

Cross asset investment strategy

Novembre 2016



Achevé de rédiger le 16 novembre 2016

Novembre 2016

Sommaire

Thèmes clés, scénarios et allocation d'actifs

1 Élections en Europe, Brexit, stabilité financière en Chine et orientations des politiques budgétaires et fiscales... Quatre éléments clés pour les années à venir

Page 4

- Les différents scénarios macroéconomiques et financiers en un clin d'œil
- Thématiques et allocation d'actifs

6
7

> FOCUS > L'impact des taux d'intérêt négatifs sur les banques européennes

- Scénario central et scénarios alternatifs : les prévisions d'Amundi
- Scénario central et scénarios alternatifs : les « expected returns » d'Amundi
- Facteurs de risque

14
15
16

Scénario macroéconomique

2 2017 : une année charnière dominée par la reflation mondiale (États-Unis, Chine) et l'incertitude politique

Page 23

Relance budgétaire coordonnée :
la prochaine inflexion de politique économique ?

Page 26

> FOCUS > Pourquoi le commerce mondial ralentit-il ?

TRUMP président.
Trois scénarios pour l'économie américaine

Page 30

> FOCUS > Zone euro : comment évolueront les composantes du PIB ?

Europe
une incertitude politique pesante

Page 34

> FOCUS > Japon : évolution des composantes du PIB

> FOCUS > Chine : évolutions prévues des composantes du PIB en 2017

> FOCUS > Inde : les grands enjeux de 2017

Pétrole : quel scénario pour 2017-2020 ?

Page 44

Politiques monétaires

3 2017 : une année de transition pour les banques centrales ?

Page 46

Novembre 2016

> FOCUS > Comment expliquer le scepticisme des investisseurs quant aux perspectives du secteur bancaire européen ?

Les politiques monétaires de QE et de taux négatifs ont atteint leurs limites Page 52

Marchés obligataires

- 4 Les élections américaines rebattent les cartes sur les marchés obligataires

Page 55



Marché des changes

- 5 Le facteur politique continuera de jouer les premiers rôles

Page 59

Le renminbi, les enjeux d'une future monnaie internationale Page 62

Marchés des obligations d'entreprises

- 6 La croissance versus les facteurs techniques !

Page 67

> FOCUS > Quelles sont les grandes tendances observées au sein des indices crédit ?

Dettes émergentes

- 7 L'embellie n'est pas finie

Page 72

Marchés d'actions

- 8 Combien de temps peut-on jouer les prolongations ?

Page 76

- 9 Quels secteurs pour demain ?

Page 81

Les Mappings sur les actions internationales Page 86

Annexe

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 88



Thèmes clés, scénarios et allocation d'actifs

Allocation d'actifs en 2017 et au-delà

1 Élections en Europe, Brexit, stabilité financière en Chine et orientations des politiques budgétaires et fiscales... Quatre éléments clés pour les années à venir

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Il y a un an, nous rappelions nos prévisions à 2/3 ans, et c'est de nouveau l'objectif de ce numéro spécial. Cet exercice est particulièrement important, dans un contexte politique qui devient plus complexe (un nouveau président aux États-Unis, des élections à venir très importantes notamment en Allemagne, en France...), dans un monde de politiques monétaires extrêmement accommodantes (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon, Chine...) mais qui pour leur grande majorité ont atteint leurs limites, et donc des tentations de relance budgétaires et fiscales, souvent bien légitimes. C'est dans ce contexte, nouveau à bien des égards, que s'inscrivent nos analyses, prévisions et stratégies d'investissement.

Il y a un an, nos principales prévisions s'appuyaient sur le contexte économique suivant :

- Une croissance mondiale une nouvelle fois autour de 3 % ;
- Une croissance économique tirée dans de nombreux pays par la demande domestique, et non plus par le commerce mondial, désormais en retrait ;
- Pas de *hard landing* en Chine, mais une politique monétaire (et une politique économique en général) restant fortement accommodante ;
- Une extrême prudence de la Fed, en tout cas attendue bien plus prudente que ne l'indiquaient ses prévisions d'alors. Nous attendions une hausse des taux fin 2015 et une hausse des taux en 2016, soit bien moins que le consensus d'alors ;
- La poursuite des politiques de QE (*Quantitative Easing*) au Japon et en zone euro ;
- La maîtrise des taux d'inflation ;
- L'amélioration des perspectives de croissance en zone euro, mais une BCE qui devait rester très accommodante, tant et si bien que nous rappelions ne pas anticiper de quelconque resserrement monétaire avant 3 ou 5 ans ;
- Le maintien de taux ultra-bas, notamment en zone euro et les dangers des taux négatifs ;
- Une reprise modérée de la situation économique des pays émergents, la fin en tout cas des déboires qui sévissaient dans ces zones depuis plus de 4 ans ;
- La poursuite de la récession en Russie et au Brésil ;
- Un rebond graduel des matières premières, avec un objectif de 55-60 \$ pour le baril de brut ;

Les thèmes d'investissement majeurs développés mettaient l'accent sur ces grandes tendances de fonds, avec notamment :

- La recherche de rendement et de *spreads* comme motivation essentielle des investisseurs dans un monde de taux ultra-bas ;
- Un aplatissement des courbes de taux, ceci étant lié à la maîtrise/à l'absence d'inflation et aux actions des banques centrales ;
- Un regain de vigueur du yen ;
- La reprise des marchés boursiers, notamment européens où l'on recommandait de miser sur la valeur, alors que l'on recommandait plutôt la qualité aux États-Unis, compte tenu de la différence de maturité et de valorisation entre les deux marchés ;

L'essentiel

Dans l'environnement de taux ultra-bas voire négatifs, conserver des surpondérations en actifs émergents (actions, dette et devises), en crédit (vs. obligations gouvernementales) a encore du sens, la recherche de rendement et de spreads restant de mise. L'attrait des actifs « alternatifs », « réels », reste également intact, dans une optique de diversification et de rendement. 2017 devrait néanmoins être une année plus complexe que 2015 ou 2016.

Il est en effet indéniable que les négociations autour du Brexit (avec des risques sur le Royaume Uni mais aussi sur la cohésion politique de l'Union européenne), la situation de la Chine (bulle de crédit, politique de change et politique d'ouverture de son compte en capital), les limites des politiques monétaires ou les perspectives de changements d'orientation des politiques budgétaires et fiscales (les États-Unis montrant sans doute la voie avec notamment le nouveau leadership), ou enfin les différentes élections en Europe (et la montée des populismes) sont de nature à modifier sérieusement les tendances actuelles. C'est ce qu'indiquent clairement nos stress tests. Prévoir des périodes de grand stress et la mise en place de couverture dans les portefeuilles. L'année 2017 semble bien être une année charnière pour les marchés financiers, notamment pour les taux longs et les marchés émergents.



Un contexte politique qui devient plus complexe, un monde de politiques monétaires extrêmement accommodantes, et des tentations de relance budgétaires et fiscales



Novembre 2016

- Le regain d'intérêt pour les marchés émergents, après 3 / 4 ans de faiblesse : la sous-évaluation de ces marchés, la sous-pondération dans les portefeuilles internationaux, et la meilleure situation économique d'ensemble devaient, avec les niveaux de *spreads* (une oasis de *spreads* dans un désert de taux ultras bas voire négatifs) et de valorisation atteints, attirer de nouveau les investisseurs ;
- La reprise des devises émergentes et plus généralement de l'ensemble des devises sous-évaluées, yen et devises matières premières en tête ;
- Le maintien de la surpondération en crédit, notamment *high yield* ;
- Le maintien de la surpondération en obligations de la périphérie de la zone euro, protégées par le QE de la BCE (dont nous attendions une extension vers les obligations d'entreprises ;

Avec un an de recul, on constate que notre scénario central et nos recommandations d'investissement ont été largement confirmés par les faits : le maintien d'une croissance autour de 3 %, le léger mieux en Europe, la reprise des marchés émergents et l'appréciation de bon nombre de devises émergentes, la surpondération en obligations à *spreads*, le maintien de taux (courts et longs) à des niveaux ultra-bas (courts et longs), l'extrême prudence de la Fed, l'absence de remontée des taux longs, le maintien de la stabilité financière... étaient autant de « paris gagnants ».

Que doit-on anticiper pour 2017 et au-delà ? En quoi l'élection de D. Trump et les élections à venir en Europe changent-elles les perspectives de croissance et les anticipations de marché ? Les négociations autour du Brexit auront-elles réellement lieu et que doit-on craindre de ce stade ? Voilà les grandes interrogations.

Il est toujours possible de présenter une multitude de scénarios, et les facteurs de déclenchement des scénarios de croissance similaires peuvent être engendrés par des événements fort différents, ce qui modifie considérablement les impacts de marché, les thématiques d'investissement... Pour rester lisible, ainsi que nous le faisons habituellement, nous présentons trois scénarios distincts :

- Notre scénario central (développé en détail dans le document pages 23 et suivantes),
- Un scénario plus pessimiste en termes de croissance mondiale
- Un scénario plus optimiste en termes de croissance mondiale

Pour être plus précis, nous présentons également des scénarios de stress (liés à des événements/risques spécifiques qui nous paraissent les plus crédibles), ainsi que les prévisions et les « *expected returns* » associés. Cinq différents jeux de prévisions et *expected returns* sont développés (pages 14 et 15).

Les tableaux suivants reprennent les éléments de contexte des différents scénarios, les orientations de politiques monétaires, l'impact sur les marchés financiers (cours de change, obligations souveraines et obligations d'entreprises, actions, matières premières, pays avancés et pays dits émergents...), les thématiques d'investissement et les stratégies d'allocation d'actifs.

Parmi les facteurs de risque (dont certains avaient déjà été identifiés en novembre 2015), six d'entre eux attirent plus spécialement notre attention (voir pages 16-22) pour une analyse détaillée de l'ensemble des facteurs de risque identifiés) car ils représentent des enjeux importants pour 2017-2020 :

1. Le Brexit: un vote en 2016, des négociations à partir de 2017. L'idée d'un référendum n'était certes pas nouvelle : dès le mois de janvier 2013, David Cameron, alors Premier ministre avait promis que si le parti conservateur gagnait les élections de 2015, le gouvernement s'engagerait dans des négociations avec l'UE pour obtenir de nouveaux aménagements, avant de convoquer un référendum sur le maintien ou le retrait du RU de l'Union. La question du référendum fut incluse dans le Discours du Trône du 27 mai 2015, et il devait être tenu avant la fin 2017. Nous avons alors identifié cet événement dans les principaux risques à venir, mis en avant les différents scénarios en présence... Ce n'est que le 17 décembre 2015 que l'European Union Referendum Act reçoit la sanction royale, et c'est le 20 février 2016 que la date est fixée : le référendum est annoncé pour le 23 juin 2016. On connaît le reste. Tout le monde – ou presque – se méfiait de cette échéance, tant la relation RU – UE est émaillée

“

Des paris gagnants en 2016

”

“

En quoi l'élection de D. Trump et les élections à venir en Europe changent-elles les perspectives de croissance et les anticipations de marché ? Les négociations autour du Brexit auront-elles réellement lieu et que doit-on craindre à ce stade ? Voilà les grandes interrogations

”

“

Le référendum sur le Brexit a été voté, mais nous n'en sommes en réalité qu'au début. L'essentiel reste à venir

”



Novembre 2016

Les différents scénarios macroéconomiques et financiers en un clin d'œil

Le tableau ci-dessous reprend les éléments de contexte, les orientations de politiques monétaires, l'impact sur les marchés financiers : marchés de change, de taux, de crédit, d'actions, de matières premières, pays avancés et pays dits émergents.

SCÉNARIOS : NOS CONVICTIONS		
Scénario alternatif 1 (plus pessimiste)	Scénario central	Scénario alternatif 2 (plus optimiste)
Probabilité : 15 %	Probabilité : 70 %	Probabilité : 15 %
La croissance mondiale va vers les 2 % en 2017 et 2018, voire en-dessous	La croissance reste stable autour de 3 % en 2017 et accélère un peu en 2018	La croissance mondiale accélère. Elle va vers les 4 % — 4,5 % en 2017 et 2018
SCÉNARIO MACRO		
La Chine et/ou les États-Unis ne parviennent pas à stabiliser leur croissance, et l'impact sur les économies émergentes s'amplifie. Les pays avancés fléchissent, la croissance mondiale s'étiole, et les politiques monétaires, y compris celle de la Fed redeviennent accommodantes. La baisse du commerce mondial, du prix des matières premières, des prix industriels s'amplifie, ajoutant de nouvelles pressions déflationnistes mondiales.	Poursuite de la reflation mondiale. La croissance mondiale reste proche de 3 % en 2017-18, sans accélération notable, hormis dans quelques pays émergents qui sortent de récession et/ou rattrapent l'activité perdue lors de la chute des prix des matières premières (Brésil, Russie). La Chine relance son économie sans recourir à une dévaluation brutale du yuan. Trump tempère ses positions et obtient un modeste plan de relance qui permet de prolonger le cycle à l'horizon 2018.	Adoption de politiques budgétaires et fiscales plus expansionnistes. La reprise de l'investissement et la montée des salaires assurent une accélération de la croissance (États-Unis et Europe notamment). Les pays « émergents » voient leur croissance progresser, avec plus de demande extérieure notamment.
POLITIQUES MONÉTAIRES		
Elles redeviennent (ou restent) accommodantes à peu près partout. Fin du pseudo-cycle de resserrement monétaire de la Fed. La BCE accélère le rythme de son QE et les rumeurs — crédibles — d'un QE4 aux États-Unis s'amplifient.	La Fed continue de remonter graduellement ses taux directeurs (taux des <i>fed funds</i> à 1,25% fin 2017). Le durcissement induit des conditions monétaires (hausse des taux longs et du dollar) qui l'incitent néanmoins à la prudence. La BCE prolonge son QE après mars 2017. La BCE, la BoJ, la BOE et la PBoC restent accommodantes.	Rééquilibrage du <i>policy mix</i> aux États-Unis : la politique monétaire se durcit en réaction à une politique budgétaire plus expansionniste. La Fed remonte ses taux de 100/125pb en 2017 (2 à 3 hausses de plus que dans le scénario central). Le QE de la BCE se poursuit pour éviter la contagion des taux US et maintenir des taux d'intérêt réels faibles.
MARCHÉS FINANCIERS		
<p>Marchés obligataires Les taux longs fléchissent de nouveau aux États-Unis notamment, et l'environnement de taux bas se généralise davantage (maturités, pays). Fragilisation des périphériques en zone euro.</p> <p>Marché des changes Devises émergentes et matières premières de nouveau affaiblies. Crise sur les EMG. Le dollar dévisse face aux grandes monnaies.</p> <p>Marchés des obligations d'entreprises La solvabilité des entreprises revient sur le devant de la scène (santé des entreprises en Europe, leveraging aux États-Unis, solvabilité en Chine...).</p> <p>Marché des actions La reprise des BPA fait long feu. Les marchés d'actions corrigent. La baisse est atténuée par les réponses des banquiers centraux.</p> <p>Matières premières Nouvelle baisse des prix, sauf pour l'or qui bénéficie de la hausse de l'aversion au risque.</p>	<p>Marchés obligataires Hausse des taux longs aux US dans 1er temps (et pentification de courbe). Les taux longs restent bas en Europe et au Japon (maintien des taux négatifs et QE)..</p> <p>Marché des changes Pressions haussières sur le dollar, avec la divergence des taux. Bien plus tard dans l'année, des pressions haussières sur l'euro. Les devises EMG progressent en ordre dispersé.</p> <p>Marchés des obligations d'entreprises Le rebond attendu de la croissance aux US est positif pour le crédit US (hausse du USD et des taux longs deux handicaps potentiels). La poursuite du CSPP soutient le marché euro.</p> <p>Marché des actions Les BPA reprennent le chemin de la hausse. Le marché américain va plus loin dans ce cycle, ce qui est crucial pour les autres marchés. Attention à ce que la hausse des taux ne soit pas trop forte compte tenu de la valorisation élevée du marché <i>leader</i> US.</p> <p>Matières premières Point bas atteint. Poursuite du rebond graduel mais modéré et erratique.</p>	<p>Marchés obligataires La remontée des taux longs se généralise.</p> <p>Marché des changes Les devises émergentes, et notamment des pays producteurs de matières premières repartent nettement à la hausse.</p> <p>Marchés des obligations d'entreprises Maintien de spreads de crédit (corporates et souverains) à de bas niveaux. Poursuite de l'attrait des EMG, de la dette privée, oasis de spreads dans un désert de taux et de spreads ultra-bas.</p> <p>Marché des actions Reprise plus franche des BPA. Poursuite du cycle boursier.</p> <p>Matières premières Rebond rapide des prix des matières premières industrielles et agricoles au détriment des métaux précieux.</p>

Novembre 2016

Thématiques et allocation d'actifs

Le tableau ci-dessous indique les thématiques qui nous semblent les plus intéressantes en fonction des différents scénarios. Des allocations d'actifs type sont également proposées.

SCÉNARIOS : NOS CONVICTIONS		
Scénario alternatif 1 (plus pessimiste)	Scénario central	Scénario alternatif 2 (plus optimiste)
Probabilité : 15 %	Probabilité : 70 %	Probabilité : 15 %
THÉMATIQUES D'INVESTISSEMENT		
<p>Thématiques actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - Qualité, minimum volatilité et dividendes soutenables sont recherchés - Les défensives surperforment les cycliques <p>Thématiques taux</p> <ul style="list-style-type: none"> - Recherche valeur refuge (obligations allemandes en Europe, USTBonds en général) - Augmentation poche liquidité <p>Thématiques change</p> <ul style="list-style-type: none"> - Rester en dehors des devises matières premières et des devises EMG. Dépréciation du dollar contre devises développées. Forte appréciation du yen <p>Thématiques matières premières</p> <ul style="list-style-type: none"> - Acheter de l'or - Baisse du prix des matières premières industrielles 	<p>Thématiques actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - Rebond des financières, des thèmes « value » et « infrastructure » dans un premier temps - Garder de la qualité et du rendement soutenable en fond de portefeuille <p>Thématiques taux</p> <ul style="list-style-type: none"> - Recherche d'un point d'entrée sur les obligations américaines - Les indexées inflation dépendront en bonne partie de l'ampleur du stimulus budgétaire <p>Thématiques change</p> <ul style="list-style-type: none"> - Préférence pour les devises à carry élevé (RUB, INR). Long USD vs G3 dans un premier temps <p>Thématiques matières premières</p> <ul style="list-style-type: none"> - Reconstruire graduellement des positions longues sur l'ensemble des matières premières 	<p>Thématiques actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - Le rebond du thème « value » est plus durable - Les cycliques surperforment les défensives <p>Thématiques taux</p> <ul style="list-style-type: none"> - Discussions encore plus intenses au sujet d'un « tapering » de la BCE, sous-pondération des obligations noyau dur zone euro - Recherche de <i>spread</i> et de rendement (dette pays périphérique, high yield, dette privée et dette EMG) - Réduction poche liquidité <p>Thématiques change</p> <ul style="list-style-type: none"> - Retour sur devises émergentes et matières Premières. Moins de pression à la baisse pour le renminbi. Davantage de pressions haussières sur l'euro <p>Thématiques matières premières</p> <ul style="list-style-type: none"> - Miser sur une reprise généralisée des prix, favoriser les matières premières industrielles et agricoles au détriment de l'or
ALLOCATION D'ACTIFS		
<p>Marchés des actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - Préférer les Etats-Unis <p>Marchés de taux</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sous-pondérer zone euro vs États-Unis et pays avec des taux relativement élevés (Australie, NZ) - Miser sur un élargissement des <i>spreads</i> de crédit et des <i>spreads</i> souverains européens - Rester en dehors des marchés dits « émergents » - Dette émergente : privilégier la dette en USD vs. la dette locale <p>Marché des changes</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dépréciation supplémentaire des devises matières premières et des devises EM contre G3. Short US contre JPY <p>Matières premières</p> <ul style="list-style-type: none"> - Long or 	<p>Marchés des actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - Assez neutre géographiquement - Reflation théoriquement favorable aux marchés « Value », zone euro et Japon, mais il faut qu'elle s'accompagne d'une faiblesse prolongée de leurs devises pour être discriminante - Plus neutre aussi sur les émergents. Achat uniquement sur repli si les devises émergentes se stabilisent <p>Marchés de taux</p> <ul style="list-style-type: none"> - Pentification aux Etats-Unis dans un 1er temps - Surpondérer zone euro vs États-Unis - Rester à l'écart des BTP avant que la situation politique ne soit éclaircie - Sous-pondérer Irlande <p>Dette émergente</p> <ul style="list-style-type: none"> - Points de réentrée, être sélectif sur dette locale. <p>Marché des changes</p> <ul style="list-style-type: none"> - Préférence pour les devises à carry élevé (RUB, INR). Long US vs G3 dans un premier temps. Long USD contre CNY et devises asiatiques à bas carry <p>Matières premières</p> <ul style="list-style-type: none"> - Accroître exposition globale 	<p>Marchés des actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - Préférer les marchés plus cycliques : zone euro, Japon, voire les émergents si les taux US et le dollar ne montent pas trop quand même <p>Marchés de taux</p> <ul style="list-style-type: none"> - Surpondérer États-Unis vs zone euro - Accroître l'exposition en obligations indexées sur l'inflation <p>Marché des changes</p> <ul style="list-style-type: none"> - Retour sur les devises émergentes. Long EUR vs autres grandes devises <p>Matières premières</p> <ul style="list-style-type: none"> - Long matières premières



