaluons des gérants présents sur des segments moins liquides, nous cherchons à identifier des niches assorties d'un faible risque de perte en capital si l'investissement est détenu jusqu'à maturité, avec une performance prévue élevée (en cas de détention jusqu'à maturité) grâce à une exposition à d'autres facteurs de risque. C'est une approche fondamentale « *bottom-up* » à horizon long terme, qui vise à détecter un potentiel haussier en partant du principe que l'investisseur conservera sa position jusqu'à maturité. Nous vérifions en retour si la structure actif/passif du gérant correspond à celle de l'investissement sous-jacent.

¹ Lo, A. 2002. « *The Statistics of Sharpe Ratios.* » AIMR.

² Kinlaw, Kritzman et Turkington. Hiver 2013. « *Liquidity and Portfolio Choice.* » *Journal of Portfolio Management*, Vol. 39 Num. 2.

³ « *Asset Allocation: Risk Models for Alternative Investments* » ; Pedersen, Page et He ; FAJ mai/juin 2014.

L'essentiel

Avec la baisse des taux, la compression des *spreads*, le durcissement des contraintes réglementaires et le recours accru aux ETF, certains segments peu liquides du marché offrent des performances relatives plus élevées que ne le justifie leur illiquidité. Mais avant de se positionner sur ces segments, les spécialistes de l'allocation d'actifs doivent savoir que pour capter la prime d'illiquidité, il est essentiel de disposer de capital à long terme afin d'aligner le passif à l'actif.

Le surcroît de rendement de 3,5 % qu'offrent les obligations des petites entreprises américaines (entre 100 et 300 millions USD) par rapport aux titres des grandes entreprises (>300 millions USD) est révélateur d'une prime d'illiquidité. En fonction de leur degré de liquidité, certains segments du marché peuvent offrir une prime encore plus élevée, en particulier après les phases de dislocation des marchés.



Leur manque de liquidité a préservé certains segments de marché contre conséquences liées à la politique monétaire accommodante et les taux d'intérêt négatifs



Preuves de l'existence des primes de liquidité

La liquidité (le caractère négociable d'un actif sur un horizon de temps donné sans impact important sur son prix) dépend de très nombreux facteurs. Sur le marché du crédit, la liquidité est liée en particulier à la taille de l'émission et à sa complexité : en effet, les émissions de taille réduite ont une base d'investisseurs plus restreinte, font l'objet de moins de recherches et sont moins souvent négociées. Pour quantifier la prime de liquidité disponible, le Graphique 1 compare le rendement d'émissions obligataires de petite taille (entre 100 et 300 millions USD) avec d'autres émissions plus grandes (supérieures à 300 millions USD) sur le marché du crédit *high yield* américain.

Ces deux segments se caractérisent par des notations et des expositions sectorielles différentes ; ainsi, les émissions plus petites relèvent moins souvent du secteur de l'énergie, mais elles concernent davantage de titres moins bien notés. Cependant, une analyse plus détaillée révèle que ni l'une ni l'autre de ces caractéristiques n'expliquent des rendements aussi divergents depuis quelques années ; ceux-ci sont donc sûrement davantage dus au facteur de liquidité.

Ce sont les phases de tension des marchés et les réactions politiques à ces dernières qui semblent expliquer le plus probablement cette tendance divergente. Le *spread* entre les petites émissions et les grandes est passé d'environ 1 à 1,5 % pendant la crise souveraine européenne en 2011, puis à 2 % en 2015 pour atteindre cette année un plus haut historique à 3 %, dans un contexte de tensions accrues début 2016. Étonnamment, ce *spread* n'opère pas de retour à la normale quand les tensions s'apaisent (alors que les autres facteurs de risque ont tendance à se normaliser). Selon nous, ce phénomène est lié à la disponibilité accrue d'un instrument d'investissement liquide depuis quelques années : les ETF. Les phases de tensions déstabilisent les investisseurs les plus fragiles, et une fois la tempête passée, ceux-ci ont tendance à se réexposer via des ETF plutôt qu'avec des placements moins liquides. Peu à peu, ces véhicules représentent une proportion accrue des investissements dans la classe d'actifs, et ils ne participent pas aux émissions les plus petites pour des raisons de liquidité. Ces intervenants facilitent la normalisation du segment de marché le plus liquide, tandis que les titres moins liquides restent à la traîne indépendamment de leurs autres caractéristiques de risque.

Capter les primes de liquidité : le moment a son importance

Même si, comme on le voit dans le graphique, le potentiel est vaste, il est essentiel de se montrer très rigoureux dans la sélection des crédits, d'avoir le bon timing et de disposer d'un horizon de passif éloigné. De nombreux gérants, conscients que la prime de liquidité est historiquement élevée, proposent des structures d'investissement à long terme pour profiter astucieusement de ce segment. Les opportunités deviendront particulièrement intéressantes, selon nous, après les phases de dislocation des marchés (il devrait y en avoir davantage l'an prochain).

1 Écart de rendement entre Indice JPDE300 et Indice JPDE101



“ Selon nous, les opportunités deviendront particulièrement intéressantes sur ces segments après les phases de dislocation des marchés (qui devraient être plus nombreuses au cours des douze prochains mois) ”



8 Résultats du CAC 40 : un début de retournement ?

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique*

Alors que la valorisation des marchés d'actions s'est considérablement renchéri et que la politique très accommodante des banques centrales commence à montrer ses limites, **les résultats des entreprises vont de nouveau focaliser l'attention des investisseurs. Le moment est donc propice pour se pencher sur les résultats semestriels du CAC 40**, qui, après deux vagues de déclin – lors de la grande crise financière de 2008-2009, puis lors de la crise souveraine 2011-2013 – **semblent enfin marquer un début d'inflexion**. En effet, **avec seulement deux sociétés en perte au S1 2016** – Bouygues et Nokia – contre cinq en moyenne de 2013 à 2015, et jusqu'à neuf au S2 2008, S1 2009 et S2 2012, **cette saison des résultats se démarque des précédentes** (cf. graphique 1).

Un examen plus approfondi montre toutefois une réalité plus nuancée. Sur le front de l'activité tout d'abord, celle-ci n'a pas enregistré de véritable redémarrage et la marge opérationnelle a stagné. En revanche, la marge avant impôt a bondi et le désendettement s'est amplifié.

Concernant l'activité, le chiffre d'affaires cumulé des sociétés du CAC 40, a baissé de **-2 %** au S1 2016, **voire de -4 % à périmètre comparable** pour tenir compte des rapprochements entre Alcatel-Lucent/Nokia d'une part et Lafarge/Holcim d'autre part. Cette baisse est toutefois à relativiser car elle est principalement le fait de l'énergie et des matériaux de base. Ces deux secteurs regroupés sous le vocable de « *commodities*¹ » affichent en effet un recul de 21 %. Hors « *commodities* », le chiffre d'affaires des sociétés du CAC 40 serait donc demeuré quasiment stable (+1 % en réel et -1 % à périmètre comparable), voire en légère hausse compte tenu d'un effet change pénalisant. En effet, si l'euro n'a guère varié contre dollar, il s'est apprécié de près de 5 % contre le yuan et la livre sterling et de 20 % contre le rouble, le real et le rand. Ces monnaies représentant ensemble 20 % de la facturation du CAC 40, dont 5 % pour la Chine et 5 % pour le Royaume-Uni, toutes choses égales par ailleurs, les ventes du CAC 40 ont donc été pénalisées par un effet change négatif d'environ 2,5 %.