Novembre 2016

d'allers et retours émotionnels et politiques... La montée des populismes ou des partis extrêmes (de droite dans les pays du noyau dur de l'Europe, et de gauche dans les pays périphériques) n'avait en outre échappé à personne, pas plus que la méfiance, voire l'hostilité du peuple britannique à l'encontre de l'UE et de l'UEM. C'est pour cela que nous n'avons jamais mis une probabilité inférieure à 50 % à l'éventualité d'un Brexit. C'était sans aucun doute bien plus raisonnable que certains optimistes béats qui ne pouvaient imaginer une telle issue. Le Brexit a été voté, mais nous n'en sommes en réalité qu'au début. L'essentiel reste à venir. En l'absence de revirement (non-respect du référendum, nouveau référendum, changement politique...), c'est durant le premier trimestre 2017 que devrait être activé l'Article 50 du Traité de Lisbonne, cet article qui précisément donne le feu vert aux négociations entre le RU et l'UE. Nous avons développé à de nombreuses reprises les enjeux et conséquences à la fois pour le RU et pour l'UE (voir par exemple « *Le post-BREXIT en quelques questions – réponses* », Cross asset Investment Strategy Monthly, juillet 2016). Gardons simplement à l'esprit que si le choc du Brexit est rapidement retombé (baisse de la volatilité, retour du stress financier vers son niveau d'avant référendum), il fera sans aucun doute surface en 2017, au gré des négociations et blocages politiques. Les perspectives économiques britanniques (et le GBP) seront de nouveau challengées par les investisseurs, ainsi que la cohésion politique (et la vision à long terme) de l'Union Européenne. Cela ajoutera de la volatilité aux marchés financiers et des doutes sur l'avenir de l'Europe. Seule la présence d'un QE de la BCE semble de nature à endiguer toute hausse des *spreads* sur les crédits souverains. Mais soyons honnêtes : il est actuellement bien difficile de dire ce qui va se passer et même d'être sûr que le Brexit va vraiment arriver. L'absence de plan B de la part des Britanniques, l'absence de discussions entre le RU et les pays de l'UE (dans l'attente de l'activation de l'article 50), et la nature du débat (qui oppose des pragmatiques à des idéologues du Brexit) rendent la situation plutôt confuse. Ne pas exclure la tenue d'un nouveau référendum dans un an.

2. Taux négatifs en zone euro, puis au Japon en 2016 – maintien en 2017 et adoption de politiques budgétaires et fiscales expansionnistes ?

Nous n'avons cessé de mettre en avant les dangers et l'inefficacité des taux négatifs. Nous les rappelons dans un encadré (page 9) qui insiste sur la rentabilité des banques et sur le manque d'impact sur le crédit aux entreprises, notamment les PME. Les taux négatifs affectent également les résultats et la situation à long terme des compagnies d'assurance-vie et des fonds de pension, qui doivent notamment faire face à une hausse de leurs passifs et à une dégradation de leur appariement actif – passif. Les taux négatifs agissent comme un accélérateur d'adaptation de certains business models, c'est indéniable... mais ils contribuent également à la faiblesse chronique des industries concernées, banques (voir encadré ci-dessous), assureurs vie et fonds de pension en premier (voir par exemple « *Environnement de taux bas/négatifs, stagnation séculaire... impact pour la gestion d'actifs* », Amundi Discussion Papers Series # 15, avril 2016). Rien d'étonnant à ce que le fléchissement du crédit aux PME se poursuive depuis la crise financière. Même si les grandes et moyennes entreprises ont recours au financement par les marchés financiers, ce fléchissement représente un réel handicap pour nos économies (80 % des créations nettes d'emplois proviennent des PME en Europe). Le maintien — hautement probable — des taux en territoire négatif en zone euro n'est pas, au total, une bonne nouvelle pour l'économie. C'est pour cette raison que les attentes se portent désormais sur les politiques budgétaires et fiscales (voir encadré page 26). Prévoir des tensions sur les taux longs américains suite à la politique de relance à venir : l'amélioration des anticipations de croissance ira de pair avec une remontée des anticipations d'inflation, ce qui rendra crédibles les prévisions de la Fed (les « dots »), une fois n'est pas coutume, et ce qui donnera un coup de pouce au dollar contre euro. Cela sera durable si la croissance progresse réellement, ce qui n'est pas totalement assuré. Les taux longs européens suivront les taux américains, mais à un rythme bien moindre, du fait des anticipations de croissance et de la présence du QE de la BCE. Toujours est-il qu'en matière budgétaire et fiscale, les États-Unis vont donc montrer la voie, et l'Europe suivra vraisemblablement. 2017 étant

“

Les négociations autour du Brexit ajouteront de la volatilité aux marchés financiers et des doutes sur l'avenir de l'Europe. Seule la présence d'un QE de la BCE semble de nature à endiguer toute hausse des spreads sur les crédits souverains

”

“

Soyons honnêtes : il est actuellement bien difficile de dire ce qui va se passer et même d'être sûr que le Brexit va vraiment arriver

”

“

Prévoir des tensions sur les taux longs américains suite à la politique de relance à venir : l'amélioration des anticipations de croissance ira de pair avec une remontée des anticipations d'inflation, ce qui rendra crédibles les prévisions de la Fed (les « dots »), une fois n'est pas coutume, et ce qui donnera un coup de pouce au dollar contre euro

”

Novembre 2016

une année électorale dans de nombreux pays européens, (dont la France et l'Allemagne), il y a fort à parier que ces thèmes s'inviteront très bientôt dans les débats. Sur ce thème, l'Europe n'est pas la mieux placée, non par manque de marges de manœuvre (l'Allemagne en est le meilleur exemple), mais du fait d'un débat moins ouvert sur ces politiques. Certes, l'austérité budgétaire a cédé du terrain, et la politique budgétaire est plutôt neutre désormais. Mais il est difficile de faire davantage : le pacte de stabilité et de croissance, le pacte budgétaire et le semestre européen sont des cadres stricts, renforcés au cours de la période 2011-2013, et qui rendent toute relance budgétaire quasiment impossible au niveau national. L'atmosphère idéologique évolue donc plus lentement en Europe que dans le reste du monde, et c'est en zone euro que l'austérité budgétaire a été la plus violente au cours de ces dernières années. C'est sans doute en zone euro que l'action publique nous semble la plus nécessaire, et c'est là qu'elle reste la plus frileuse, alors qu'il serait utile d'accroître le revenu réel disponible des ménages (à forte propension à consommer) et de relancer l'investissement (public et privé).



Accroître le revenu réel disponible des ménages et relancer l'investissement deviennent nécessaire. Il y a fort à parier que ces thèmes s'inviteront très bientôt dans les débats politiques en Europe



> L'impact des taux d'intérêt négatifs sur les banques européennes

YASMINE DE BRAY, THOMAS LAPEYRE, *Analyse Financière*

Les revenus et la rentabilité des banques pâtissent du maintien probable des taux à un niveau très bas.

Les banques des pays de la périphérie sont affectées de manière plus précoce que celles des pays du cœur de la région car la valeur de leurs portefeuilles de prêts a tendance à s'ajuster plus rapidement. Par exemple, les taux des prêts immobiliers aux particuliers octroyés par les banques italiennes et espagnoles sont directement liés au niveau de l'Euribor. Pour les marchés du cœur (France, Benelux, Allemagne), les taux de prêt dépendent de la partie longue de la courbe.

Bien que le marché ne s'attende pas à de nouvelles baisses des taux (ce qui est favorable à la marge nette d'intérêt des banques de la périphérie), il est peu probable que les taux Euribor à terme reviennent en territoire positif d'ici la fin 2020. Cette dernière perspective ne cesse de peser sur les marges nettes d'intérêt des banques de la périphérie. A chaque baisse de 25 pb des taux courts de référence correspond en moyenne un impact négatif de 5 % sur les bénéfices avant impôts des banques européennes (-9/-10 % en Espagne et en Italie et -2/-4 % pour les banques du cœur de l'Europe).

L'écart entre les pays du cœur et ceux de la périphérie s'est creusé : pour compenser la pression sur les marges nettes d'intérêt induite par la faiblesse des taux, la croissance nécessaire des prêts est supérieure dans la périphérie (près de 6 %) que dans le cœur (2-3 %). Mais les taux de croissance actuels dans les pays de la périphérie (en recul en Espagne et en très légère hausse en Italie) sont largement insuffisants.

La BCE devrait se méfier de la baisse de la demande dans les pays de la périphérie : en octobre, la BCE a laissé sa politique inchangée préférant prendre le temps de décider de la suite du QE à la lumière de conditions de croissance qu'elle a jugé aussi stables et inchangées qu'en septembre. En fait, la dernière enquête de la BCE auprès des établissements de crédit a fait état d'une détérioration de la demande dans les pays périphériques par rapport aux pays du cœur.

La politique de la BCE reste l'un des principaux déterminants de la rentabilité des banques : le taux négatif de la facilité de dépôt continue à peser sur les marges nettes d'intérêt des banques (ce qui compromet la transmission de la politique à la croissance des prêts, notamment dans la périphérie), lequel pourrait être compensé en partie par les opérations de refinancement à très long terme TLTRO2 (en particulier pour les banques de la périphérie).

Le risque le plus menaçant serait un remake de l'expérience des banques japonaises dans le secteur bancaire européen : ces 15 dernières années, les marges nettes d'intérêt des établissements nippons ont chuté de 33 % mais seulement la moitié a été compensée par la croissance des volumes.



Le maintien — hautement probable — des taux en territoire négatif en zone euro n'est pas, au total, une bonne nouvelle pour l'économie



Novembre 2016

3. Changement de régime de change du yuan en 2016 – poursuite de l'ouverture du compte en capital en 2017 :

la Chine poursuit la libéralisation de ses marchés de capitaux, l'ouverture de son compte en capital et son désir de voir le régime de change du yuan être de moins en moins fixe. L'entreprise est de taille, compte tenu du poids de la Chine et du chemin qui reste à parcourir (pour plus de détail, voir : « *The emergence of the yuan as an international currency: where do we stand now ?* » Amundi Discussion Paper Series # 18, October 2016). Même si les autorités chinoises avancent par étapes, et même si cela avait des effets bénéfiques à long terme, cela fragilise à court terme la stabilité financière, et nous vivrons sans aucun doute des phases de tension, sur le yuan, sur la croissance chinoise, sur les flux de capitaux... et ce d'autant plus que, s'agissant de la Chine, le hard landing, la bulle immobilière, les risques de défaut des entreprises... sont des thèmes récurrents.

4. La progression graduelle du populisme : nous avons déjà évoqué ce thème dans nos publications, un thème qui ne cesse de gagner du terrain. Ce qui intrigue/inquiète, c'est la montée des partis extrêmes (partis extrêmes de droite dans les pays du noyau dur de l'Europe et partis extrêmes de gauche dans les pays périphériques) et du populisme, qui se traduit notamment par des thèmes protectionnistes, anti-immigration, et pro-déficits publics. Certains partis seront inévitablement tentés par ces thèmes afin de plaire à un électorat de plus en plus sensible, et à juste titre, au creusement des inégalités, au poids de la fiscalité, à la précarité de l'emploi... Dans l'histoire, de telles politiques (de repli sur soi notamment) se traduisent généralement par des phases de très faible croissance (ou d'absence de croissance) et de plus forte inflation. Ces phases de stagnation économique et de forts déficits publics mènent inévitablement à des périodes de récession et d'instabilité politique et financière. Certaines élections sont particulièrement importantes : référendum italien du début décembre (et élections générales en février 2018... ou avant en cas d'élections anticipées), 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... Après le Royaume Uni et les États-Unis, le changement de leadership se poursuit, et il touche désormais la zone euro. Il ne s'agit pas seulement de voir arriver au pouvoir des partis favorables à la politique budgétaire et fiscale et désireux d'en finir avec l'austérité budgétaire, mais bien de voir de nouveaux leaders hostiles à la globalisation et à l'Union Monétaire Européenne. C'est pour cela qu'en 2017, les marchés financiers entrent véritablement dans un contexte très difficile sur le plan politique.

5. Un risque de hausse des taux longs. Depuis la crise financière, les anticipations sur les taux longs sont toujours erronées. Nombreux sont ceux qui ont cru que la reprise de la croissance dans les pays avancés était, avec la remontée des indices de prix, une bonne raison pour anticiper une remontée des taux longs. C'était sous-estimer les facteurs lourds comme la – crainte de – stagnation séculaire, le poids des QE, la rigueur budgétaire en Europe (l'austérité), le maintien des pressions déflationnistes... Bref, les taux longs ont non seulement poursuivi leur baisse, mais ils sont surtout entrés en territoire négatif, entraînés par des taux directeurs eux-mêmes négatifs (Europe et Japon notamment) et entraînant avec eux les taux des obligations d'entreprises de haute qualité. Le contexte est en train de changer, du fait des États-Unis et de l'élection de D. Trump. La hausse des taux longs peut en fait provenir de cinq sources : i) une remontée significative des perspectives de croissance, ii) un revirement des politiques de taux d'intérêt, iii) la fin des QE, iv) une résurgence de l'inflation, ou v) un renversement des politiques budgétaires et fiscales. L'élection de D. Trump va modifier, au moins dans un premier temps, les anticipations de croissance, ce qui impactera les autres facteurs. Cela est d'autant plus vrai que se profile une politique budgétaire et fiscale plus accommodante. Le débat en cours aux États-Unis ou à venir en Europe sur les politiques budgétaires et fiscales est donc crucial pour les taux d'intérêt. À dire vrai, en Europe, seule la poursuite du QE peut empêcher les taux longs de suivre leurs homologues américains. Il faut noter que la poursuite de la hausse des taux longs aux États-Unis dépendra crucialement des prévisions de croissance. Nous ne misons pas

“

L'ouverture du compte en capital chinois fragilise à court terme la stabilité financière, et nous vivrons sans aucun doute des phases de tension, sur le yuan, sur la croissance chinoise et sur les flux de capitaux

”

“

En 2017, les marchés financiers entrent véritablement dans un contexte très difficile sur le plan politique

”

“

Après le Royaume-Uni et les États-Unis, le changement de *leadership* se poursuit, et il touche désormais la zone euro. Il ne s'agit pas seulement de voir arriver au pouvoir des partis favorables à la politique budgétaire et fiscale et désireux d'en finir avec l'austérité budgétaire, mais bien de voir de nouveaux leaders hostiles à la globalisation et à l'UEM

”



Novembre 2016

sur une accélération du cycle, ce qui veut dire qu'au-delà de 6 mois, miser sur un repli des taux longs semble raisonnable à l'heure où nous écrivons. Le niveau atteint par les obligations d'État américaines devrait en faire une cible privilégiée pour tous les investisseurs quoi, à ce moment-là, seront à la recherche de taux et de portage.

Les risques extrêmes que craignent les marchés financiers sont multiples

Risque extrême (RE)	Crainte	Référence récente	Événement déclencheur	Risque	Probabilité
RE#1 : Un changement radical de politique économique	Impact important sur le cours de change et les taux longs	Abenomics au Japon, politique de relance en France en 1981...	Inflexion majeure des politiques budgétaires et fiscales	Modéré	30 %
RE#2 : Un changement de politique monétaire mal compris	Krach obligataire	Février 1994	Mauvaise communication de la Fed ou de la BCE	Modéré	30 %
RE#3 : Un éclatement de la bulle de crédit en Chine, avec « hard landing » (croissance à 3 % dans les deux ans à venir)	Nouvelle chute des marchés émergents	1997 – 1998	Défaut de grandes entreprises, indicateur de demande interne en Chine	Modéré	20 %
RE#4 : Des craintes d'effondrement de la croissance mondiale (autour de 2 %)	Krach boursier généralisé	2000, 2008	Chute de la demande en Chine, aux États-Unis ou en Europe, nouveau fléchissement des pays émergents dans leur ensemble	Modéré	15 %
RE#5 : Ample et brutale dévaluation du yuan	Krach boursier généralisé	1994	L'incapacité de la banque centrale chinoise à contrôler la dépréciation du yuan	Faible	10 %
RE#6 : Une nouvelle chute du prix du pétrole et des matières premières	Nouvelle chute des pays producteurs	1985 - 1986, 2013 – 2014	Anticipations de croissance mondiale, production excessive (pétrole)	Modéré	20 %
RE#7 : Une nouvelle crise en Europe (post-Brexit)	Crise souveraine ou élargissement des <i>spreads</i> souverains	2011 – 2012	Dissensions politiques suite aux négociations Brexit	Modéré	20 %
RE#8 : Une crise de liquidité	Crise financière	2008	Ventes d'actifs peu liquides (crédit, obligations...)	Modéré	20 %
RE#9 : La prise de pouvoir de partis hostiles à l'Europe	Tensions en Europe, anticipations de disparition de l'UEM	Aucun précédent	Dissensions politiques en Europe, dépréciation de l'euro, dégradation des <i>spreads</i> souverains, hausse de la volatilité	Modéré	20 %

6. Faut-il craindre une rechute des marchés (et des économies) émergents ?

Les marchés émergents avaient de nouveau eu nos faveurs en 2016, après quatre années de disette marquée par une baisse du prix des matières premières, les craintes de hard landing en Chine, une chute des devises, la fin du QE américain, le renversement (même timide) de la politique de taux d'intérêt de la Fed, des sorties récurrentes de capitaux... et des risques spécifiques le plus souvent bien identifiables (Russie, Brésil notamment). Le regain de vigueur de ces marchés était lié à plusieurs facteurs : la prudence de la Fed, le maintien de la croissance mondiale à un niveau décent, la stabilisation de la croissance chinoise, la stabilisation



Novembre 2016

puis la remontée du prix du pétrole, la sous-évaluation flagrante de bon nombre de devises, la bonne rémunération (une oasis de spreads dans un désert de taux ultra bas ou négatifs) et la sous-pondération devenue exagérée de ces classes d'actifs (actions EMG, dette EMG et devises EMG) dans l'ensemble des portefeuilles internationaux. En théorie, les marchés EMG n'aiment ni les hausses de taux courts, ni les hausses de taux longs, et on serait tenté de redevenir négatifs – au moins pour un temps – envers les actifs émergents. Rappelons que la hausse des taux (courts et longs) liée à une révision à la hausse des prévisions de croissance n'est pas négative en soi, bien au contraire, ce qui ne modifie pas notre scénario de fonds sur les marchés émergents. Il faut cependant rester prudents à court terme, et réduire les expositions sur ces marchés : l'incertitude demeure sur la réalisation – même partielle – du programme de D. Trump, un programme comprenant notamment des droits de douane (prohibitifs), et donc un impact négatif sur le commerce mondial... Les discussions autour de ces thèmes ont de quoi déstabiliser les marchés émergents.

Quelles stratégies de macro-hedging ?