Compte tenu de cette activité mitigée, la marge opérationnelle du CAC 40 a stagné (9,4 % contre 9,5 % au S1 2015). En revanche, **la marge avant impôt a nettement progressé** (8,9 % contre 8,2 % au S1 2015) et retrouvé son meilleur niveau depuis cinq ans (cf. graphique 2). Cette amélioration est liée d'une part à la réduction des charges exceptionnelles et d'autre part à l'amélioration du solde financier. Concernant ce dernier, son amélioration est non seulement liée à la baisse des taux d'intérêt mais également à un désendettement considérable ; la dette nette² du CAC 40 s'étant réduite de 25 % au cours des cinq dernières années, dont la moitié au seul titre de 2015. La pression fiscale étant demeurée inchangée d'un semestre sur l'autre (25 %), le résultat net cumulé du CAC 40 s'est établi à 41 Mds d'euros, en hausse de +7 % par rapport au S1 2015.

Si les résultats du CAC 40 commencent à se redresser, il n'y a toutefois pas de quoi pavoiser puisque ceux-ci, exprimés en BPA, demeurent 29 % en dessous de leur pic de 2007. Par comparaison, la performance française se situe dans la seconde moitié du peloton européen, à mi-chemin entre l'Espagne et le Royaume-Uni et à bonne distance du trio de tête européen – dans l'ordre, Suède, Allemagne et Suisse – qui a pratiquement comblé son retard depuis 2007. Ne parlons pas bien sûr des États-Unis qui sont à plus de 30 % au-dessus de leur point de départ initial ! (cf. graphique 3).

Pourquoi un tel retard ? Au-delà du cas français, le retard des BPA de la zone euro par rapport aux États-Unis est attribuable à **plusieurs phénomènes** :

L'essentiel

Les résultats du CAC 40 ont marqué un début d'inflexion au S1 2016. Les progrès sont toutefois inégaux avec un mieux certain en matière de résultat net et d'endettement mais une atonie persistante en matière d'activité et de marge opérationnelle. Par ailleurs ces résultats demeurent très en retrait par rapport à 2007. Ce redressement va-t-il se poursuivre ?

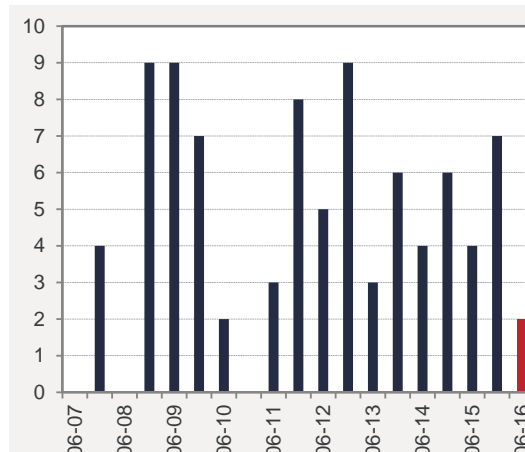
Sur 2016 et 2017, nous sommes plus optimistes que le consensus qui entrevoit une stabilisation des résultats suivie d'une hausse de 10 %. À plus long terme, les facteurs mécaniques de rebond tendant à se dissiper, les nouveaux progrès seront plus étroitement tributaires de l'activité et des gains de productivité.



Les résultats du CAC 40 ont enfin marqué un point d'inflexion au S1 2016



1 **CAC 40: Nombre de sociétés en perte par semestre**



Source : Factset, Recherche Amundi

¹ L'appellation « *commodities* » regroupe trois sociétés du CAC 40 : Arcelor-Mittal, Technip et Total.

² Dettes nettes hors secteur bancaire.

un déficit de croissance, une devise trop forte, une moindre réactivité des entreprises et une plus grande sensibilité de leurs marges.

Concernant la **croissance**, en cumul, de 2007 à 2015, le PIB nominal⁹ américain a cru +25 % contre +13 % en zone euro et +12 % en France ! Par ailleurs, sur ce même laps de temps, la France et la zone euro ont connu une répétition de crise — avec deux récessions au lieu d'une seule aux États-Unis — ce qui a achevé de fragiliser les entreprises. Au total, même si les sociétés du CAC 40 sont très largement internationalisées, l'atonie du marché domestique a été d'autant plus pénalisante, que sa profitabilité est généralement supérieure à la moyenne.

S'agissant du **change**, si l'euro s'est nettement déprécié depuis mi-2014, il n'empêche que de fin 2007, à cette date, il s'est échangé en moyenne à 1,37 contre dollar ; une surévaluation manifeste qui a pénalisé les entreprises françaises, que ce soit en termes de pertes de parts de marché (chiffre d'affaires) ou de *pricing power* (profitabilité).

Concernant la **réactivité** des entreprises, l'ajustement des effectifs du CAC 40 n'est que relativement récent. Ainsi, après avoir nettement augmenté de 2007 à 2011 (+9 %), ce n'est que depuis lors que les effectifs ont décliné (-6 % de 2011 à 2015). Par comparaison, aux États-Unis, de 2007 à 2009, au plus fort de la crise, les cinquante plus grosses sociétés du S & P 500 avaient instantanément gelé leurs effectifs (-2 %). Et ce n'est qu'à partir du moment où leur horizon s'est dégagé, qu'elles ont timidement commencé à réembaucher (+0,9 % en moyenne de 2010 à 2015).

S'agissant de la **sensibilité** des profits, les entreprises du CAC 40 sont plus cycliques que celles du S & P 500, avec notamment une exposition cumulée à la Finance, à la Consommation discrétionnaire et à l'Industrie de 48 % contre 35 % aux États-Unis. Par ailleurs, leurs marges sont — dans l'ensemble et en moyenne de cycle — moins élevées qu'outre-Atlantique. Ainsi, au cours des dix années précédant la Grande Crise Financière (1999-2008), la marge nette du CAC 40 a été de 4,4 % contre 7,9 % pour le S & P 500. Par ailleurs, à la veille de la crise (juin 2007), celles-ci culminaient respectivement (sur 12 mois glissants) à 7,7 % pour le CAC 40 et 9,4 % pour le S & P 500. Cette plus grande cyclicité et cette moindre profitabilité amplifient les variations des résultats à la hausse comme à la baisse. Mais comme, la France et la zone euro n'ont connu jusqu'à qu'une succession de crises rapprochées, ce balancier a clairement joué en défaveur du CAC 40.

Quid de l'avenir ? Alors qu'une timide inflexion des résultats a commencé à se dessiner au 1^{er} semestre 2016, ce mouvement va-t-il s'amplifier ? **Le consensus Sell-Side table sur une stabilisation des BPA 2016 suivie d'une hausse de 10 % en 2017 et 11 % en 2018. Pour notre part, nous sommes plus optimistes sur 2016 et 2017 mais encore dans l'expectative sur 2018.** D'après nos estimations, résumées ci-dessous, le résultat net cumulé du CAC 40 progresserait ainsi de 10 % dès 2016 et d'au moins autant en 2017.

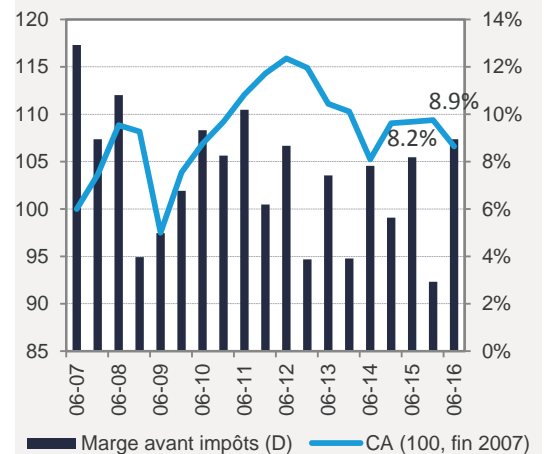
On observera tout d'abord que, **le principal ingrédient qui a manqué, jusqu'à présent était la croissance.** À ce sujet, les douze prochains mois ne devraient pas marquer de véritable rupture au plan macroéconomique avec un léger tassement en zone euro mais un léger mieux aux États-Unis, au Japon et pour les Émergents. En revanche, le *bottoming out* des matières premières et le rebond des devises émergentes, devraient se traduire par un coup d'arrêt à la chute⁴ des ventes du secteur des *commodities* et un effet change plus favorable. Au total, à périmètre comparable, **ces différents facteurs devraient permettre au chiffre d'affaires de progresser aux environs de +1 à +2 % contre -4 % au S1 2016.**

Les vents contraires étant moins forts, la marge opérationnelle qui avait stagné en début d'année devrait s'améliorer l'an prochain, notamment pour

³ Sur la même période, la croissance réelle a été de +10 % aux États-Unis, +3 % en zone euro et +4 % en France, mais on raisonne ici en nominal, car les comptes des sociétés sont exprimés en monnaie courante.