Concevoir/mettre en place des stratégies de *macro-hedging* est nécessaire car les facteurs de risque extrêmes évoqués ci-dessus sont tous générateurs de crise majeure. Il convient de rappeler que durant les deux années passées, nous avons eu des alertes sur chacun de ces thèmes : la Chine a changé son régime de change et gère la dépréciation du yuan, le Brexit a montré les faiblesses du RU mais aussi de l'Europe (pas de plan B, pour le premier, pas de cohésion forte pour la seconde), alors même que les premières alertes se sont déjà manifestées en 2015 (crise européenne, Fed, Chine, yuan, marchés émergents, prix des matières premières, liquidité, volatilité), les prix des matières premières ont chuté, la faible liquidité de certains marchés (réputés liquides) a fait l'objet de nombreux commentaires... Bref, des risques déjà bien identifiés, et le fait que des probabilités faibles leur soient associées ne doit pas rassurer. Les probabilités d'occurrence sont toujours difficiles à quantifier, mais ce n'est pas le point le plus important : les conséquences de ces scénarios de risque sont tellement grandes que l'allocation d'actifs ou les activités de *macro-hedging* doivent en tenir compte. Nos recommandations sont les suivantes.

Accroître l'exposition longue en US TBonds et Bunds a du sens pour protéger les portefeuilles des risques 3, 4, 5, 6, 7, 8 et 9. Valeur refuge par excellence, on devrait retrouver des corrélations fortement négatives avec les marchés boursiers en cas de crise.

Être long volatilité prend tout son sens, notamment dans les cas de figure 2, 3, 4, 5, 8 et 9. On peut se mettre long vol en constituant un portefeuille long volatilité diversifié (plusieurs devises, incluant des devises EMG et ou devises + actions), sélectionnant évidemment les volatilités les plus basses (et les supports les plus liquides). Les swaps de volatilité et les variance swaps, qui traitent la volatilité réalisée, et les Forward Vol. Agreement, qui traitent la volatilité implicite, ou investir dans des fonds structurellement longs volatilité sont les produits généralement utilisés pour acheter de la volatilité. Acheter la volatilité actions ou la volatilité devises sera plus protecteur que d'acheter la volatilité sur les taux, notamment en Europe ou au Japon où les marchés obligataires sont administrés et le seraient encore davantage en cas de crise financière.

Accroître la liquidité des portefeuilles est en ligne avec les risques 2, 3, 4, 5, 7, 8 et 9. C'est un réflexe naturel et légitime... sauf que la rémunération n'est plus du tout au rendez-vous, et aujourd'hui encore moins (avec des taux négatifs) qu'il y a un an. Préférer le cash USD au cash EUR ou au cash JPY.

Être long USD est surtout utile dans le cas des scénarios 3, 4, 5, 6, 7 et 9. En période de crise, le dollar bénéficie de son caractère valeur refuge qui fait de lui une devise contra-cyclique (qui évolue à l'opposé des marchés d'actions).

Être long JPY dans les scénarios 3, 5 et 6. Même caractéristique que le dollar, à un degré moindre toutefois. Le fait qu'il soit encore un peu sous-évalué pourrait s'avérer un atout intéressant.

“

Rappelons que la hausse des taux (courts et longs) liée à une révision à la hausse des prévisions de croissance n'est pas négative en soi, bien au contraire

”

“

Les probabilités d'occurrence sont toujours difficiles à quantifier, mais ce n'est pas le point le plus important : les conséquences des scénarios de risque sont tellement grandes que l'allocation d'actifs ou les activités de *macro-hedging* doivent en tenir compte

”



Novembre 2016

Acheter de l'or dans les scénarios 2, 3, 4, 5, 7, 8 et 9. Avec la volatilité, l'or (physique) est sans aucun doute, en phase de panique, de crise financière, de crise de dette ou de crise de liquidité l'instrument de *macro-hedging* idéal. C'est en effet la seule classe d'actifs risquée – parmi les actions américaines, le private equity, l'immobilier, les hedge funds, et les matières premières – à avoir progressé lors de la guerre du golfe, de la faillite de LTCM, du 11 septembre 2001, la récession de 2002, la grande récession et la crise de la dette souveraine, ce qui en fait un actif à part. Il ne représente une dette envers personne (contrairement à une obligation ou à une action), ce qui, dans un contexte de crise économique et financière avec fort endettement, a incontestablement beaucoup de valeur.

Conclusion

Au total, conserver des surpondérations en actifs émergents (actions, dette et devises), en crédit (vs. Obligations gouvernementales) a encore du sens, la recherche de rendement et de spreads restant de mise. De même, l'attrait des actifs « alternatifs », « réels », est intact, dans une optique de diversification et de rendement.

Il est cependant indéniable que les négociations autour du Brexit, la politique de la Chine (politique économique, mais surtout politique de change et politique d'ouverture de son compte en capital), les limites des politiques monétaires ou les perspectives de changements d'orientation des politiques budgétaires et fiscales, le changement de leadership aux États-Unis et les élections à venir en Europe sont de nature à modifier sérieusement les tendances actuelles.

- Les négociations sur la mise en pratique du Brexit devraient affaiblir le sterling et le potentiel de croissance du Royaume Uni, incitant la Banque d'Angleterre à conserver pour longtemps une politique monétaire accommodante. Elles pourraient également affaiblir la cohésion européenne, ce qui ne serait pas une bonne nouvelle en cette année d'élections.
- Les élections américaines ouvrent la voie à une relance budgétaire et fiscale qui ne sera pas sans effet sur le dollar et les marchés de taux, ainsi que sur les débats électoraux en Europe. Ce changement de tendance outre-Atlantique est une forme de désinhibition envers les relances budgétaires, voire même envers des thèmes populistes.
- Les élections en Europe vont s'ouvrir dans un contexte de changement de leadership amorcé au Royaume Uni et aux États-Unis. La progression des partisans d'une politique budgétaire et fiscale plus expansionniste, de certaines formes de protectionnisme (marchandises et personnes) est un fait avéré. Ce que certaines appellent populisme va également de pair avec un rejet de l'establishment et, dans le cas de l'Europe, un rejet de l'UEM, de l'euro et des contraintes politiques (la perte de souveraineté) qui l'accompagnent.
- Les marchés financiers ont jusqu'ici donné des blancs-seings aux banques centrales, QE et baisses des taux allant dans le sens de la stabilité financière (synonyme de faible volatilité), d'une plus grande sécurité pour les dettes d'État, et de faible coût de financement pour les entreprises. Mais les banques centrales sont arrivées au terme de ce qui pouvait être fait (elles sont sans doute au-delà s'agissant du niveau des taux), et la situation de la croissance et de l'emploi reste globalement décevante. Recourir à des politiques budgétaires et fiscales modifie les perspectives de taux longs, mais uniquement si le QE est interrompu, ce qui n'est pas notre prévision. Prévoir néanmoins des pics de volatilité.
- Comme cela est le cas depuis plus d'une décennie, la Chine reste un grand point d'inquiétude. L'ouverture du compte en capital se poursuit, et la situation économique (bulle immobilière et de crédit, risque de hard landing, flux de capitaux...) n'est pas réellement rassurante, et ce même si la croissance s'est stabilisée depuis trois trimestres. La meilleure santé des économies émergentes est toutefois un gage de stabilité qu'il ne faut pas négliger, même si dans un premier temps, le changement de leadership aux États-Unis a de quoi les déstabiliser.

L'année 2017 semble bien être une année charnière pour les marchés financiers, notamment pour les taux longs.

“

Avec la volatilité, l'or (physique) est sans aucun doute, en phase de panique, de crise financière, de crise de dette ou de crise de liquidité l'instrument de macro-hedging idéal

”

“

Les négociations autour du Brexit, la Chine, les limites des politiques monétaires, les perspectives de changements d'orientation des politiques budgétaires et fiscales, le changement de leadership aux États-Unis et les élections à venir en Europe sont de nature à modifier sérieusement les tendances actuelles

”



Novembre 2016

Scénario central et scénarios alternatifs : les prévisions d'Amundi

PRÉVISIONS À UN AN						
	Niveau actuel	Scénario central	Scénario de risque 1	Scénario de risque 2	Scénario de risque 3	Scénario optimiste
		La croissance mondiale se stabilise autour de 3 %	Fort ralentissement de la croissance européenne	<i>Hard landing</i> chinois	Ralentissement économique marqué aux États-Unis	La croissance mondiale accélère
FX						
EUR/USD	1,08	1,1	1	1,2	1,25	1,15
USD/JPY	109	110	100	95	95	115
EUR/GBP	0,86	0,9	1	0,9	0,9	0,9
USD/CNY	6,87	7,2	7,2	7,6	7,2	7
USD/BRL	3,43	3,4	3,4	3,8	3,5	3
MARCHÉS MONÉTAIRES						
Euribor 3 mth	-0,31	-0,30	-0,50	-0,50	-0,4	-0,2
Eurodollar 3 mth	0,91	1,4	1	0,25	0,25	1,9
FIXED INCOME						
2 Yr US	1,01	1,50	0,90	0,20	0,20	2,00
2 Yr JPY	-0,18	-0,40	-0,40	-0,60	-0,5	0
2 Yr DEM	-0,64	-0,60	-0,80	-0,90	-0,7	-0,2
2 Yr GBP	0,21	0,10	-0,30	0,00	0	0,5
10 Yr US	2,26	2,30	1,70	1,00	1	2,8
10 Yr JPY	0,01	0	0	0	0	0
10 Yr DEM	0,23	0,30	-0,30	-0,30	-0,2	0,8
10 Yr GBP	1,39	1,50	0,50	0,80	0,8	2
10 Yr spread France	50	30	70	50	50	20
10 Yr spread Italy	173	130	250	150	150	80
10 Yr spread Spain	122	100	250	150	150	80
INVESTMENT GRADE						
Spread IG Europe	116	70	230	200	180	60
Spread IG US	135	100	130	230	230	80
HIGH YIELD						
Spread HY Europe	402	330	800	600	500	300
Spread HY US	494	380	500	700	900	300
DETTE ÉMERGENTE						
Spread JPM EMBI Global div	358	370	450	530	500	310
ACTIONS						
MSCI EMU	189	200	160	150	140	220
MSCI US	2 061	2 150	1 890	1 750	1 670	2 250
MSCI Japan	842	880	720	660	660	970
MSCI EM	839	900	780	600	650	1 000

Novembre 2016

Scénario central et scénarios alternatifs :

les « expected returns » d'Amundi (DELPHINE GEORGES, *Stratégiste Multi asset*)

EXPECTED RETURNS A UN AN					
	Scénario central	Scénario de risque 1	Scénario de risque 2	Scénario de risque 3	Scénario optimiste
	La croissance mondiale se stabilise autour de 3 %	Fort ralentissement de la croissance européenne	Hard landing chinois	Ralentissement économique marqué aux États-Unis	La croissance mondiale accélère
FX					
EUR/USD	1,85%	-7,41%	11,11%	15,74%	6,48%
USD/JPY	0,92%	-8,26%	-12,84%	-12,84%	5,50%
EUR/GBP	4,65%	16,28%	4,65%	4,65%	4,65%
USD/CNY	4,80%	4,80%	10,63%	4,80%	1,89%
USD/BRL	-0,87%	-0,87%	10,79%	2,04%	-12,54%
MARCHES MONÉTAIRES					
Eurodollar 3m	1,16%	0,96%	0,58%	0,58%	1,41%
Euribor 3	-0,31%	-0,41%	-0,41%	-0,36%	-0,26%
FIXED INCOME					
2Y Germany	-0,72%	-0,34%	-0,15%	-0,53%	-1,47%
2Y US	0,06%	1,23%	2,59%	2,59%	-0,91%
2Y UK	0,39%	1,05%	0,55%	0,55%	-0,28%
2Y JPY	0,25%	0,25%	0,65%	0,45%	-0,54%
10Y Germany	-0,40%	5,02%	5,02%	4,12%	-4,93%
10Y US	1,88%	7,30%	13,63%	13,63%	-2,64%
10Y UK	0,36%	9,36%	6,66%	6,66%	-4,14%
10Y Japan	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%
10 Y France	2,03%	4,00%	5,98%	4,99%	-1,93%
10Y Italy	5,38%	-0,27%	9,14%	8,20%	5,38%
10Y Spain	2,82%	-5,63%	3,76%	2,82%	0,00%
INVESTMENT GRADE					
Investment Grade Euro	3,09%	-3,39%	-1,77%	-0,20%	0,90%
Investment Grade US	5,05%	2,87%	3,98%	3,98%	3,03%
HIGH YIELD					
HY Euro	4,57%	-14,68%	-7,51%	-7,10%	4,39%
HY US	7,84%	-2,99%	-7,40%	-14,18%	8,70%
DETTE EMERGENTE					
JPM EMBI Global Diversified	4,78%	2,86%	2,20%	4,18%	5,44%
ACTIONS					
MSCI EMU	8,1%	-12,9%	-18,1%	-23,4%	18,7%
MSCI US	5,61%	-6,92%	-13,66%	-17,51%	10,43%
MSCI Japan	5,99%	-12,96%	-20,07%	-20,07%	16,66%
MSCI EM	9,55%	-4,71%	-26,10%	-20,16%	21,44%



Facteurs de risque

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur Recherche, Stratégie et Analyse

Le tableau ci-dessous reprend les seize principaux facteurs de risque probabilisés avec les impacts de marchés qui nous paraissent les plus crédibles.

[RISQUE # 1] **La perception d'un changement significatif de politique économique aux États-Unis**

[PROBABILITÉ] **60 %**

ANALYSE Les élections américaines du 8 novembre ont été favorables à D. Trump, qui sera donc le 45^e président des États-Unis. Cette élection représente sans aucun doute un grand changement dans la philosophie de l'Amérique, moins déterminée désormais par une logique de « gendarme du monde » et davantage autocentrée, si l'on se fie aux déclarations de D. Trump. Au-delà de cette inflexion majeure, la question est également de savoir si la politique économique sera fortement infléchie, notamment la politique budgétaire et fiscale. Comment la politique monétaire va-t-elle accompagner ces changements ? Autant de questions cruciales. On sait que sont prévues des baisses d'impôt et une relance des dépenses d'infrastructures, et que l'impact sur le déficit budgétaire peut être très élevé, avec les conséquences que l'on imagine sur les taux longs, la dette publique... et la politique monétaire. On sait également le Congrès américain (même s'il est majoritairement républicain) ne donnera pas un blanc-seing au nouveau président sur ces sujets : il n'est en effet pas favorable à de gros écarts budgétaires. Ceci étant, même si l'inflexion reste modérée au regard du programme de campagne, ne pas miser sur des changements significatifs serait sans aucun doute une erreur.

IMPACT DE MARCHÉ La victoire de D. Trump apporte son lot d'incertitudes, sur beaucoup de points : son rôle international, l'OTAN, les accords commerciaux, l'accord sur le climat, la politique anti-migrants, la politique commerciale, l'instauration éventuelle de droits de douane... Ses actions à venir représentent un risque supplémentaire pour les marchés financiers (notamment sur le dollar, la volatilité ambiante et sur les taux longs). Le risque d'une inflexion majeure de la politique économique, conduisant à un creusement des déficits, n'est pas marginal à ce stade, et ce d'autant plus qu'il faudra attendre plus de deux mois avant d'avoir des réponses à ces questionnements (entrée en fonction le 20 janvier, puis discussions avec le Congrès).

[RISQUE # 2] **Italie : référendum et loi électorale : deux ingrédients pour une prochaine crise politique**

[PROBABILITÉ] **20 %**

ANALYSE L'Italie va procéder à un référendum le 4 décembre. 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. Même si la victoire de Trump aide à la victoire du non au référendum en Italie (une désinhibition supplémentaire du populisme, ainsi que du mouvement de rejet des partis classiques et de l'establishment), quatre scénarios sont possibles :

- **Un vote favorable lors du référendum (ce n'est pas ce qu'indiquent les sondages), assorti du maintien de Matteo Renzi au poste de premier ministre.** Ce serait sans aucun doute le meilleur scénario possible : pas de crise politique, stabilité gouvernementale, poursuite des réformes, satisfaction des pays européens... Mais il lui faudra gagner ensuite les élections générales de février 2018, ce qui est loin d'être acquis. En tout cas, en cas de victoire serrée (ce qui serait le cas), la perspective d'élections générales pèserait sur le contexte italien. En outre, en fin de mandat, il serait impossible de changer la loi électorale (et réintroduire par exemple le vote proportionnel). Rappelons que cette loi permet de donner au vainqueur des élections générales non seulement l'investiture pour le poste de premier ministre, mais également une majorité confortable à la Chambre des députés. La mésentente entre les partis traditionnels de droite et de gauche (et/ou le mauvais report des voix entre ces partis) pourrait bien favoriser la prise de pouvoir du parti populiste « Cinq étoiles » (en italien « Movimento 5 Stelle » ou « Cinque Stelle », ou encore « M5S »).
- **Un vote défavorable lors du référendum et le maintien de Matteo Renzi au poste de premier ministre** étaient deux éléments incompatibles il y a moins de deux mois, 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, en dépit de sa faible popularité en Italie, souhaitent conserver un interlocuteur de qualité comme Renzi (constructif, réformateur...). Les sondages donnent actuellement une victoire du « non » au référendum.
- **Un vote défavorable lors du référendum, la démission de Renzi et la nomination d'un gouvernement technique (ou de coalition)** 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.
- **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 dans un premier temps à une instabilité/crise politique et entraînant à coup sûr une période d'arrêt pour les réformes, et dans un second temps à une nouvelle

Novembre 2016

Facteurs de risque

majorité. Il faut rappeler que les élections générales, prévues initialement pour février 2018 seraient alors avancées, et que la probabilité de voir, en Italie cette fois, le parti populiste « Cinq Étoiles » l'emporter (constituer un gouvernement avec majorité parlementaire) serait grande. La loi électorale favorise en effet le vainqueur des élections en lui donnant une majorité parlementaire. Nous ne pouvons pas faire de prévisions sur le vote d'un peuple, seulement nous fier aux sondages... Mais peut-on vraiment s'y fier ? Le référendum britannique (Brexit) et les élections américaines ont montré, si besoin était, la faiblesse des sondages ou l'incapacité à capter les « votes cachés » (non déclarés dans les sondages) et les taux de rejets des candidats des partis traditionnels. La montée du populisme (qui rime avec rejet de l'establishment, rejet des partis, montée du protectionnisme, rejet de la globalisation, colère contre la montée des inégalités, refus de la centralisation, hostilité envers les réformes des systèmes sociaux...) est également une réalité qui s'impose dans tous les pays. Un rejet du référendum italien est largement possible, mais il nous semble que la probabilité de voir Matteo Renzi rester en poste est élevée. **Attention toutefois : le vrai problème de l'Italie, ce n'est pas forcément le référendum de début décembre, mais plutôt la loi électorale, susceptible de faire basculer le paysage politique sur une seule élection** (en février 2018 ou avant en cas d'élections anticipées)... Cela représenterait un changement majeur après 5 années de stabilité politique.

IMPACT DE MARCHÉ La démission de Renzi (avec la perspective de nouvelles élections) provoquerait 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 fortement ses marchés d'actions et de taux.

[RISQUE # 3] Une mauvaise interprétation des intentions de la Fed ... ou une erreur de la Fed

[PROBABILITÉ] **30 %**

ANALYSE L'élection de D. Trump brouille un peu les messages : on doute que le nouveau président confirme J. Yellen pour un second mandat en 2018, et on sait également qu'il a critiqué la « complaisance » de la politique monétaire. Difficile de bien comprendre le message : comment vouloir en même temps avoir une croissance plus forte, un dollar plus faible et une politique monétaire plus restrictive ? Et ce d'autant plus qu'une mauvaise interprétation des intentions/décisions de la Fed était déjà un facteur de risque important. Depuis les élections la situation est encore pire. Avec une croissance du PIB de l'ordre de 2 %, une inflation proche de 2 % et une situation de l'emploi, le taux des *fed funds* devrait être, dans un cycle normal, bien plus élevé qu'il ne l'est aujourd'hui. La Fed est donc, techniquement, « derrière la courbe ». Mais rappelons 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 de 175pb). Les indicateurs d'inflation se sont rapprochés de la cible de la Fed et celle-ci (J. Yellen et S. Fisher) prépare depuis quelques mois les marchés à un resserrement monétaire, pour la fin de l'année. Cela pourrait bien avoir lieu, mais attention : depuis quelques semaines, les taux longs sont repartis à la hausse, et depuis l'élection de D. Trump, les anticipations de hausses des taux ont été repoussées à plus tard. 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, ou encore en cas de surprise trop forte.