⁴ -21 % au S1 2016.

2 CAC 40: chiffre d'affaires et marge avant impôt



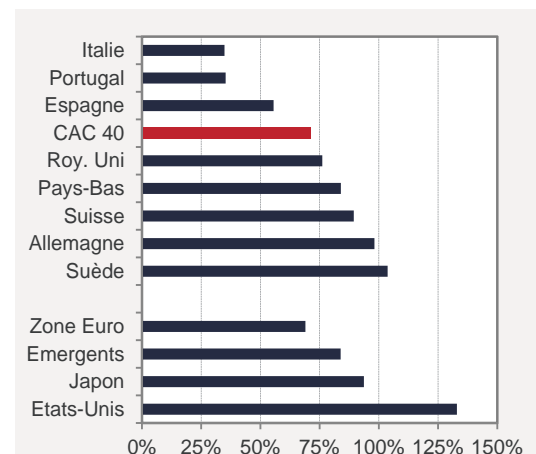
Source : Factset, Recherche Amundi



Ce retournement devrait s'amplifier d'ici fin 2017!



3 BPA: CAC 40 et indices MSCI de septembre 2016 (base 100 décembre 2007)



Source : Datastream, Recherche Amundi



les « *commodities* ». Le solde financier devrait également continuer à s'améliorer. À ce stade, ceci laisse entrevoir une nouvelle progression des résultats d'environ 10 %.

Aller plus haut (+20 % ?) dès 2017 serait possible mais dépendra de l'ampleur de la réduction des charges exceptionnelles. Ces éléments généralement très concentrés sur le second semestre sont par nature imprévisibles. Gageons cependant que si le contexte économique demeure assez stable et compte tenu de l'ampleur des restructurations et dépréciations déjà effectuées depuis 2011, celles-ci, qui avaient culminé en 2015, devraient se modérer par la suite.

Pour conclure, après un début d'inflexion des résultats du CAC 40 au S1 2016, une poursuite de cette amélioration jusqu'à fin 2017 nous apparaît hautement plausible. En revanche, à partir de 2018, les facteurs mécaniques de soutien – normalisation des résultats de l'énergie et matériaux de base, réduction des charges exceptionnelles, redressement du solde financier... – tendant à se dissiper, les nouveaux progrès seront plus étroitement tributaires de l'activité et des gains de productivité...

Résultats du CAC 40 : les chiffres clés

(Mds d'euros)	S1 07	S2 07	S1 08	S2 08	S1 09	S2 09	S1 10	S2 10	S1 11	S2 11	S1 12	S2 12	S1 13	S2 13	S1 14	S2 14	S1 15	S2 15	S1 16
Chiffre d'affaires	570	591	621	617	556	592	610	623	639	652	661	655	634	629	600	622	623	624	608
<i>Variation du CA</i>			9 %	4 %	-10 %	-4 %	10 %	5 %	4,9 %	5 %	3 %	1 %	-4 %	-4 %	-5 %	-1 %	4 %	0 %	-2 %
Résultat opérationnel	73	67	76	52	54	43	69	63	73	62	63	53	48	52	55	51	59	51	57
Marge opérationnelle	12,8 %	11,3 %	12,2 %	8,4 %	9,7 %	7,2 %	11,3 %	10,1 %	11,4 %	9,5 %	9,5 %	8,1 %	7,6 %	8,2 %	9,2 %	8,3 %	9,5 %	8,1 %	9,4 %
Résultat avant impôts	74	53	67	24	28	40	57	51	65	40	57	25	47	25	47	35	51	18	54
Marge avant impôts	12,9 %	8,9 %	10,8 %	4,0 %	5,0 %	6,8 %	9,3 %	8,3 %	10,2 %	6,2 %	8,7 %	3,9 %	7,4 %	3,9 %	7,8 %	5,6 %	8,2 %	2,9 %	8,9 %
Taux d'imposition	27 %	19 %	27 %	38 %	25 %	41 %	27 %	21 %	32 %	42 %	42 %	67 %	37 %	50 %	36 %	16 %	25 %	25 %	25 %
Solde fin, & Exceptionnel	0,1 %	-2,3 %	-1,4 %	-4,4 %	-4,7 %	-0,5 %	-2,0 %	-1,9 %	-1,2 %	-3,3 %	-0,8 %	-4,3 %	-0,1 %	-4,3 %	-1,3 %	-2,6 %	-1,3 %	-5,2 %	-0,5 %
Résultat net	54	43	49	15	21	23	42	41	44	24	33	8	30	12	30	29	38	14	41
<i>Variation du RN</i>			-9 %	-64 %	-58 %	54 %	101 %	73 %	6,0 %	-42 %	-24 %	-64 %	-11,0 %	48 %	2 %	138 %	27 %	-54 %	7 %
Marge nette	9,4 %	7,2 %	7,9 %	2,5 %	3,7 %	4,0 %	6,8 %	6,5 %	6,9 %	3,6 %	5,0 %	1,3 %	4,7 %	2,0 %	5,0 %	4,7 %	6,2 %	2,2 %	6,7 %
Dette brute (ex-Banques)		367		423		406		416		455		453		420		424		412	
Cash (ex-Banques)		112		148		155		175		174		183		166		182		200	
Dette nette (ex-Banques)		255		275		251		241		281		270		253		242		212	
Fonds propres (ex-Banques)		475		510		548		608		626		631		603		629		655	
DN/FP (ex-Banques)		54 %		54 %		46 %		40 %		45 %		43 %		42 %		38 %		32 %	

Source : Factset, Recherche Amundi

9 L'ascension des « Millennials » : un défi pour la grande consommation

SEBASTIEN BOULET, *Analyse Actions*

Les Millennials sont la clé de la croissance future

Le terme a été employé par Neil Howe et William Strauss deux historiens américains dans leurs livres *Generations* et *The Fourth Turning* publiés au cours des années 90. À travers leurs études des sociétés occidentales sur cinq siècles ils ont théorisé la répétition de cycles de 80 ans divisés en quatre étapes successives d'environ 20 ans au cours desquels s'épanouit une génération. Chacune de ces quatre générations est marquée par la situation économique dans laquelle elle évolue et correspond à un archétype. Elles constituent des groupes relativement homogènes en termes de croyance, de comportement et de valeurs, ce que résumait probablement Goethe en écrivant que « Nous sommes davantage les enfants de notre époque que ceux de nos parents. ». Les auteurs se sont intéressés à la spécificité de la génération des « Millennials » née entre 1982 et 2002 dans *Millennials Rising* et de ses différences avec la Génération X (1961-81), les Baby-Boomers (1943-60) et la génération silencieuse (1925-42). Les « Millennials » ont par exemple été marqués par d'importants bouleversements technologiques avec internet, le téléphone mobile ainsi qu'une forte accélération de la mondialisation. Ils sont arrivés pour beaucoup dans un contexte économique difficile et un marché du travail en crise. Au-delà des aspects sociologiques et sociétaux mis en avant par les auteurs, le rôle croissant des « Millennials » dans la population active (50 % d'ici à 2020 et 75 % d'ici 2030), leur pouvoir d'achat et leur rôle de prescripteurs de tendance les rendent incontournables en particulier pour le secteur de la consommation au sens large. Reuters a ainsi mesuré qu'entre 2007 et 2015 le nombre de mentions du terme « Millennials » lors des conférences téléphoniques trimestrielles sur les résultats des sociétés américaines est passé de 1 à plus de 100.