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 # 4] Un « hard landing » chinois/un éclatement de la bulle de crédit

[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'étirole, 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, la Chine va-t-elle 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, la croissance du PIB se stabilisant depuis trois trimestres autour de 6,7 % annualisés. La mise en place de droits de douane de 45 % (comme l'a promis D. Trump



Novembre 2016

Facteurs de risque

durant la campagne) serait de nature à favoriser l'enclenchement de cette spirale négative, mais nous ne croyons pas du tout à l'adoption d'une telle mesure.

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 # 5] Un effondrement de la croissance mondiale

[PROBABILITÉ] **15 %**

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 protectionniste 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. Pendant 4 ans, le ralentissement du monde émergent a été une réalité tangible, tandis que le monde « avancé » progressait de nouveau. Un nouveau ralentissement de ce dernier pourrait provenir de l'effet de second rang des pays EMG (chute des exportations), d'un nouveau fléchissement de l'investissement, de l'emploi... bref, de la demande intérieure, actuellement le principal moteur de leur croissance.

IMPACT DE MARCHÉ Mis à part le recours à des politiques économiques (notamment budgétaires) 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 # 6] Une récession aux États-Unis

[PROBABILITÉ] **20 %**

ANALYSE Nous tablons sur une croissance de 2% en 2017 (vs 1,6% en 2016), puis une légère accélération en 2018 (2,2%). La croissance se maintiendrait ainsi légèrement au dessus du potentiel au cours des deux prochaines années. Il n'est pas question à ce jour de récession aux États-Unis, mais l'absence de marges de manœuvre de la part de la Fed inquiète. 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. Ce qui inquiète également, c'est l'incertitude sur la future politique économique : l'analyse et le chiffrage du programme de D. Trump (protectionnisme (et impact sur le Mexique et la Chine notamment), plan anti migrants (se soldant par une baisse de la force de travail et de la population, ainsi que par une hausse du coût du travail), renégociation des traités commerciaux,...), conduisent à anticiper une récession. Même s'il est bien peu probable que ce programme soit adopté en l'état, la phase d'incertitude qui s'ouvre n'est pas favorable à la croissance à court terme.

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 # 7] Une forte dévaluation du yuan

[PROBABILITÉ] **10 %**

ANALYSE En plein mois d'août 2015, la Chine a donné l'impression pendant quelques jours qu'elle abandonnait sa politique de change, préparant les marchés à une vaste dépréciation du yuan (en 1994, elle avait dévalué le yuan de 30 %). Ces mêmes craintes ont resurgi début janvier. Jusqu'ici, la Chine a utilisé la politique monétaire, la politique budgétaire, 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). En 2016, la Chine a modifié son régime de change, et elle gère une dépréciation graduelle du yuan. La mise en place d'une politique protectionniste aux États-Unis serait fatale, les autorités chinoises seraient incapables et peu désireuses de poursuivre cette politique, et ce d'autant plus que le yuan n'est plus, aujourd'hui, visiblement sous-évalué. Au-delà des conséquences immédiates très négatives sur les marchés financiers, une dévaluation brutale (de 10 % au moins en un jour) 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, car l'enjeu majeur de la Chine est désormais l'ouverture de son compte en capital : attirer des investisseurs internationaux signifie accepter une politique monétaire

Novembre 2016

Facteurs de risque

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. Une forte dévaluation du yuan serait une bien mauvaise décision.

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 # 8] **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, au cours de ces toutes dernières années, ont pu 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 (davantage de cohésion au sein de l'OPEP) et l'afflux de capitaux notamment (à part pour la Chine) ont redonné des couleurs à ces marchés.

IMPACT DE MARCHÉ Même si la baisse du prix du pétrole est et a été 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 # 9] **Le dossier post-Brexit affaiblit durablement le Royaume Uni**

[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 « pourrait perdre » 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 risque pour le Royaume Uni réside dans ses futures capacités à commercer librement dans le marché unique, à acquérir l'indépendance souhaitée sans les contraintes de l'UE. On peut en douter, et c'est en tout cas l'enjeu des négociations qui débiteront au plus tard au deuxième trimestre 2017... et qui pourraient durer deux ans (pour en savoir plus, lire notre dossier « *le post-Brexit en quelques questions – réponses* », Cross Asset Investment Strategy Mensuel, Amundi, juillet 2016). Soyons clairs (honnêtes) cependant : il est actuellement bien difficile de dire ce qui va se passer et même d'être sûr que le Brexit va vraiment arriver. L'absence de plan B de la part des Britanniques, l'absence de discussions entre le RU et les pays de l'UE (dans l'attente de l'activation de l'article 50), et la nature du débat (qui oppose des pragmatiques à des idéologues du Brexit) rendent la situation plutôt confuse. Ne pas exclure la tenue d'un nouveau référendum dans un an.

IMPACT DE MARCHÉ Dans un tel cas de figure, on assistera à un affaiblissement supplémentaire de la livre sterling et du PIB long terme de l'économie britannique, deux éléments susceptibles de prolonger le statu quo monétaire. On assisterait aussi, sans aucun doute à une fragilisation des actifs financiers de la zone euro.

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

[PROBABILITÉ] **20 %**

ANALYSE Sur un plan purement économique, toutes choses égales par ailleurs, le retrait du Royaume-Uni n'aurait pas de conséquences graves pour les pays de l'Union. Les pays les plus touchés seraient néanmoins ceux qui ont des liens étroits avec le Royaume-Uni : l'Irlande en premier, puis le Luxembourg, la Belgique, la Suède, Malte et Chypre 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



Novembre 2016

Facteurs de risque

britannique. 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 a ajouté une nouvelle couche d'incertitude. La gestion de la sortie du RU de l'UE ressemble fort à la gestion du divorce le plus complexe de l'histoire. Ce qui est sûr, c'est qu'il s'agit d'un test important sur la capacité de l'Europe 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. À noter que les négociations avec le RU vont intervenir en pleine année électorale en France et en Allemagne notamment, ce qui n'est assurément pas une configuration politique idéale. Il s'agira de réconcilier les Européens avec l'idée européenne, et notamment de rassurer les eurosceptiques. Ce ne sera pas facile. Avant le Brexit et avant les élections américaines, la situation européenne était déjà compliquée.

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'écroulement 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. En outre, les politiques monétaires ont atteint leurs limites, aussi bien les taux négatifs que les QE, et il est bien difficile d'attendre davantage de leur part. La réponse macroéconomique proviendrait à terme des politiques budgétaires et fiscales, et, traditionnellement, les dépenses publiques ont beaucoup moins de vertus stabilisatrices pour les marchés financiers que les baisses de taux d'intérêt.

IMPACT DE MARCHÉ Une plus grande instabilité financière se traduirait par 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 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

Novembre 2016

Facteurs de risque

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 la poursuite des pressions sur la rentabilité, amplifiées par l'enjeu de la digitalisation qui pousse les banques à réduire leur endettement et à rester prudentes en matière de crédit.

IMPACT DE MARCHÉ Parmi les facteurs de fragilité, l'incapacité à discriminer est sans doute le plus gênant : des rumeurs sur 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 # 14] Les risques géopolitiques s'intensifient

[PROBABILITÉ] **70 %**

ANALYSE Les marchés financiers évoluent désormais dans un contexte difficile sur le plan 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. Les États-Unis sont entrés officiellement dans ce débat avec l'élection de D. Trump et la perspective de renvoi des migrants (11,3 millions si l'on croit en son programme) et de construction d'un mur à la frontière mexicaine. Ne pas miser sur une résolution rapide des problèmes et conflits en cours.

IMPACT DE MARCHÉ Il ne fait aucun doute qu'il y aura régulièrement des regains de tensions et de volatilité. Les risques géopolitiques 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 # 15] Les risques politiques européens s'intensifient (échéances électorales, populisme...)

[PROBABILITÉ] **70 %**

ANALYSE Les marchés financiers rentrent désormais dans un contexte très difficile sur le plan politique. En 2017, de nombreuses élections auront lieu, dont certaines sont particulièrement importantes : 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... Ce qui intrigue/inquiète, c'est la montée des partis extrêmes (partis extrêmes de droite dans les pays du noyau dur de l'Europe et partis extrêmes de gauche dans les pays périphériques) et du populisme, qui se traduit notamment par des thèmes protectionnistes, anti-immigration, et pro-déficits publics. Certains partis seront inévitablement tentés par ces thèmes afin de plaire à un électorat de plus en plus sensible au creusement des inégalités, au poids de la fiscalité... Dans l'histoire, de telles politiques (de repli sur soi notamment) se traduisent généralement par des phases de très faible croissance (ou d'absence de croissance) et de plus forte inflation. Ces phases de stagnation économique et de forts déficits publics mènent inévitablement à des périodes de récession et d'instabilité politique et financière.

IMPACT DE MARCHÉ Les risques politiques actuels sont bien identifiés, mais la perspective d'élections majeures en Europe notamment entraînera un regain de volatilité et des questionnements sur la gouvernance et le *leadership* futur de l'UE. Cela peut-il affecter les perspectives de croissance et les orientations des marchés financiers ? La réponse est oui.

[RISQUE # 16] Une remontée des taux longs européens

[PROBABILITÉ] **30 %**

ANALYSE Depuis la crise financière, les anticipations sur les taux longs sont toujours erronées. Dans le meilleur des cas, le repli anticipé est trop faible... mais nombreux sont aussi ceux qui ont cru que la reprise de la croissance dans les pays avancés, États-Unis en tête était, avec la remontée des indices de prix, une bonne raison pour anticiper une remontée des taux longs. C'était sous-estimer les facteurs lourds comme la – crainte de – stagnation séculaire, le poids des QE, la rigueur budgétaire en Europe (l'austérité), le maintien des pressions déflationnistes... Bref, les taux longs ont non seulement poursuivi leur baisse, mais ils sont surtout entrés en territoire négatif, entraînés par des taux directeurs eux-mêmes négatifs (Europe et Japon notamment) et entraînant avec eux les taux des obligations d'entreprises de haute qualité. La recherche de rendement dans ce désert de taux ultra bas ou négatif a favorisé trois oasis de *spreads* : la dette émergente, la dette privée et la dette high yield. Quel est le risque ? La hausse des taux longs peut provenir de cinq



Novembre 2016

Facteurs de risque

sources : i) une remontée significative des perspectives de croissance, ii) un revirement des politiques de taux d'intérêt, iii) la fin des QE, iv) une résurgence de l'inflation, ou v) un renversement des politiques budgétaires et fiscales. Les trois premiers ne sont pas matérialisés, le quatrième n'est pas encore un sujet de préoccupation, seul le cinquième prend de l'ampleur aux États-Unis et il impactera sans le moindre doute les quatre premiers. C'est pour cela que le débat en cours aux États-Unis ou à venir en Europe sur les politiques budgétaires et fiscales est crucial pour les taux d'intérêt.

IMPACT DE MARCHÉ Le risque de voir les taux longs progresser significativement est moindre en zone euro pour des raisons historiques et compte tenu des contraintes européennes. Attention dans le cas des États-Unis : la sensibilité aux taux longs a augmenté avec le releveraging des entreprises (à son plus haut historique). À noter aussi que toute hausse des taux longs devient un frein pour la politique monétaire et pour les éventuelles velléités de hausse des taux directeurs.



Scénario macroéconomique en 2017 et au-delà

2 2017 : une année charnière dominée par la reflation mondiale (États-Unis, Chine) et l'incertitude politique

DIDIER BOROWSKI - KARINE HERVÉ - MO JI - TRISTAN PERRIER - AKIO YOSHINO,
Stratégie et Recherche Économique

En 2016, et pour la 5^e année consécutive, la croissance mondiale est restée proche de 3 %. Cette stabilité masque des cycles économiques très différents au sein des pays émergents comme au sein des pays avancés¹. Nous prévoyons que la croissance mondiale restera proche de 3 % en 2017 et 2018, sans accélération notable, hormis dans quelques pays émergents qui sortent de récession et/ou rattrapent l'activité perdue lors de la chute des prix des matières premières (Brésil, Russie).

L'affaiblissement de la croissance mondiale s'explique par des facteurs tant structurels (ralentissement de la croissance potentielle mondiale, ralentissement du commerce mondial) que « conjoncturels » (la chute du prix des matières premières a fragilisé les pays producteurs, à commencer par les États-Unis). On observe toutefois des dynamiques très différentes selon les pays. **Dans les pays avancés**, les États-Unis, qui sont en « fin de cycle », auront très probablement besoin de mobiliser la politique budgétaire pour soutenir la croissance à l'horizon 2018. Au sein de la zone euro, la reprise cyclique est encore loin d'être achevée ne serait-ce qu'à en juger par le marché du travail : le taux de chômage baisse mais est encore très au-dessus de ses niveaux de 2008 dans de nombreux pays. **Dans les pays émergents**, la chute des matières premières depuis la mi-2014 a pesé sur les producteurs. Mais, tout comme dans les pays avancés, les cycles économiques se sont nettement décorrélés les uns des autres (la demande domestique joue un rôle prépondérant).

Notre scénario 2017 s'articule autour de 5 idées clés : (1) le cycle d'expansion se poursuit dans les principaux pays avancés mais à un rythme lent ; (2) la demande intérieure reste la pierre angulaire des économies (qu'elles soient avancées ou émergentes) ; (3) les autorités chinoises parviennent à conduire en 2017 et 2018 un ralentissement ordonné de leur économie en dépit d'une vulnérabilité accrue (bulle immobilière, dette privée insoutenable à moyen terme) ; (4) les prix des matières premières se stabilisent à un niveau légèrement supérieur à leur niveau actuel (55 \$ en ce qui concerne le baril de Brent) ; (5) la remontée de l'inflation liée à l'effet de base est temporaire et les politiques monétaires demeurent ultra-accommodantes.

Les perspectives à l'horizon 2018 dépendront de la capacité des États à rééquilibrer leur *policy mix* en mobilisant davantage la politique budgétaire. Nous développons dans une première section quelques caractéristiques générales du cycle mondial avant de revenir, avec plus de granularité, sur les perspectives des grands pays.

1. Le commerce mondial n'est plus un moteur de croissance² :

- La chute des prix des matières premières de la mi-2014 à début 2016 explique en grande partie l'affaiblissement du commerce en 2016 (croissance nulle sur un an en juin). C'est en effet dans les pays émergents que la contraction a été la plus marquée. **En 2017 et 2018, le**

¹ La distinction entre économies avancées et économies émergentes reste d'usage, même si la frontière entre les deux blocs est de plus en plus floue. La fragmentation au sein de chacun de ces deux espaces impose un examen granulaire pour établir des perspectives. La distinction entre pays « avancés » et « émergents » demeure cependant pertinente quand il s'agit d'étudier ou de rendre compte, dans ses grandes lignes, de la croissance mondiale (conjoncture, croissance potentielle, commerce mondial).

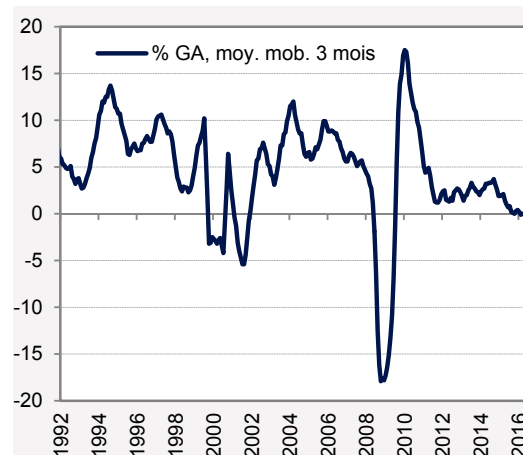
² Le commerce mondial a nettement ralenti au cours des dernières années, avec une croissance quasi nulle au 1^{er} semestre 2016.

L'essentiel

Notre scénario 2017 s'articule autour de 6 idées clés : (1) le cycle d'expansion se poursuit dans les principaux pays avancés mais à un rythme lent ; (2) la demande intérieure reste la pierre angulaire des économies (qu'elles soient avancées ou émergentes) ; (3) les autorités chinoises parviennent à conduire en 2017 et 2018 un « ralentissement ordonné » de leur économie en dépit d'une vulnérabilité accrue (bulle immobilière, dette privée insoutenable à moyen terme) ; (4) La politique budgétaire expansionniste aux États-Unis prolonge le cycle mais ne produit pas ses effets avant fin 2017 ; (5) les prix des matières premières se stabilisent à un niveau supérieur à leur niveau actuel (55 \$ en ce qui concerne le baril de Brent) ; (6) la remontée de l'inflation liée à l'effet de base est temporaire et les politiques monétaires demeurent très accommodantes.

Nous tablons sur une poursuite de la reflation mondiale avec une prévision de croissance mondiale proche de 3 % en 2017 et 2018, sans accélération notable, hormis dans quelques pays émergents qui sortent de récession et/ou rattrapent l'activité perdue lors de la chute des prix des matières premières (Brésil, Russie).

1 Commerce mondial en volume (% GA)



Novembre 2016

commerce mondial de biens va rebondir, soutenu par la poursuite du cycle dans les pays avancés et la sortie de récession de quelques grands pays émergents. **Cependant, il ne faut pas s'attendre à retrouver les rythmes d'expansion des années 2000.**

- **Le ralentissement du commerce mondial est structurel**: alors qu'il augmentait deux fois plus vite que le PIB mondial entre le début des années 1980 et la grande crise financière (7 % vs 3,5 %), son accroissement est moins rapide que celui du PIB depuis 2011³. Il s'agit d'une rupture de tendance majeure avec les 30 années qui ont précédé la grande récession de 2008-2009. La montée des pressions protectionnistes s'explique en partie par le rejet d'une mondialisation qui n'apporte plus les mêmes bénéfices que par le passé.

2. La croissance potentielle mondiale ralentit. Le ralentissement de la productivité, que l'on constate à l'échelle mondiale, explique en grande partie ce mouvement. Le vieillissement de la population a déjà des conséquences visibles avec un ralentissement (voire une baisse) de la population en âge de travailler dans plusieurs pays. Les origines de l'affaiblissement de la productivité font l'objet de débats (épuisement des gains liés aux innovations, poids croissant des services à faible valeur ajoutée dans les économies etc.). Si des problèmes de mesure sont parfois avancés comme explication, il est néanmoins frappant d'observer que ce ralentissement touche des pays dont les structures productives et les positionnements dans le cycle sont très différents, ce qui milite pour une explication d'origine structurelle davantage que pour un simple problème de mesure. **L'affaiblissement de la croissance potentielle nominale a des conséquences majeures sur le niveau d'équilibre des taux d'intérêt et marquera les perspectives économiques de la décennie à venir⁴.**

3. Le taux d'investissement productif stagne. Dans les pays avancés, le taux d'investissement en volume a cessé de progresser sans avoir retrouvé son niveau de 2008. Depuis quelques années, on observe qu'il stagne également dans les pays émergents, où l'investissement avait pourtant été plus dynamique que dans les pays avancés dans les premières années qui ont suivi la grande crise financière. En dépit de conditions monétaires et financières très accommodantes et d'une épargne abondante, les entreprises privilégient (c'est frappant aux États-Unis et dans la zone euro) les rachats d'actions et des opérations de croissance externe (fusions & acquisitions) à des opérations de croissance interne. La faiblesse des débouchés anticipés semble expliquer ce choix.

Cette évolution — qui se fait au détriment des investissements productifs — fait douter de l'efficacité de la politique monétaire. Les décisions des entreprises peuvent être justifiées sur le plan microéconomique mais produire des effets non désirables à l'échelle macroéconomique. Ainsi, moins il y aura d'investissement, moins il y aura de chances de voir des innovations stimuler la productivité. En d'autres termes, la faiblesse de l'investissement aujourd'hui hypothèque la croissance potentielle de demain et la politique monétaire est impuissante à endiguer ce phénomène.