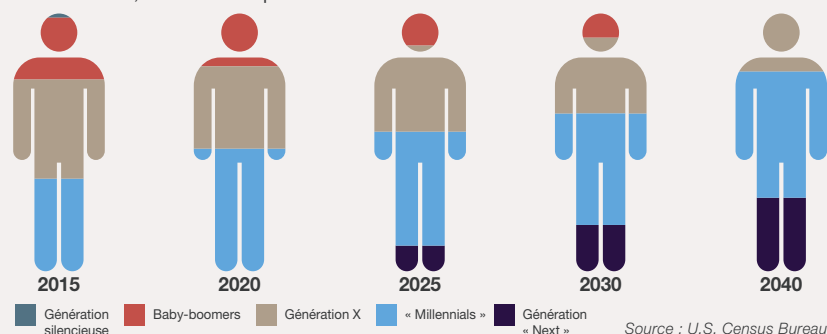
L'essentiel

Plus que n'importe quelle autre industrie le secteur de la consommation et en particulier celui des produits de grande consommation (alimentation, boissons...) est sensible aux changements démographiques. Actuellement, la génération des individus née entre 1982 et 2002, celle des « Millennials », remet profondément en question ce qui a fait le succès de ce secteur pendant plusieurs décennies.

C'est en particulier une génération dans son ensemble plus attentive à ce qu'elle mange et à ce qu'elle boit, en demande de transparence et d'authenticité. Elle est clé pour la croissance future du secteur et représente un véritable défi pour les multinationales.

Population mondiale par génération

À l'échelle mondiale et aux États-Unis, la génération des « Millennials » est déjà la plus vaste avec environ 2,3 milliards de personnes.



Le rôle croissant des « Millennials » dans la population active, leur pouvoir d'achat et leur rôle de prescripteurs de tendance les rendent incontournables en particulier pour le secteur de la consommation



Une génération plus attentive à ce qu'elle mange et à ce qu'elle boit

S'il est difficile de généraliser, les « Millennials », plus que n'importe quelle autre génération, sont attentifs à leur santé, à leur bien-être et sont prêts à payer davantage pour se nourrir de manière plus bio, plus naturelle et avec des circuits plus courts et plus éthiques. Une recherche de transparence sur les ingrédients, une importance croissante du « sans » (sans OGM, sans sucre ou sel ajoutés, sans additif, sans pesticide) et un clair rejet des aliments transformés sont au cœur de leur consommation alimentaire. De plus, cuisiner n'a jamais été aussi populaire comme en témoignent les divers blogs, émissions culinaires ou publications Instagram. Ces tendances impactent significativement les entreprises agroalimentaires qui doivent simplifier leur liste d'ingrédients, reformuler (avec la pression sur les marges qui l'accompagne généralement)



et davantage innover. Des catégories perçues comme moins désirables se retrouvent sous pression (surgelés, plats préparés, produits trop gras ou trop sucrés...). C'est également un défi pour la grande distribution avec un intérêt moindre pour les grands formats type super et hypermarché au profit des épiceries et magasins de proximité.

L'impact des changements de consommation est encore plus significatif sur le segment des bières et spiritueux. Les 18-35 ans (21-35 aux États-Unis) sont sans surprise la classe d'âge qui consomme le plus d'alcool et de la même manière que pour leur alimentation, les « Millennials » sont à la recherche d'authenticité, de traditions, d'artisanat et d'innovations, autant d'éléments qui sont au cœur de la notion de « craft ». Au sein du secteur brassicole, l'objectif a pendant longtemps été la consolidation et la standardisation au travers des marques historiques (les meilleurs exemples étant Budweiser, Miller ou Coors aux États-Unis) plus qu'une recherche de l'innovation. Ce contexte a permis l'émergence des bières « craft », produites par de petites brasseries indépendantes perçues comme plus authentiques, de meilleure qualité et avec plus de variétés (avec notamment l'émergence des Indian Pale Ale ou Porter) pour les consommateurs. La croissance de ce segment aux États-Unis a également bénéficié d'un environnement fiscal favorable. Elle représente aujourd'hui environ 12 % des volumes et 21 % des ventes de bières. Ces parts de marché ont été prises au détriment des grands groupes historiques. Le casse-tête posé par la bière « Craft » est global avec une explosion du nombre de brasseries en France, au Royaume-Uni ou encore en Italie.