4. Un rééquilibrage progressif de la politique économique vers la politique budgétaire. Face à l'impuissance de la politique monétaire à faire redémarrer l'investissement, les organisations internationales (FMI, OCDE) ainsi que les gouvernements du G20 font un même diagnostic : il est nécessaire de rééquilibrer le *policy mix* en mobilisant davantage le levier budgétaire et fiscal⁵. L'OCDE appelle ainsi à utiliser les marges de manœuvre libérées par la diminution des charges d'intérêt de la dette (induite par la baisse généralisée des taux d'intérêt). L'objectif est double :

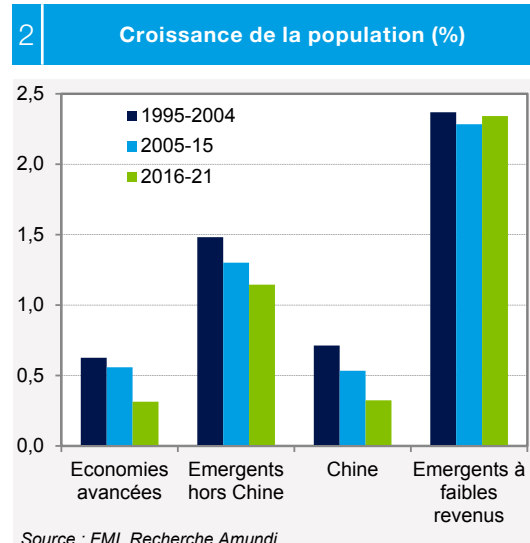
³ On ne considère pas les évolutions sur la période 2008 à mi-2011 qui sont biaisées par l'effondrement de la croissance et l'effet de rattrapage qui s'en est suivi. Depuis la mi 2011, un nouveau cycle semble à l'œuvre.

⁴ Avec pour conséquence majeure de voir les taux d'intérêt d'équilibre rester très bas.

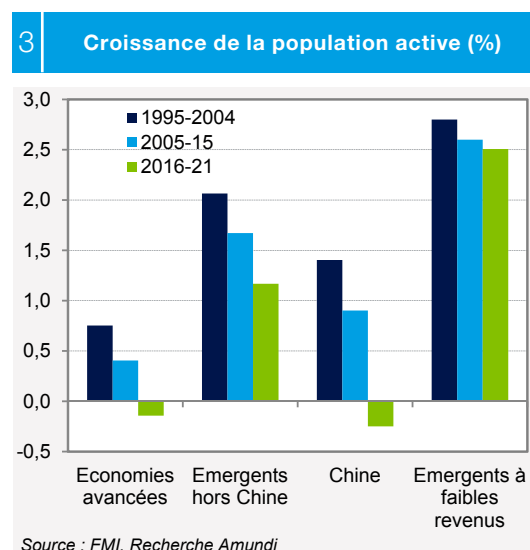
⁵ Partout où cela est possible sans détériorer la soutenabilité de la dette à moyen terme, étant entendu que la détérioration des finances publiques (ratios déficits/ PIB et dette/ PIB) est inévitable à court terme. D'où l'importance de réaliser en même temps des réformes structurelles.



À l'horizon 2018, les perspectives dépendront de la capacité des États à mobiliser davantage la politique budgétaire



Le vieillissement de la population va continuer de peser sur la croissance potentielle



Novembre 2016

il s'agit non seulement de soutenir la demande globale (et donc de garantir les débouchés futurs) mais aussi d'améliorer l'offre productive en mettant en place des programmes d'infrastructure là où c'est nécessaire (aux États-Unis et en Allemagne par exemple) et/ou en finançant la transition énergétique. Les programmes publics doivent être conçus pour entraîner des dépenses d'investissement privé dans leur sillage.

Si les gouvernements du G20 sont en ligne sur le principe de la mobilisation du levier budgétaire, aucune initiative concertée n'est à l'étude. Aux États-Unis, les divisions entre le Congrès et la Maison Blanche rendent très incertaines les mesures annoncées pendant la campagne électorale. Dans la zone euro, les élections générales à venir en France et en Allemagne empêchent toute initiative d'envergure l'an prochain. Il faudra donc attendre au mieux 2018 pour voir la politique budgétaire affecter l'activité économique mondiale.

5. Une reflation généralisée. Mais l'inflation reste sous contrôle. La remontée de prix des matières premières va se traduire par une remontée des taux d'inflation (exprimés en glissement annuel), avec un pic au début de 2017 : il s'agit d'un simple effet de base lié à la remontée des prix du pétrole observée depuis le creux de février 2016. Cet effet de base s'essouffera dans le courant de 2017 avec la stabilisation du prix du pétrole que nous anticipons. On observe de façon concomitante un mouvement de reflation dans certains pays (Chine) en ligne avec la disparition progressive des excès de capacité dans certains secteurs. Par ailleurs, dans d'autres pays qui s'approchent du plein-emploi, l'inflation sous-jacente pourrait se redresser significativement (États-Unis, Allemagne) mais à partir de niveaux très faibles.

La remontée de l'inflation est perçue comme souhaitable après des années d'inflation excessivement faible, très en deçà des cibles des banques centrales. La relation entre croissance, chômage et inflation est profondément altérée : les pressions haussières sur les salaires demeurent contenues même dans les pays où le chômage est faible (États-Unis, Allemagne). L'inflation tendancielle semble s'être considérablement affaiblie.

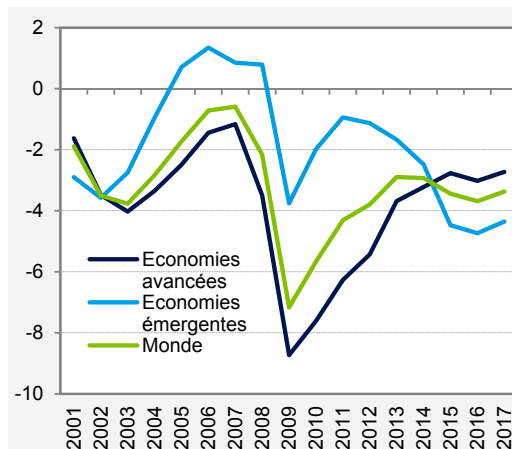
6. Des cycles économiques de plus en plus domestiques et donc de plus en plus autonomes. On observe depuis 2011 une corrélation négative entre le commerce des pays émergents et celui des pays avancés, ce qui n'était pas advenu au cours des 30 dernières années. Cette évolution, qui est à mettre en relation avec le ralentissement du commerce mondial, signifie en creux que **la composante domestique du cycle économique domine**. Le « découplage » entre pays, qui est déjà à l'œuvre depuis plusieurs années⁶, concerne en réalité chacun des blocs :

- **Au sein des pays avancés**, les États-Unis sont en fin de cycle mais ce n'est pas le cas des pays de la zone euro. En Europe, la croissance au Royaume-Uni va fortement ralentir tandis que le cycle va se poursuivre chez ses voisins de la zone euro (à des rythmes néanmoins très différents).
- **Au sein des pays émergents**, la croissance reste solide en Inde tandis qu'elle ralentit en Chine. Le Brésil, la Russie et l'Afrique du Sud ont des spécificités qui l'emportent de loin sur le fait qu'il s'agit de producteurs de matières premières. Les perspectives au Brésil demeurent moroses tandis que la Russie bénéficie de la remontée des cours du pétrole.

En définitive, les cycles économiques sont devenus plus autonomes avec une montée en puissance des déterminants domestiques. C'est une bonne nouvelle pour la stabilité de l'économie mondiale, même s'il faut naturellement ne pas oublier qu'une détérioration de la conjoncture dans certains grands pays (États-Unis et Chine notamment) est encore susceptible d'affecter l'ensemble des perspectives mondiales.

⁶ Le découplage observé à l'échelle mondiale entre les enquêtes (indices PMI) réalisées dans le secteur manufacturier et celles réalisées dans le secteur des services confirme le diagnostic de « découplage » : l'industrie (secteur le plus exposé au commerce mondial) ralentit mais pas, ou peu, celui des services, par nature plus dépendant de la demande domestique, et plus particulièrement de celle des ménages.

4 Deficit public (% du PIB)



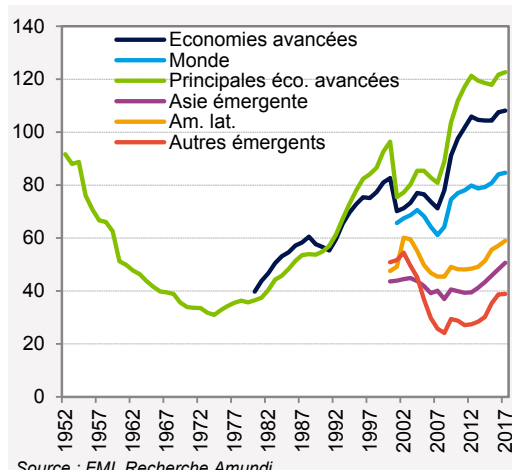
Source : FMI, Recherche Amundi



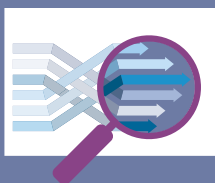
Reflation généralisée... mais l'inflation tendancielle s'est considérablement affaiblie



5 Dette publique (% du PIB)



Source : FMI, Recherche Amundi



Tendances à long terme Relance budgétaire coordonnée : la prochaine inflexion de politique économique ?

ANNE-CHARLOTTE PARET, *Stratégie et Recherche Économique*

La politique budgétaire comme instrument de politique économique n'a pas toujours eu le vent en poupe. On lui reproche notamment d'exiger des marges de manœuvre budgétaires importantes et de manquer de réactivité (parce que sa mise en œuvre prend du temps et qu'elle porte ses fruits avec un certain retard). Néanmoins, portée notamment par le FMI, la notion de relance budgétaire revient au goût du jour sous le nom de « politique budgétaire coordonnée ».

Les politiques monétaires accommodantes des grandes banques centrales commencent à s'essouffler et la reprise économique manque pourtant toujours de vigueur. Dans cette constellation, l'instrument budgétaire, mis de côté depuis la crise de la zone euro (à l'origine de programmes de consolidation budgétaire importants), apparaît de nouveau comme une solution potentielle. **Or, dans l'environnement actuel, une relance budgétaire mise en place simultanément dans plusieurs pays serait à l'origine d'une surprise positive sur la croissance, avec des effets plus importants qu'en temps normal.** En effet, les multiplicateurs budgétaires, qui permettent de quantifier l'impact d'une telle relance sur la croissance, ont des raisons d'être plus élevés dans le contexte actuel¹. D'une part, les grandes banques centrales ont érigé un environnement de taux d'intérêt durablement bas (même si les anticipations commencent à évoluer côté américain). L'effet d'éviction de l'investissement par la hausse des taux d'intérêt qui est habituellement anticipée suite à la mise en place d'une relance budgétaire serait donc amoindri – voire absent – aujourd'hui. D'autre part, les multiplicateurs budgétaires sont également fonction de la structure de la relance budgétaire : des hausses de dépenses sont susceptibles de stimuler la croissance davantage que des baisses d'impôts (qui peuvent plus facilement être absorbées par les entreprises ou les ménages), surtout s'il s'agit de dépenses d'infrastructure ou ciblant les ménages à faibles revenus. Si l'on considère que le *quantitative easing* a bien fait en sorte de décongestionner l'offre de crédit aux entreprises, alors un stimulus budgétaire par l'impôt ciblant les entreprises est moins susceptible d'être absorbé par les entreprises à d'autres fins que l'investissement. Enfin, alors qu'une telle relance présente individuellement l'inconvénient d'être évincée par les importations (pour les économies relativement ouvertes), l'avantage d'une stratégie coordonnée serait pour les pays de profiter mutuellement des stimulus implémentés à l'étranger, créant ainsi un cercle vertueux. D'où la maxime du FMI : « *The Whole Can Be Greater Than the Sum of its Parts* » (i.e. « le tout peut être plus grand que la somme de ses parties »).

Ceci dit, **une telle action est-elle probable dans les deux ans à venir ?** Du côté des pays développés, le **Japon** implémente déjà des mesures de relance et pourrait accélérer le rythme en cas de choc externe ou si la croissance peine à repartir (en particulier, la hausse de TVA a été de nouveau repoussée et un nouveau plan de relance budgétaire a été annoncé début août). Aux **États-Unis**, la situation est incertaine car, même si le programme de Donald Trump repose sur une baisse d'impôts massive, ses propositions seront entamées par le Congrès et la chambre des représentants. En effet, même avec une majorité républicaine, une opposition contre des déficits trop importants devrait se dessiner. L'effet de la politique budgétaire dépendra donc in fine : i) du choix de la mise en place de dépenses d'infrastructure et de la nature des baisses d'impôts finalement votées (celles portant sur les ménages aisés ayant un moindre effet sur la consommation); ii) de la nature et de l'ampleur des baisses de dépenses qui seront destinées à financer l'allègement de charges fiscales. Si l'économie ralentit significativement, une relance budgétaire plus franche serait nécessaire, notamment parce que les stabilisateurs automatiques sont relativement faibles aux États-Unis (contribuant moins qu'en Europe à lisser les fluctuations de l'activité). Du côté de la **zone euro**, la probabilité d'une expansion budgétaire semble moindre. Même si les mesures d'austérité font désormais partie du passé avec une Commission européenne désormais plus clémentine quant aux recommandations budgétaires² à suivre, les ratios de dettes restent élevés, laissant peu de marge de manœuvre budgétaire. Et ce d'autant que les facteurs cycliques, alors que l'*output gap* se referme graduellement, devraient bientôt cesser de contribuer à la réduction des déficits publics. De plus, après le plan Juncker et l'impulsion budgétaire offerte par l'Allemagne (en réponse à l'afflux d'immigrés notamment), il n'est pas dit que l'Europe soit prête à proposer un nouveau plan budgétaire d'ampleur. Du côté des BRICS, les chances d'assister à une relance budgétaire sont également hétérogènes. Au **Brésil**, des mesures de consolidation budgétaire sont mises en place pour faire face à la hausse préoccupante de la dette publique (en particulier, un plafonnement des dépenses pourrait être voté au Parlement d'ici la fin de l'année). En **Afrique du Sud**, la politique budgétaire est contrainte par un ratio de dette orienté à la hausse depuis plusieurs années. La **Russie** a également vu sa dette publique augmenter de manière préoccupante (en lien avec la baisse des prix du pétrole en 2014-2015), laissant peu de marges de manœuvre en termes budgétaires. En **Inde**, la croissance relativement robuste et la cible de déficit ambitieuse (3 % du PIB pour 2018, contre 7 % en 2015) ne laissent pas présager non plus d'un stimulus budgétaire à venir. En revanche, en **Chine**, dont l'économie est en transition vers une croissance plus soutenable, la politique budgétaire apporte du soutien à la demande domestique. Une telle orientation est amenée à se poursuivre pour éviter un ralentissement trop marqué de la croissance (autour de 6,5 % en 2017,

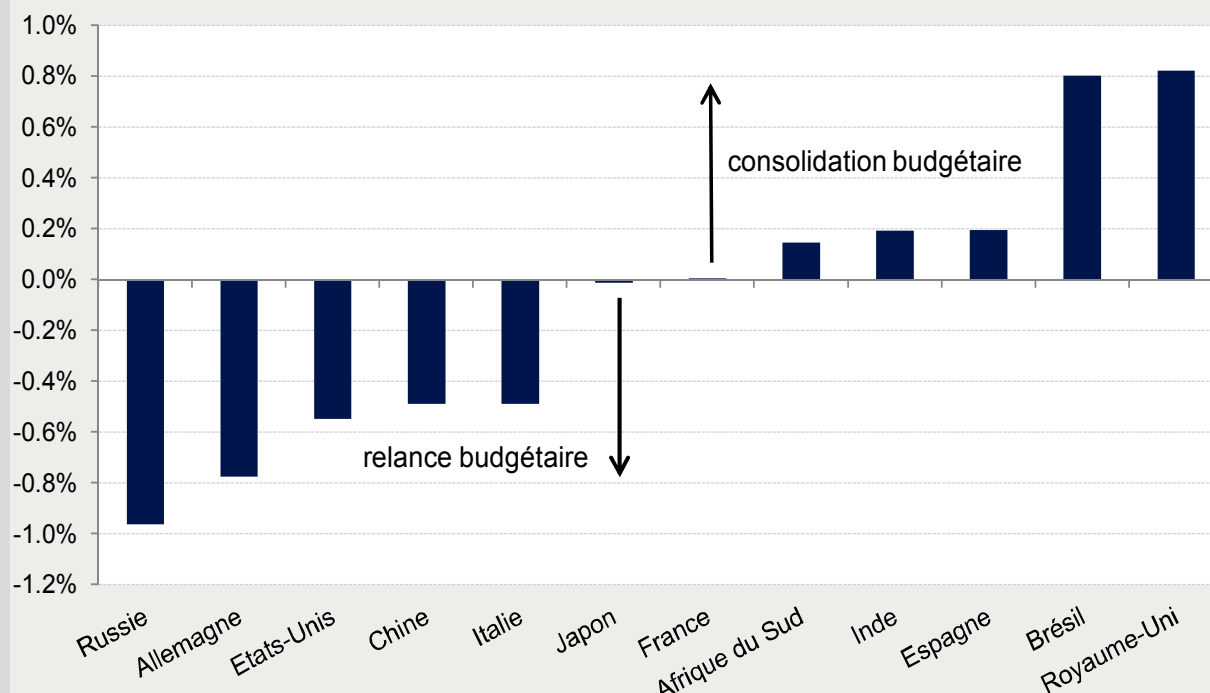
¹ Pour plus de détails sur les déterminants des multiplicateurs budgétaires, cf. « *Fiscal Multipliers: Size, Determinants and Use in Macroeconomic Projections* », FMI, Septembre 2014.

² Le Portugal et l'Espagne ont échappé en août dernier aux sanctions auxquelles ils se sont exposés du fait de leur dérapage budgétaire.

Novembre 2016

contre 6,7 % anticipé pour 2016), avec des impacts potentiellement non négligeables sur ses partenaires commerciaux (par rapport à une situation sans intervention du gouvernement). La mise en place simultanée de politiques budgétaires expansionnistes au niveau international pourrait bien porter ses fruits au-delà des anticipations habituelles dans le contexte actuel (du fait des taux durablement bas et parce que les externalités positives se renforceraient les unes les autres dans le cas d'une mise en place coordonnée). De surcroît, leur financement serait facilité par les politiques monétaires accommodantes des banques centrales (en particulier BoJ et BCE) qui assurent un débouché immédiat aux émissions de dette souveraine. Néanmoins, une telle coordination dépendrait à la fois de la levée d'incertitudes politiques (évolution des compromis bipartisans au Congrès américain et résultats des élections à venir en Europe, émergence d'un consensus politique en faveur d'une telle relance en zone euro) et des perspectives de croissance à venir. L'émergence d'une telle situation serait en effet plus probable dans le cas d'un choc négatif significatif. **Une telle relance, si elle avait l'effet escompté sur la croissance, pourrait bénéficier à la dynamique de la dette des pays via un calibrage « croissance dynamique – faibles taux d'intérêt » particulièrement avantageux.** Ce serait le cas dans les pays où les taux d'intérêt sont exceptionnellement bas, en particulier pour ceux qui bénéficient d'une réputation de « safe haven » (États-Unis, pays cœur européens et Japon), qui protège encore davantage les taux souverains d'une hausse potentielle. Enfin, justement pour ces pays, les pressions inflationnistes qui constituent de coutume la contrepartie d'un stimulus budgétaire seraient — pour une fois — plutôt bienvenues.

Ajustement structurel 2016 (estimations du FMI)



Note: L'ajustement structurel est la variation de solde structurel d'une année sur l'autre (exprimée en points de PIB potentiel). Il correspond à la réduction du déficit public qui n'est imputable ni au cycle économique ni à des mesures exceptionnelles en dépenses ou en recettes. Les estimations de solde structurel peuvent différer, en particulier du fait de différences d'estimation de l'output gap et des mesures exceptionnelles.

Source: Perspectives de l'économie mondiale du FMI (Octobre 2016), Recherche Amundi

Novembre 2016

> Pourquoi le commerce mondial ralentit-il ?

Malgré les nombreuses études qui se sont déjà penchées sur le sujet, le ralentissement du commerce international au cours des dernières années continue de susciter de nombreuses interrogations.

Un ralentissement qui touche plus les biens que les services.

Rappelons que la progression annuelle en volume du commerce de biens est passée d'un rythme de 9 % sur la période 2000-2007 à un rythme d'environ 3 % entre 2012 et 2015 sachant que la croissance annuelle du PIB mondial en volume a elle-même ralenti de 4,5 % à 3 % entre ces deux périodes (signifiant que le rapport entre ces deux grandeurs, dit « élasticité-revenu du commerce » est donc passé d'environ 2 à 1).

Du point de vue géographique, ce ralentissement ne s'est pas opéré de façon exactement synchronisée entre pays développés (où le ralentissement le plus sévère a coïncidé avec la « crise des dettes souveraines » en zone euro en 2012, avant de faire place à une légère ré-accelération) et pays émergents (davantage affectés en 2014-2015, notamment en raison du ralentissement chinois et des difficultés des producteurs de matières premières).

Toutes les catégories de biens n'ont pas été concernées de la même façon.

Le ralentissement est particulièrement sévère pour les biens d'équipement, les biens intermédiaires et les biens de consommation durables. Les biens de consommation non durables sont moins concernés.

Le commerce des services est également affecté, mais dans une moindre mesure : sa progression en volume est passée de 9,5 % sur la période 2000-2007 à 4,5 % entre 2012 et 2015 (soit, certes, un net ralentissement, mais une allure qui reste supérieure à la croissance économique mondiale). Certains secteurs, comme les technologies de l'information et de la communication, ainsi que les services financiers, sont relativement épargnés.

Le ralentissement de l'investissement comme principale cause, sans être la seule.

En ce qui concerne les causes de ce ralentissement, le FMI, qui vient de consacrer un chapitre à ce sujet dans ses *Perspectives économiques mondiales d'octobre 2016*, conclut que le premier facteur est la faiblesse de la croissance mondiale elle-même, et particulièrement l'insuffisance de l'investissement, habituellement très générateur de flux de commerce international (cette explication est cohérente avec le fait que les biens d'équipement sont particulièrement concernés). L'autre explication fréquemment avancée, celle d'une moindre tendance à la fragmentation internationale des processus de production (illustrée par la faiblesse des échanges de biens intermédiaires) compte également, mais dans une moindre mesure. Enfin, l'effet de la remontée du protectionnisme (ou du moins des résistances à une libéralisation supplémentaire du commerce), sans être écarté, n'arrive qu'au 3^e plan.

Le développement récent de certains échanges est peut-être sous-estimé.

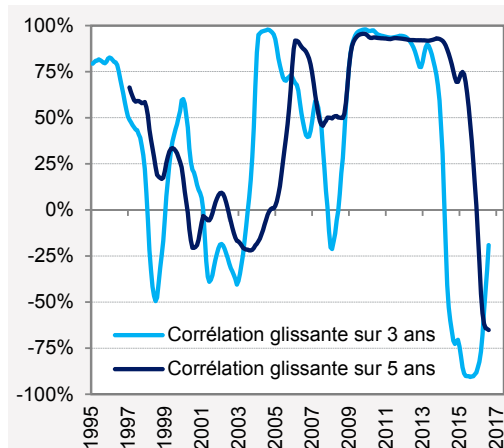
Notons également (et peut-être surtout) que le FMI mentionne la possibilité que de nombreux échanges dans le domaine des services (y compris l'échange de services à titre gratuit via les nouvelles technologies) soient très sous-estimés par les outils de mesure actuels.

États-Unis: la politique budgétaire va prolonger le cycle

La croissance a très fortement ralenti au 1^{er} semestre 2016 avant de rebondir au 3^e trimestre, tirée par des facteurs temporaires (restockage, exportations de produits agricoles). La chute du pétrole en début d'année a considérablement pesé sur le secteur énergétique, dont le poids dans l'économie s'est nettement accru avec le développement des gaz de schiste. L'investissement en biens d'équipement et les profits se sont repliés, le rythme des créations d'emplois a ralenti et les salaires ont peu accéléré. L'investissement logement s'est contracté, sans doute en lien avec l'incertitude politique liée aux élections présidentielles. Tout compte fait, seule la consommation a permis de maintenir l'économie à flot en 2016. Elle n'a cependant pas suffi à compenser l'affaiblissement des autres composantes du PIB.

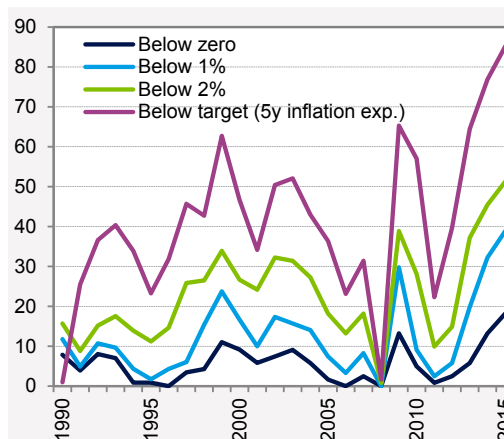
En 2017 et 2018, la demande des ménages devrait s'affaïssir. La remontée des cours des matières premières va peser sur le pouvoir d'achat des ménages début 2017. À ce stade du cycle, il est très improbable que les entreprises soient en mesure d'augmenter les salaires pour compenser la remontée des prix de l'énergie. En effet, avec l'effondrement des gains de productivité, les coûts salariaux unitaires tendent à progresser plus rapidement en dépit de la modération salariale, ce qui met les marges des entreprises sous pression. Il n'y a cependant pas de raison de voir l'ultime moteur de la croissance caler :

6 Corrélation entre les importations en volume des pays émergents et avancés



“ Le commerce international est devenu un frein pour la croissance mondiale ”

7 Part (%) des pays avec des taux d'inflation faibles (échantillon de 120 pays)



Novembre 2016

(1) les ménages se sont bien désendettés, en moyenne, au cours des dernières années, une situation qui tranche avec celle des entreprises ; (2) leur patrimoine financier et immobilier est proche de son pic historique ; (3) les créations d'emploi devraient continuer de soutenir leurs dépenses.

Le cycle touche à sa fin. Après 7 années de croissance ininterrompue (à un rythme trimestriel annualisé moyen de 2 %), nous estimons que le PIB devrait retrouver son niveau potentiel en 2017⁷. La croissance potentielle a été très affaiblie par la grande crise financière, le ralentissement de la productivité et les évolutions de la démographie. Nous estimons que la croissance potentielle ne dépassera pas 1,5-1,7 % dans les deux prochaines années. Ensuite, tout dépendra de la capacité des entreprises à renouer avec des gains de productivité. « **Fin de cycle** » ne signifie pas que l'économie va tomber en récession. Sur le plan domestique, il n'y a pas de déséquilibre majeur pouvant y conduire l'économie. En particulier, on notera que même si les entreprises sont affaiblies (dette élevée, marges sous pression), elles n'ont pas surinvesti.

Marché du travail: le soutien va s'atténuer. L'économie s'approche progressivement du plein-emploi. Les créations d'emplois devraient continuer de ralentir et le taux de participation d'augmenter. Il est difficile d'estimer le taux de participation d'équilibre. Il est probablement assez nettement supérieur à son niveau actuel, de sorte que les créations d'emplois devraient continuer de croître à un rythme supérieur à ce qui est nécessaire pour embaucher les seuls nouveaux entrants sur le marché du travail. Nous tablons sur un ralentissement des créations mensuelles à environ 100-130k en 2017 et 2018, vs 180k en 2016 et 230k en 2015.

Profits des entreprises: normalisation en cours. Après plusieurs années de forte croissance, les profits ont diminué en 2016. La chute des prix des matières premières en début d'année a fortement pesé sur la rentabilité du secteur énergétique. Mais les matières premières n'expliquent pas tout car on observe un ralentissement généralisé des profits. Le partage de la valeur ajoutée était trop favorable aux profits. Un début de normalisation était attendu en 2016, notamment suite à la remontée des coûts salariaux unitaires. Les marges bénéficiaires vont rester sous pression et les profits devraient donc continuer de croître mais moins rapidement que le PIB nominal.

Inflation: des risques haussiers à court terme mais pas de vraie menace. Compte tenu de la faiblesse des gains de productivité, les hausses de salaires (+ 2,5 % en 2016) peuvent en théorie se répercuter assez rapidement sur les coûts salariaux unitaires et donc sur l'inflation sous-jacente. Cependant, force est de constater que le lien salaires/chômage s'est très nettement distendu durant ce cycle (la courbe de Phillips s'est aplatie) : l'inflation salariale reste contenue malgré la baisse régulière du chômage. Les coûts salariaux unitaires ont certes augmenté plus rapidement que leur moyenne (+ 2,4 %) mais ce n'est pas le cas de l'inflation sous-jacente, restée très en deçà de sa moyenne de longue période. Les marges bénéficiaires ont permis d'absorber les pressions haussières sur les coûts. Résultat : en moyenne sur le cycle, l'inflation (totale et sous-jacente) est tombée à son plus bas niveau depuis le début des années 1960. Dit autrement, la Fed n'a pas rempli son mandat qui est de maintenir l'inflation *moyenne* au voisinage de sa cible⁸. Il n'y a donc pas de raison qu'elle sur-réagisse aux premières pressions haussières qui vont se produire en 2017, *a fortiori* si elles résultent uniquement d'un effet de base temporaire sur les prix de l'énergie.

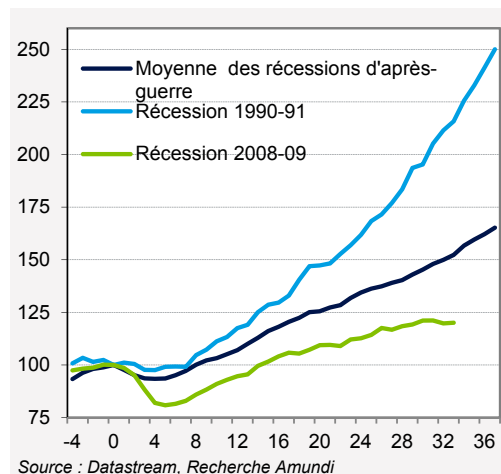
Zone euro: la reprise va continuer, mais décélérer en raison de l'essoufflement de moteurs temporaires et de la forte incertitude politique

La zone euro connaît, depuis fin 2013, une reprise qui reste lente par rapport à celles des cycles passés. Son moteur principal reste la consommation

⁷ Dit autrement, dans notre scénario l'output gap, négatif depuis 2007, devrait se fermer à cet horizon. Jamais dans l'histoire de l'après-guerre, il n'aura fallu autant d'années pour purger les excès de capacité. En moyenne la croissance trimestrielle a été de 2% depuis la mi-2009, un rythme très faible en comparaison avec les reprises cycliques du passé.

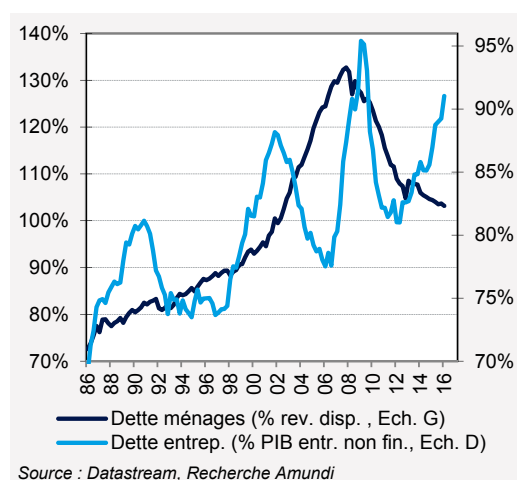
⁸ 2% pour l'indice des prix à la consommation tel que mesuré par les comptes nationaux (déflateur PCE).

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



Fin de cycle ne signifie pas récession

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





Tendances à long terme TRUMP président. Trois scénarios pour l'économie américaine

DIDIER BOROWSKI, Recherche, Stratégie et Analyse

Le président Trump ne respectera sans doute pas toutes les promesses du candidat Trump. Sur plusieurs sujets, le président élu semble déjà battre en retraite (mur entre le Mexique et les États-Unis, expulsion des immigrés). Le président dispose certes d'une majorité au Congrès. Mais la majorité au Sénat (1 siège sur 100) est trop faible pour permettre au Président de se passer des modérés, qui sont profondément hostiles à toute dérive budgétaire (sauf si l'économie ralentit fortement). **Il faudra probablement attendre plusieurs mois pour y voir plus clair sur les grandes orientations de la nouvelle administration. Nous distinguons trois cas de figure.**

Scénario de risque baissier (15 %)

Le Président est en définitive à l'image du candidat. La liste des facteurs potentiellement baissiers est longue.

- Mesures protectionnistes : barrières douanières, remise en cause des accords commerciaux, affrontement avec la Chine (taux de change). Mesures de rétorsion des partenaires (choc sur le commerce mondial, guerre des changes).
- Désengagement de l'OTAN, isolationnisme, rejet de l'accord de Paris sur le climat.
- Expulsion des immigrés et tensions avec les pays limitrophes (Mexique notamment)
- Perte de crédibilité des États-Unis sur la scène internationale, voire sur le plan national
- Sur le plan budgétaire : les baisses d'impôts sont concentrées sur les hauts revenus et sont entièrement financées par des baisses de dépenses sociales (santé, éducation etc.). L'effet négatif de ces dernières l'emporte sur l'effet positif des allègements fiscaux (faible propension marginale à consommer des hauts revenus).

La croissance plonge. Le risque de récession refait surface.

Scénario haussier (15 %)

Le candidat provocateur laisse la place à un président tempéré qui s'entoure en conséquence.

- Donald Trump renonce aux mesures protectionnistes et tempère sa position sur les sujets polémiques (immigration, commerce).
- Sur le plan budgétaire, le président parvient à convaincre sa majorité de faire un « vrai » plan de relance (i.e. avec une hausse marquée du déficit budgétaire). Baisses d'impôts et dépenses d'infrastructure sont simultanément votées. Avec potentiellement, une hausse du salaire minimum fédéral (afin de rallier certaines voix démocrates). La stimulation est répartie sur plusieurs années. Le gros de l'ajustement en matière de dépenses est reporté dans le temps. Le déficit augmente substantiellement (de 1,5 % à 2 % du PIB). Les multiplicateurs budgétaires et fiscaux jouent à plein. La croissance et l'inflation (2018-2019) sont substantiellement revues en hausse : la croissance du PIB est comprise entre 2,5 % et 3 % du PIB en 2018, après 2 % en 2017. La Fed accompagne le mouvement de reflation en remontant ses taux directeurs tout au long de 2017.

Scénario central (70 %)

La Maison Blanche et le Congrès trouvent un compromis, avec des concessions de part et d'autre. Un programme de stimulation budgétaire modeste est voté au 1^{er} semestre 2017. La priorité est donnée aux allègements fiscaux, objet de consensus chez les républicains. Les baisses d'impôts sont revues en baisse et davantage orientées vers la classe moyenne. Les baisses de dépenses sont quant à elles lissées sur plusieurs années pour diminuer le choc sur l'activité et conserver l'effet stimulant de la politique budgétaire à court terme. Le coût budgétaire des dépenses d'infrastructure est contenu : la priorité est donnée à des partenariats publics/ privés pour leur financement. Longs à mettre en place, ils ont peu d'impact sur la croissance en 2017-2018.

Le déficit budgétaire se creuse légèrement (+0.7 pt de PIB, environ 130 Mds) en 2017-2018. Le risque de récession diminue fortement. Sans plan budgétaire, nous estimons que la croissance américaine aurait ralenti en 2018 (1,6 %). La croissance se stabilise voire accélère un peu en 2018 (de 2 à 2,2 %). Ce stimulus permet de prolonger le cycle en conservant le rythme moyen d'expansion de la période 2009-2016, à peine plus. Néanmoins, en fin de cycle (plein emploi), les salaires et l'inflation sous-jacente accélèrent nettement. Les conditions monétaires se durcissent (hausse des taux longs et du dollar). La Fed maintient le gradualisme monétaire (3 hausses de taux à l'horizon 12 mois).

À ce stade, nous estimons que les risques baissiers et haussiers se compensent. Si la croissance se stabilise aux alentours de 2 %, il est peu probable que la politique budgétaire soit aussi proactive que ce qui est actuellement escompté. En revanche, une menace de récession augmenterait les chances d'un plan de relance tel qu'il est décrit dans le scénario haussier. En définitive, la politique budgétaire devrait être plus réactive que proactive.

Pour davantage de détails, se référer à :

D. Borowski et Ph. Ithurbide (2016), « Donald Trump est élu président des États-Unis : quelles conséquences à court et moyen terme ? », 9 novembre 2016.

Novembre 2016

des ménages, alors que l'investissement, malgré quelques progrès, tarde à redémarrer. Les divergences entre États membres restent très importantes.

2016 : croissance voisine de 1,5 %, soit légèrement au-dessus du potentiel

- La reprise a temporairement accéléré en début d'année, soutenue par la baisse du prix du carburant, la dépréciation de l'euro, le reflux des politiques d'austérité et par des facteurs temporaires (dépenses exceptionnelles liées à l'afflux de réfugiés en Allemagne, rebond technique de la consommation après le trou d'air lié aux attentats fin 2015). Des signaux encourageants ont été observés, concernant l'investissement, en Allemagne et en France.
- À partir du T2, la reprise a retrouvé un rythme plus conforme à celui qui prévaut depuis le début 2015⁹. L'incertitude générée par le référendum britannique de fin juin et la remontée des inquiétudes au sujet des banques (système bancaire italien et Deutsche Bank) n'ont pas pesé sur la croissance.
- Le **cycle positif du crédit** a continué : le volume total du crédit bancaire aux entreprises était en hausse d'environ 1,9 % sur un an (hors opérations de titrisation et vente), contre -0,1 % un an plus tôt.
- La diffusion de la reprise au **marché de l'emploi** s'est légèrement améliorée (le volume de l'emploi de 1,4 % sur un an à la fin du T2, contre 0,9 % un an plus tôt).
- En revanche, **l'inflation sous-jacente** n'a pas progressé (en dessous de 1 %) tandis que l'inflation totale générale restait pour sa part, en territoire négatif une bonne partie de l'année en raison de la baisse du cours du baril).

En 2017, les facteurs cycliques vont permettre à la reprise de continuer...

La zone euro va rester dans une phase de rattrapage permettant à la croissance de rester supérieure au potentiel (ce dernier est évalué à environ 1 %) en 2017 et, dans une moindre mesure, en 2018. En effet, même s'ils ont été révisés en baisse, des excès de capacité subsistent dans la majorité des États membres (la Commission évalue l'*output gap* de la zone euro à -0,5 % en 2017).

- L'emploi va continuer de se reprendre sur sa lancée de 2015-2016, par effet cyclique, mais aussi parce que les gains liés aux réformes du marché du travail menées dans plusieurs pays (Italie, Espagne et, dans une moindre mesure, France) au cours des dernières années ne sont pas épuisés. Le revenu des ménages et la consommation en seront renforcés.
- L'amélioration de l'emploi et de la consommation, conjuguée à des conditions monétaires très accommodantes soutiendra le cycle du crédit et l'investissement.

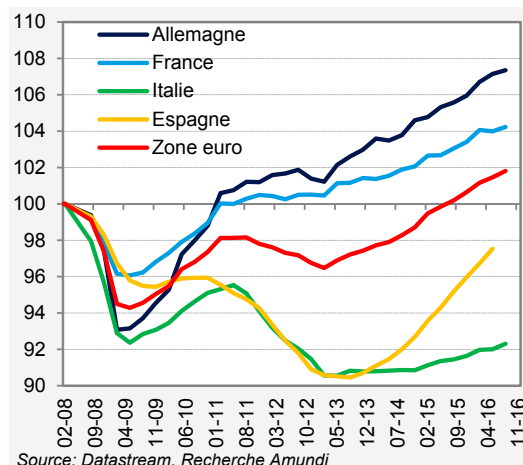
... mais il faudra compter avec la perte ou l'affaiblissement de certains de ses moteurs de 2016...

Certains facteurs ayant contribué très positivement à la croissance en 2016 vont voir leurs effets se dissiper progressivement.