Nous pensons que la menace est moins grande pour le secteur des spiritueux que pour les brasseurs. Plusieurs catégories sont déjà par essence des produits « craft » : le Cognac, le Scotch ou le Bourbon ont des contraintes de certifications, géographiques ou liées au processus de production (vieillessement, accès aux matières premières) et disposent également d'un assortiment de marques avec une forte identité. D'autre part les grands acteurs du secteur ont davantage innové et contribué à la montée en gamme des consommateurs. Néanmoins, bien que le segment ne représente que 2 % des ventes de spiritueux aux États-Unis, il connaît une très forte croissance (en particulier dans les alcools blancs comme le gin et la vodka), aussi nous anticipons une forte hausse de la production dans les années à venir avec l'arrivée à maturité de plusieurs distilleries.

Quelles réponses aux changements apportés par les Millennials ?

Les « Millennials » restent très sensibles aux marques et en particulier, une nouvelle fois, à leur authenticité, aux valeurs qu'elles communiquent et à l'héritage que celles-ci démontrent. Ils sont particulièrement méfiants de la publicité perçue comme « achetée » et cherchent davantage l'engagement au travers des événements ou des contenus propriétaires. C'est aussi la génération la plus connectée qui utilise de moins en moins les médias traditionnels, et la plus prompte à partager des liens sur les réseaux sociaux, à vérifier des prix en ligne ou à chercher des critiques sur des blogs avant de consommer. Dans ce contexte, les marques sont contraintes à repenser leur stratégie publicitaire, créer du contenu et s'adapter aux nouveaux moyens et supports de communication.

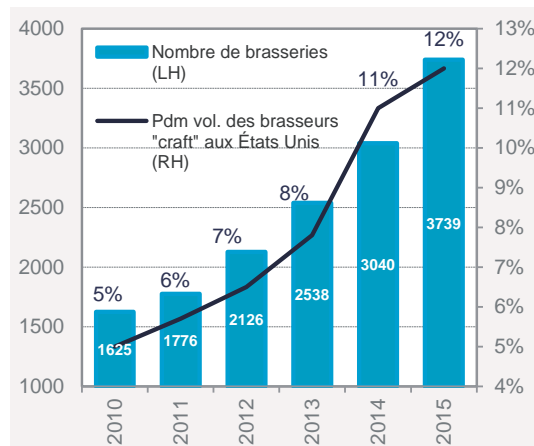
Enfin, l'acquisition de petites marques surfant sur ces tendances est l'un des axes de réponse. L'acquisition de Annie's par General Mills en 2014, plus récemment l'offre de Danone pour Whitewave dans l'alimentaire ou les acquisitions de bières « craft » par AB Inbev (Goose Island) ou Heineken (Lagunitas) sont autant de réponses à ces défis.



Les « Millennials » sont à la recherche d'authenticité, de traditions, d'artisanat et d'innovations



1 Évolution du secteur de la bière « craft » aux États – Unis



Source : Brewers Association, Recherche Amundi



L'acquisition de petites marques surfant sur ces tendances est l'un des axes de réponse





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*

Discussion Papers Series

- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG – à paraître*
- **The emergence of the Renminbi as an international currency: where do we stand now ?**
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique* — PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse* — MO JI — *Stratégie et Recherche Économique* — ÉRIC TAZÉ-BERNARD — *Conseil en allocation d'actifs*
- **Les perturbateurs endocriniens dans l'analyse ESG**
MARIE NAVARRE, AURÉLIE RENARD — *Analyse ESG*
- **IORP2: A New Regulatory Framework for Pensions**
MARIE BRIERE, LING-NI BOON — *Recherche, Stratégie et Analyse*

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 — posteri