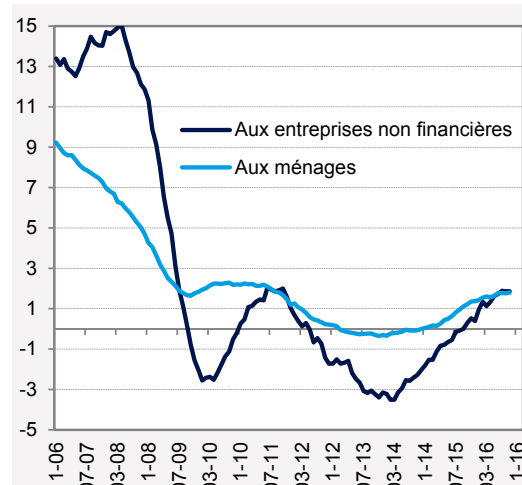
- Les gains de pouvoir d'achat liés à la **baisse du cours du pétrole** ne pourront être répétés (même en supposant une nouvelle baisse des cours, ce qui n'est pas notre scénario central) et leur effet sur la croissance de la consommation va s'effriter.
- Les effets positifs de la **baisse de l'euro de 2015** (marges des entreprises, compétitivité) vont s'estomper...
- Si la **politique budgétaire** peut encore apporter un peu de soutien, cet effet sera moins marqué qu'en 2016 (année où les budgets ont été desserrés d'environ 0,3pp de PIB, si l'on s'en tient à la variation du déficit primaire ajusté du cycle tel qu'évalué par la Commission européenne) : les dépenses liées aux réfugiés en Allemagne ne progresseront pas autant, le relâchement de l'austérité en Italie et en Espagne butera sur les contraintes du Pacte Européen de Stabilité, un assouplissement est peu probable en France avant la fin de l'année. Malgré les appels des organisations internationales (FMI et

⁹ Hors Irlande (dont les chiffres exceptionnellement élevés ont apporté à eux seuls 0,4pp à la croissance de la zone euro en 2015, lui permettant de s'afficher à 2%).

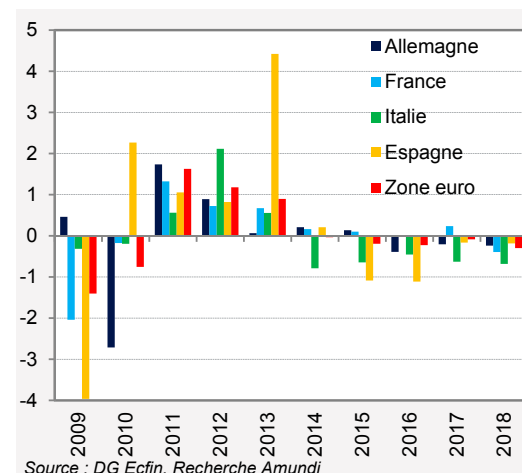
10 PIB en volume, base 100 en 2000



11 Volume des prêts bancaires (ajusté des titrisations et ventes), croissance annuelle, %



12 Solde primaire ajusté du cycle, variation annuelle en % du PIB potentiel



Novembre 2016

OCDE) et l'annonce récente du doublement du plan Juncker, l'évolution de la politique budgétaire européenne vers une véritable stratégie de relance coordonnée est peu probable avant fin 2018.

... tandis que le risque politique restera un frein...

Le calendrier politique particulièrement chargé fin 2016 et en 2017 (voir encadré) intègre des rendez-vous électoraux susceptibles de conduire à une montée des partis eurosceptiques, voire à l'émergence de gouvernements de coalition fragiles ou à l'affaiblissement des gouvernements en place. La problématique du *Brexit* alimentera également l'incertitude durant toute l'année 2017. Un tel environnement, sans suffire à casser la dynamique de la reprise, pénalisera tout de même la visibilité économique, la confiance des entreprises (voire des ménages) et donc au moins l'investissement et peut-être la consommation de biens durables.

... et que l'environnement externe se dégradera légèrement

La zone euro pourra compter, en 2017 et 2018, sur une situation en légère amélioration dans certains pays émergents en difficulté en 2015 et début 2016. Cependant, cela ne suffira pas à compenser le ralentissement de l'économie du partenaire clé qu'est le Royaume-Uni et celui de la chute de la livre sterling (rappelons que les exportations vers le Royaume-Uni représentent 4 % du PIB de la zone euro). Le soutien apporté par la demande en provenance des États-Unis, stable début 2017, s'affaiblira ensuite, quoique très progressivement.

La prise en compte de ces quatre catégories de facteurs (poursuite de la dynamique cyclique, érosion d'une partie des moteurs de 2016, intensification du risque politique, légère dégradation de l'environnement externe) nous conduit à prévoir, pour 2017, une légère décélération de la croissance à 1,3 % contre, probablement, 1,6 % en 2016. La croissance devrait se stabiliser en 2018 (baisse des risques politiques mais moins de soutien du cycle à mesure que les excès de capacité disparaissent).

Les divergences entre États membres resteront importantes :

– En **Allemagne**, dont l'économie est déjà proche du potentiel, la croissance se tassera. La demande interne privée restera certes vigoureuse (chômage très faible, hausses de salaires, taux d'intérêt très bas) mais la hausse de la dépense publique ne sera pas aussi forte qu'en 2016 (où elle a été tirée par la crise des réfugiés). Enfin, le ralentissement britannique pèsera légèrement sur les exportations.

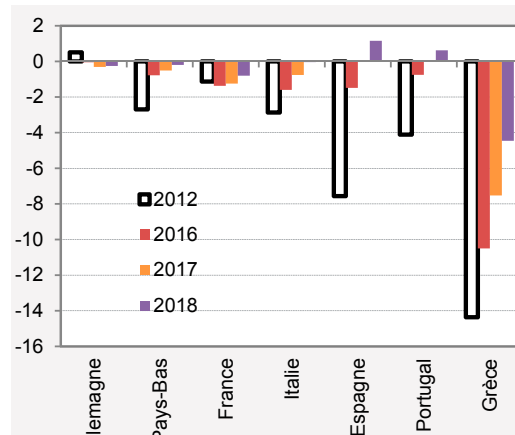
– En **France**, la croissance se maintiendra, en 2017, sur un rythme voisin de celui de 2016, soutenue par l'amélioration des marges des entreprises et celle de la construction, et malgré l'absence de soutien budgétaire. La chute de la livre sterling pénalisera le commerce extérieur. Nous tablons ensuite sur une stabilisation de la croissance en 2018 ; les choix budgétaires faits par le nouveau gouvernement joueront néanmoins un rôle déterminant à cet horizon.

– En **Italie**, l'amélioration du marché de l'emploi observée en 2016 continuera, permettant à la croissance de rester légèrement positive, quoiqu'inférieure à celle des autres grands pays de la zone euro. La poursuite de la dynamique des réformes pourrait agir positivement sur la confiance et l'investissement, cependant elle serait compromise en cas de victoire du Non au référendum du 4 décembre 2016. La forte incertitude liée à l'état du secteur bancaire va rester un frein.

– En **Espagne**, la croissance va nettement décélérer après son rattrapage des dernières années. À partir d'une base plus élevée, la consommation, en particulier, ne connaîtra pas la même progression. De plus, la nécessaire réduction du déficit structurel (qui s'est creusé de nouveau à partir de 2015, principalement en raison du contexte politique) pourrait impliquer de nouvelles mesures d'austérité.

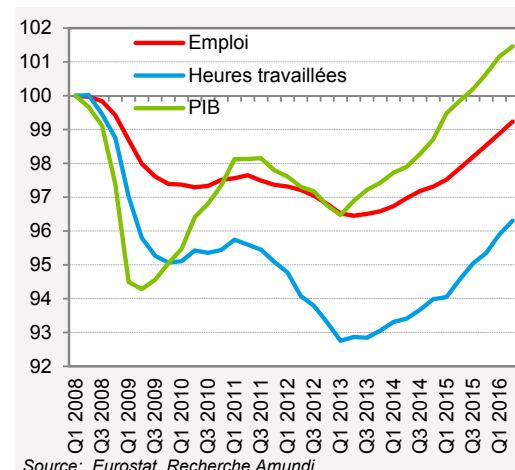
Enfin, **l'inflation générale remontera** au 1^{er} semestre de 2017 en raison des effets de base liés à la remontée du cours du baril, mais l'inflation sous-jacente restera très faible. L'état toujours détérioré du marché du travail dans la plupart des pays ne justifie pas de hausse de salaires (sauf peut-être en Allemagne). À l'horizon 2018, l'inflation sous-jacente devrait néanmoins accélérer légèrement.

13 Output gap, % du PIB potentiel



Source : DG ECFIN, Recherche Amundi

14 Emplois, heures travaillées et PIB (volume, base 100 au T1 2008)



Source : Eurostat, Recherche Amundi

Novembre 2016

> Zone euro : comment évolueront les composantes du PIB ?

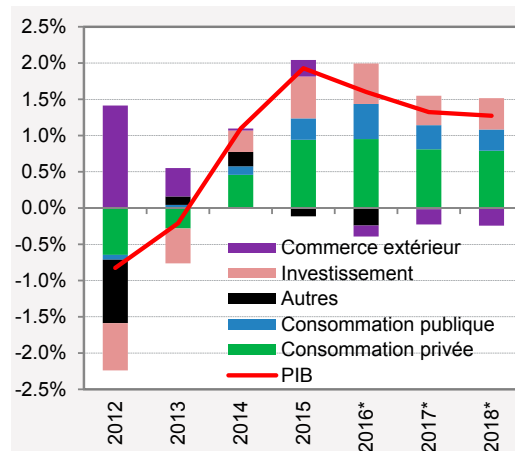
La consommation privée restera le principal moteur de la reprise, soutenue (à des rythmes divers suivant les pays) par l'amélioration de l'emploi (et, en Allemagne, par la hausse des salaires). Cependant, elle ne connaîtra pas la même croissance qu'en 2016, année où elle a été soutenue par la baisse du cours du pétrole et l'assouplissement budgétaire. Par ailleurs, les risques politiques peuvent entraîner des comportements de précaution (hausse du taux d'épargne) de la part des ménages.

L'investissement progressera légèrement, bénéficiant des taux bas, de la bonne tenue de la consommation et, dans une moindre mesure, des timides efforts de relance (plan Juncker) et des réformes des dernières années. Cependant les risques politiques resteront un frein (incertitude liée au Brexit, manque de visibilité politique en France et en Allemagne, inquiétudes au sujet du système bancaire et de la poursuite des réformes en Italie). L'investissement en construction progressera par effet de cycle (à des degrés très différents suivant les pays). Il sera un contributeur non négligeable à la croissance en Allemagne et en France.

La consommation publique progressera nettement en Allemagne (quoique moins qu'en 2016) et plus légèrement ailleurs (contrainte par les règles budgétaires européennes). De nouvelles mesures d'austérité sont possibles en Espagne. En France, la visibilité budgétaire est faible (une poursuite du resserrement est annoncée pour 2016, mais les programmes de certains candidats proposent un assouplissement non négligeable en 2018).

Le commerce extérieur contribuera négativement à la croissance. Le ralentissement de l'économie britannique pèsera sur les exportations, sans être pleinement compensé par l'amélioration de la situation d'une partie des pays émergents. La décélération progressive de l'économie américaine sera également un frein. La poursuite de l'expansion de la demande interne se traduira par une nouvelle hausse des importations.

15 Contributions à la croissance du PIB, moyenne annuelle, Prévisions



Source: Datastream, Recherche Amundi

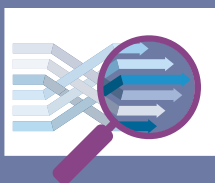
Royaume-Uni: pressions stagflationnistes en vue

L'année 2016 a été marquée par le référendum du mois de juin en faveur du Brexit. Auparavant, la croissance britannique avait déjà tendance à ralentir (2,2 % en moyenne en 2015 ainsi qu'au 1^{er} semestre 2016 vs. plus de 3 % en 2014), soit un rythme d'expansion nettement plus faible qu'avant la grande crise financière (+3 % en moyenne entre 1998 et 2007). L'économie britannique n'échappe pas au ralentissement structurel (baisse de la croissance potentielle) que l'on observe dans les pays avancés. Ceci dit, **la résilience de l'économie britannique au « choc d'incertitude » que constitue le Brexit est frappante.**

La nomination rapide d'un nouveau premier ministre ferme et déterminé (Theresa May) a contribué à rassurer les Britanniques. La croissance est restée proche de 2 % au T3, alors que beaucoup craignaient une récession. L'investissement a ralenti mais la consommation a bien tenu. La chute de la livre (-20 %) - tombée à son plus bas niveau des 40 dernières années en termes de taux de change effectif réel — affecte néanmoins profondément les perspectives économiques.

L'incertitude politique continue de menacer la croissance domestique. La plupart des études montrent que les perspectives de moyen terme sont assombries par la sortie de l'UE. Dans ce contexte, le ralentissement de l'investissement devrait se poursuivre en 2017 (en raison de craintes sur les débouchés futurs). Par ailleurs, l'inflation va nettement accélérer. En effet, à l'effet de base lié aux prix de l'énergie va venir s'ajouter l'inflation importée induite par la chute de la devise: **la hausse des prix à la consommation passera temporairement au-dessus de la barre des 3 % au 1^{er} semestre 2017.** Les pertes de pouvoir d'achat vont peser sur la demande des ménages, ce qui assombriera encore davantage les perspectives en matière d'investissement. Les exportations ne sont pas en mesure de compenser ce choc. Dans ces conditions, nous tablons sur un fort ralentissement de la croissance (1 % en moyenne en 2017). Le *policy mix* se ferait alors plus expansionniste, ce qui permettrait d'éviter





Tendances à long terme Europe : une incertitude politique pesante

VALÉRIE LETORT - TRISTAN PERRIER,
Stratégie et Recherche Économique

D'importants rendez-vous électoraux vont avoir lieu, fin 2016 et en 2017 dans plusieurs grands pays de la zone euro. S'ajoutant à la faiblesse de la reprise, la crise des réfugiés et la menace terroriste (sans parler des retombées de l'élection de D. Trump aux États-Unis) ont accru l'influence des partis populistes et/ou eurosceptiques, compliquant la situation des gouvernements en place.

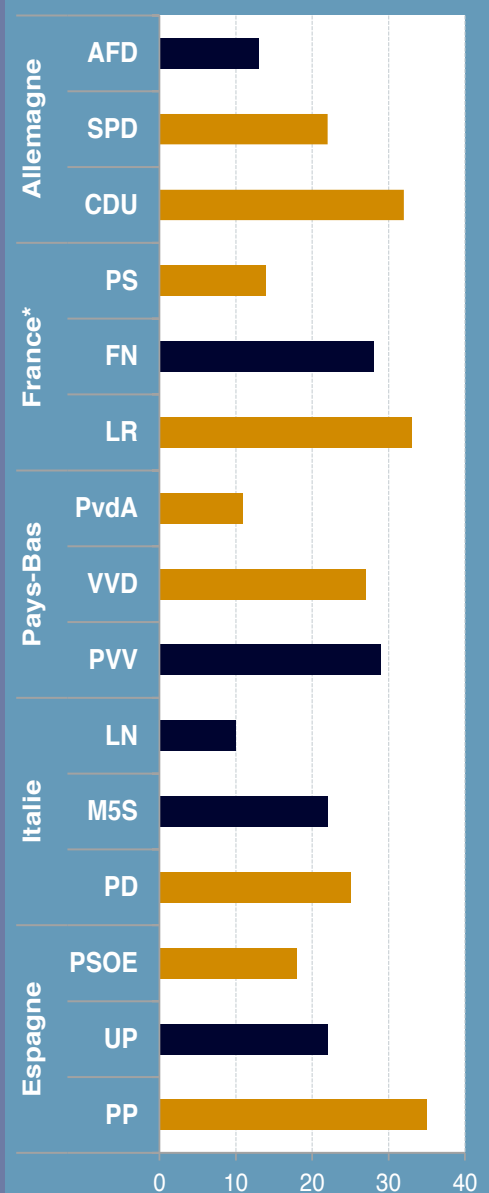
En **Italie**, le référendum pour la Constitution se tiendra le **4 décembre 2016**. Le oui et le non sont très proches dans les sondages avec un fort taux d'incertitude (30 % d'indécis). Si le oui l'emporte, le premier ministre, Matteo Renzi, sera conforté. Si le non est gagnant, le Président pourra soit conserver Matteo Renzi, soit nommer un autre leader du parti démocrate (PD). La controverse au sein du PD grandissant sur la réforme, cette probabilité augmente. Dans les deux cas, il est probable que la tenue d'élections générales ne soit pas anticipée avant février 2018, la date actuellement prévue. En effet, la montée des deux partis populistes d'extrême droite, le Mouvement 5 étoiles (M5S) et la Ligue du Nord (LN), qui sont juste derrière le PD, dans les sondages sont des menaces réelles. Le M5S a même devancé le PD à plusieurs reprises avant que Matteo Renzi n'infléchisse sa politique sociale en défendant un plan anti-pauvreté, ou en mettant en place un fonds contre la pauvreté.

Les élections législatives aux **Pays Bas** se tiendront le **15 mars 2017**. L'opinion publique donne pour l'instant le parti de Geert Wilders, le parti pour la Liberté (PVV), parti populiste d'extrême droite, gagnant devant celui du premier ministre actuel Mark Rutte (issu d'une coalition du VVD « parti populaire démocrate » qui est un parti libéral et conservateur, et du PvdA, parti travailliste). Mark Rutte tente de regagner la faveur de l'opinion publique en infléchissant sa politique vers plus de social et de sécurité, son budget présenté en septembre va dans ce sens. En cas de victoire du PVV, il lui sera difficile de gouverner car le système électoral néerlandais favorise la fragmentation et nécessitera des coalitions que les principaux partis refusent.

L'élection présidentielle en **France** se tiendra le **25 avril** pour le premier tour et **7 mai** pour le second. Les primaires sont en cours au parti socialiste (PS) comme pour les républicains (LR). Les deux premiers partis au coude à coude dans les sondages sont le LR et le Front national (FN). Le PS n'arrive qu'en troisième position, il appellera à voter LR en cas de second tour entre LR et le FN. L'opinion publique donne pour l'instant M. Juppé favori pour LR, dont le programme ne semble pour l'instant pas influencé par les thèmes du FN (renforcement de la Sécurité, remise en cause du projet européen, encouragement à la natalité avec préférence française...), même s'ils ont en commun le soutien aux PME. Mais la campagne n'en est qu'à ses débuts. Quelques réformes sociales de son programme pourraient jouer en termes de popularité, comme le retour aux 39 heures, l'âge de la retraite, la dégressivité des allocations-chômage, ou la révision du contrat de travail à durée indéterminée (CDI).

En **Allemagne**, les élections générales auront lieu en **septembre 2017**. La Chancelière Angela Merkel, qui a subi au cours des derniers mois une nette chute de sa popularité et plusieurs revers lors d'élections locales annoncera, probablement début décembre, si elle se présente pour un nouveau mandat. Les sondages continuent de donner l'avantage à son parti (CDU, droite). Cependant, diverses coalitions gouvernementales sont possibles (même une coalition sans la CDU, réunissant le SPD (socialiste), l'extrême gauche et les Verts ne peut être exclue). Le parti eurosceptique et anti-immigrés (AFD) entrera probablement au Parlement, mais aucun des partis historiques ne devrait accepter de s'allier avec lui. Cependant, en cas de nouvelle

Position des partis populistes et/ou eurosceptiques dans les sondages en octobre (foncé)



* Position des candidats leader aux primaires

Source : Recherche Amundi

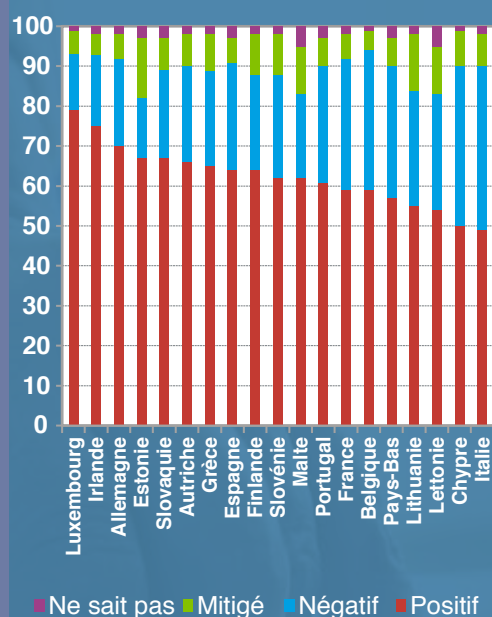
Novembre 2016

crise de la zone euro en 2017, la perspective des élections et la montée du sentiment eurosceptique pourraient compliquer les réponses apportées par le gouvernement actuel (par crainte d'une perte supplémentaire de popularité).

Suite à la formation d'un gouvernement minoritaire, l'opposition socialiste ayant accepté de s'abstenir au lieu de s'opposer, l'**Espagne** vient de mettre un terme à une crise politique remontant à décembre 2015. Cependant, la capacité du gouvernement à mettre en œuvre des décisions difficiles sans majorité au Parlement reste incertaine.

Enfin, la problématique du **Brexit** va courir tout au long de 2017 et probablement au-delà. Le gouvernement britannique a annoncé son intention d'activer au plus tard en mars 2017 l'Article 50 du Traité de Lisbonne, ce qui initiera un compte à rebours de 2 ans au terme duquel le pays perdra sa qualité d'État membre. Ce délai peut être prolongé, mais seulement par accord unanime des autres membres de l'UE. Prises au pied de la lettre, les dernières déclarations du Premier ministre britannique ont augmenté la probabilité de *Hard Brexit* (rupture complète avec le Marché Unique), le pays entendant rétablir la pleine maîtrise des flux d'immigration (ce que les autres États membres ne jugent pas compatible avec l'accès au marché unique des biens et services). Il s'agit, cependant, très probablement, d'une posture de négociation, visant à la fois à durcir le ton vis-à-vis de l'Europe et à donner des gages aux courants les plus eurosceptiques du Parti Conservateur britannique. Au final, il est peu probable que le gouvernement britannique sacrifie les intérêts de la place financière de Londres, pour laquelle il est essentiel de préserver l'accès au marché européen. Dans tous les cas, un accord définitif est très improbable avant 2018, voire au-delà. Notons que le récent verdict de la Haute Cour de Londres (obligation pour le gouvernement de soumettre l'activation de l'Article 50 au Parlement) pourrait également influencer le calendrier et la façon dont seront conduites les négociations.

L'euro est-il positif ou négatif pour l'économie ?



Source : Eurobaromètre, Recherche Amundi

Italie

4 décembre 2016

Pays Bas **15 mars** 2017

France

25 avril - 7 mai

Allemagne

septembre 2017

Espagne

Brexit

Novembre 2016

une récession. D'une part, la BoE conserverait, voire accentuerait, le degré d'accommodation monétaire. D'autre part, le gouvernement prendrait des mesures de stimulation budgétaire. Dans ce cas de figure, la croissance ré-accélérerait modérément en 2018.

L'incertitude autour de ces projections est néanmoins considérable. Sur le plan politique, rien ne garantit que le parlement autorise rapidement le gouvernement à activer l'article 50 du Traité de Lisbonne¹⁰. Les négociations avec le reste de l'UE seront vraisemblablement longues et tendues et il est peu probable que le dossier avance réellement avant les élections allemandes de l'automne prochain. Le gouvernement britannique se dit prêt à organiser un « hard Brexit ». S'agit-il d'une simple posture de négociation ou d'un choix stratégique ?

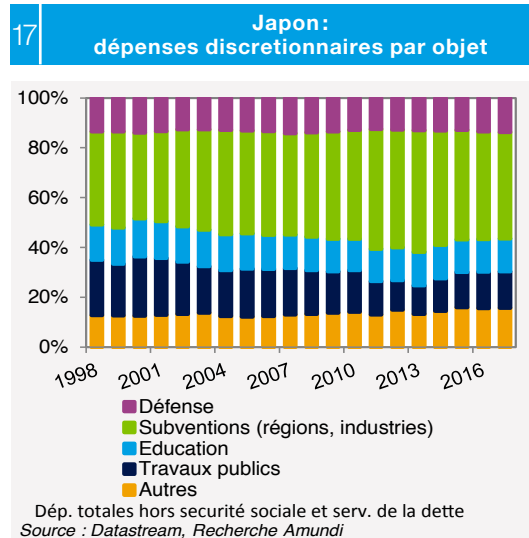
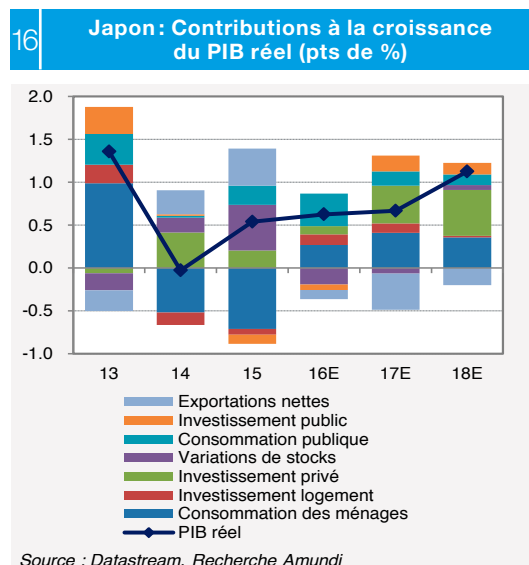
Seul l'avenir le dira. En attendant, cela renforce l'incertitude et risque de peser sur la confiance dans l'économie.

Japon : la politique budgétaire, nouveau pilier de croissance

L'année 2016 a été mouvementée pour la Banque du Japon, qui cherche par tous les moyens à doper l'inflation et la croissance depuis avril 2013. **Le yen est remonté à son niveau de début 2014, tandis que l'IPC sous-jacent est retombé en territoire négatif.** Les exportations en volume ont peu progressé depuis quatre ans. La hausse des salaires est la plus faible enregistrée depuis 3 ans en dépit des injonctions du Premier ministre Shinzo Abe pour les faire progresser davantage. La BoJ qui a déjà racheté près de 40 % des JGB en circulation, a fini par modifier sa politique, en décidant de contrôler la courbe des taux plutôt que le volume de titres achetés.

Le gouvernement a mis en place un programme de relance économique de 280 milliards USD (environ 6 % du PIB) : il est à ce stade le seul grand pays dont la politique budgétaire est en ligne avec les recommandations du G20.

La croissance devrait se stabiliser en 2017 (+0,7 %) puis accélérer en 2018 (1,1 %), soit des rythmes de croissance très supérieurs à la croissance potentielle (voisine de 0,3 %). Dans ces conditions, l'inflation sous-jacente va accélérer (+0,8 % en 2017, +1,1 % en 2018). Mais cela ne remettra pas en cause la politique monétaire accommodante : comme dans la plupart des pays avancés, il s'agit d'un mouvement de reflation nécessaire après des années d'inflation trop faible.



¹⁰ Le référendum populaire est une consultation sans valeur légale. Sans activation de l'article 50, le processus de sortie de l'UE ne peut pas commencer. La Cour de Justice de Londres impose au gouvernement un vote du parlement au préalable (le gouvernement a fait appel de cette décision). Près de six mois après le vote, la sortie de l'UE n'est donc pas figée dans le marbre ce qui nourrit la thèse de la réversibilité. Revenir en arrière serait toutefois extrêmement coûteux sur le plan politique (perte de crédibilité du pays sur la scène internationale, non-respect des engagements pris par le premier ministre). On imagine mal le parlement s'opposer au vote populaire sans provoquer une grave crise politique, rendant inévitables des élections générales (avec un nouveau premier ministre ainsi probablement qu'un nouveau référendum à la clé). Ce scénario est hautement improbable. En revanche, il est possible que le Parlement force le premier ministre à revoir son calendrier, qui prévoit actuellement d'activer l'article 50 avant la fin du mois de mars 2017.

Novembre 2016

> Japon : évolution des composantes du PIB

La progression régulière des revenus devrait doper la consommation

La croissance des salaires devrait accélérer en 2017 en raison d'un marché du travail le plus tendu de ces 25 dernières années.

Le gouvernement s'engage de plus en plus en faveur d'un accroissement des salaires. Pour commencer, le Premier ministre Shinzo Abe a une nouvelle fois appelé à une augmentation marquée des salaires en 2017, malgré la baisse des bénéfices des entreprises. Le ministère de la Santé, du Travail et de la Protection sociale a relevé le salaire minimum de 3,1 % en octobre, ce qui est un record, et la Diète vient d'approuver un montant forfaitaire pour les ménages à faible revenu. Ensuite, le gouvernement offre davantage d'opportunités d'emploi aux femmes au foyer en augmentant le nombre de places en crèches et en élargissant les horaires d'ouverture. Parallèlement, les autorités souhaitent parvenir à une rémunération égale pour un travail égal afin de réduire l'écart entre les CDD et les CDI, tout en incitant les entreprises à embaucher ou à augmenter les salaires via des crédits d'impôts pour les sociétés.

Le raffermissement du yen et l'affaiblissement du renminbi risquent de freiner les recettes touristiques. Toutefois, les dépenses ponctuelles cèdent la place à des achats récurrents, notamment en ce qui concerne les achats de services.

Dépenses publiques : le sujet le plus brûlant

Suite à l'augmentation du budget de 3200 milliards JPY décidée en octobre, le gouvernement mettra en œuvre le reste des dépenses prévues (3000 milliards JPY) dans le cadre de son programme de relance économique de 2017. Le budget s'élève au total à 96700 milliards JPY (930 milliards USD, 20 % du PIB), dont 57,8 % de dépenses non cycliques (sécurité sociale et coût du service de la dette). Toutefois, la part des investissements dans les travaux publics a augmenté suite aux directives de Shinzo Abe. Sur le plan régional, la métropole de Tokyo est prête à rénover ses infrastructures dans la perspective des Jeux Olympiques de 2020.

Davantage d'entreprises devraient accroître leurs investissements

Les bénéfices des entreprises semblent avoir atteint un creux au 3^e trimestre 2016, avant de se redresser rapidement. Les entreprises devraient rompre le mauvais sort, à savoir la conjonction de l'essoufflement des économies émergentes (surtout la Chine), du choc sur l'offre de pétrole et de l'hésitation des consommateurs. Le secteur des services privilégiera des investissements pour réduire les coûts salariaux et rationaliser ses activités. Parallèlement, encouragé par l'initiative de relance de la compétitivité, le secteur manufacturier va accroître les dépenses de R & D avec des projets ciblés pour séduire les non-résidents.

Contribution négative du commerce extérieur

Les exportations devraient légèrement se redresser en 2017, grâce à la stabilisation du yen et au dynamisme accru du marché asiatique. En outre, la hausse de la demande de téléphones mobiles haut de gamme devrait doper la demande de pièces et d'appareils fabriqués au Japon. Parallèlement, les opérations de scission (*spin off*) de ligne de métiers non rentables et coûteuses en main-d'œuvre devraient entraîner une hausse des importations, tout comme les projets de reconstruction dans les zones sinistrées.



La croissance japonaise devrait accélérer en 2018 grâce au plan de relance budgétaire et à la hausse de la consommation privée induite par l'accroissement des salaires



Économies émergentes : éclaircies en perspectives

Après plusieurs années difficiles, le contexte économique est redevenu favorable à la majorité des émergents. Il y a plusieurs raisons à cela : (1) le rebond des prix des matières premières a apporté une bouffée d'oxygène aux pays producteurs et l'accord en cours des pays de l'OPEP limite les risques d'une baisse supplémentaire des cours de pétrole. (2) Avec l'arrivée de Trump au pouvoir, la probabilité de hausses de taux américains plus marquées augmente. Mais une partie de celles-ci sont déjà *pricées* par le marché. L'impact sur les économies émergentes devrait donc être à priori limité. (3) La stabilisation de l'économie chinoise a joué un rôle clé dans la perception des risques à l'échelle



Le pire semble être derrière pour les économies émergentes mais l'arrivée de Trump au pouvoir augmente le risque baissier



Novembre 2016

mondiale. (4) Dans un environnement de taux d'intérêt faibles voire négatifs, la recherche de rendements conduit les investisseurs des pays avancés à se tourner vers les émergents qui offrent des rendements plus élevés pour des risques qui ne le sont pas (les risques politiques touchent autant les pays avancés que les pays émergents). Dans ces conditions, **la croissance devrait se stabiliser dans les pays émergents en 2016 (4,1 %) puis accélérer en 2017 (4,6 %).** Compte tenu de l'atonie du commerce mondial, le moteur principal demeurera la consommation privée. L'investissement devrait toutefois s'améliorer quelque peu mais rester en deçà des taux passés.

Les divergences entre pays vont toutefois rester marquées. En termes de croissance, les pays d'Asie (Chine et Inde mais aussi Indonésie, Philippines) continueront de faire la course en tête. **En outre, les résultats des élections présidentielles américaines représentent une source d'incertitude nuisible à la reprise des économies émergentes et le risque baissier est dans ce contexte plus élevé.**

Chine : La stabilisation de l'économie chinoise a joué un rôle clé dans la stabilisation des perspectives économiques mondiales en 2016 et ce rôle est probablement encore sous-estimé. **Une fois passé le creux de cycle (que nous attendons pour fin 2016), la stabilisation devrait se poursuivre jusqu'à fin 2017.**

Les marchés émergents, les matières premières et le secteur cyclique sont les premiers bénéficiaires de cette stabilisation. Dans une année 2017 de transition politique, tant les facteurs **microéconomiques** (dynamisme des entreprises du secteur privé) que **macroéconomiques** (impulsion majeure des investissements dans les infrastructures) expliquent cette stabilisation. La Chine ne présente aucune des caractéristiques propres à un atterrissage forcé. Le pays devrait parvenir à repousser ses problèmes tout en essayant de régler notamment la question des bulles de l'immobilier et de la dette. Nous anticipons une croissance du PIB chinois de 6,4 % en 2017 et une dépréciation graduelle du renminbi (USD/CNY à 7,2 d'ici fin 2017).

> Chine : évolutions prévues des composantes du PIB en 2017

Consommation : les ventes au détail devraient se stabiliser à leur niveau actuel ou légèrement en-dessous, mais avec une tendance haussière dans le secteur des services.

- **Investissement :** les investissements dans le secteur manufacturier et l'immobilier risquent de baisser tandis que ceux dans les infrastructures bénéficieront pleinement des mesures de stabilisation de l'économie chinoise.

- **Exportations nettes :** les exportations devraient rester atones compte tenu de la faiblesse de la demande étrangère, mais les importations de matières premières seront soutenues par la demande intérieure en infrastructures.

Perspectives politiques en 2017 :

- **Politique monétaire :** la PBoC devrait rester accommodante avec un assouplissement marqué, notamment via différents outils de provisionnement de liquidités.

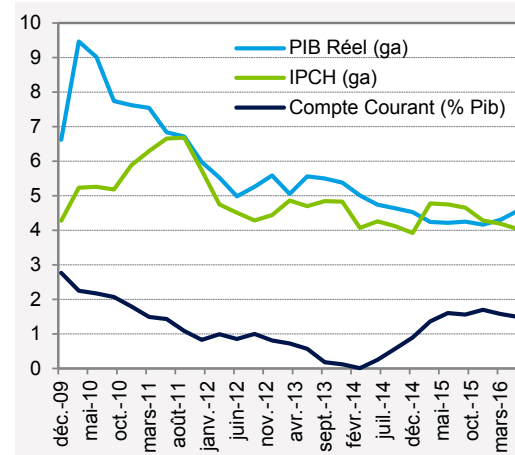
- **Politique budgétaire :** le ministère des finances continuera de promouvoir des mesures budgétaires (hausse du déficit budgétaire) et quasi-budgétaires (via les banques de développement publiques).

- **Politique de change :** la PBoC continuera de promouvoir un mécanisme de taux de change du RMB basé sur le marché et de jouer le rôle de stabilisateur par rapport aux autres devises.

- **Réformes :** les principales réformes à surveiller pour les marchés sont toujours celles des entreprises détenues par l'État et de l'offre (réduction des capacités excédentaires).

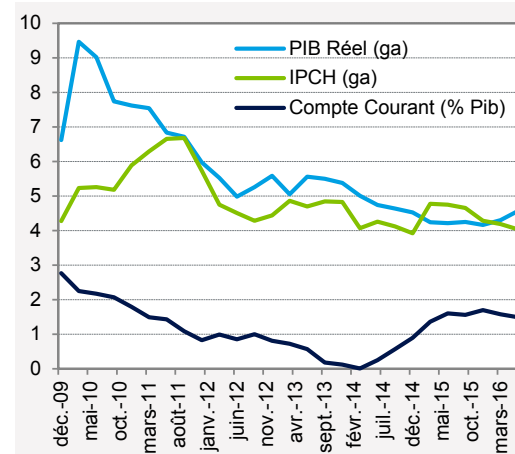
Autres : le 19^e congrès national du Parti communiste chinois se tiendra en octobre/novembre 2017 et se concentrera sur la transition du leadership. D'ici là, toutes les orientations politiques visent à favoriser la stabilité économique, politique et sociale en Chine

18 Indicateurs Monde Emergent



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

19 Croissance du PIB par Régions Emergentes



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

“ La stabilisation de l'économie chinoise est un facteur positif pour les pays émergents ”

Novembre 2016

Inde : La croissance indienne devrait être légèrement inférieure au consensus en 2017 et au-delà, malgré des facteurs positifs comme une saison de mousson normale, la solidité de la demande des consommateurs en zones urbaines et rurales et le cycle d'assouplissement monétaire. La morosité des investissements privés est le principal frein à un redressement durable du cycle de dépenses. Nous prévoyons une croissance du PIB indien de 7,5 % sur l'exercice 2017.

La hausse du pétrole et le début de la reprise des investissements devraient continuer de peser sur la balance courante, dont le déficit sera plus visible d'ici un an ou deux. Toutefois, la RBI dispose selon nous de réserves suffisantes pour faire face à des accès de volatilité marqués de l'INR, dont la parité devrait rester soutenue (USD/INR à 70 d'ici fin 2017).

> Inde : les grands enjeux de 2017

- **Politique monétaire :** les prévisions d'inflation de la RBI semblent un peu en retard. L'inflation est ressortie nettement inférieure à ses anticipations et nous pensons donc que la banque centrale va maintenir sa politique accommodante plus longtemps et l'assouplir davantage que ne l'anticipe le marché.
- **Politique budgétaire :** les conditions budgétaires seront accommodantes, avec une consolidation budgétaire inférieure aux prévisions l'année prochaine. De plus, le gouvernement va adopter un nouveau régime de mesures ce qui est positif pour les investissements.
- **Politique de change :** la RBI dispose de réserves suffisantes pour faire face à des accès de volatilité de l'INR, qui devrait continuer à surperformer les devises émergentes.
- **Réformes :** la dynamique de réforme devrait se poursuivre en 2017. L'objectif est de faciliter les affaires et de mettre en place des réformes clés : Taxe sur les biens et services (GST), faillites, libéralisation des IDE, approfondissement du marché des obligations d'entreprises. Mais attention aux risques baissiers liés à une mise en œuvre trop rapide.
- **Autres :** élections législatives (avril/mai 2017).

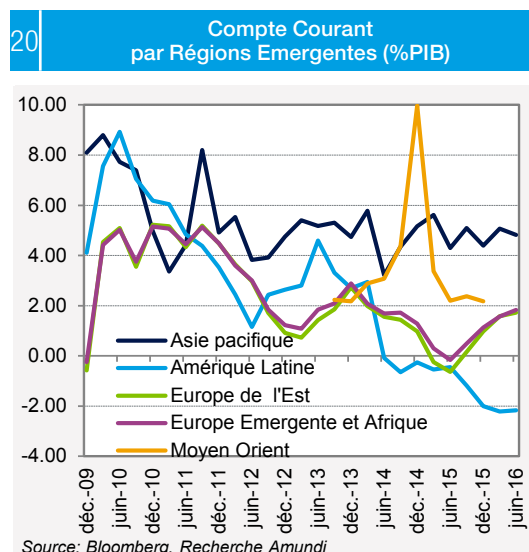
Corée : L'économie sud-coréenne a été pénalisée par l'épidémie de coronavirus du syndrome respiratoire du Moyen-Orient (MERS), qui a entraîné une baisse de la consommation, mais aussi des investissements dans la construction. Pour 2017, à partir d'une base faible, l'économie sud-coréenne présente selon nous un potentiel haussier mais il est contrebalancé par le projet de loi anti-corruption, les restructurations en cours dans les entreprises et la baisse des investissements dans la construction en 2017. La croissance du PIB réel devrait être proche de 2,7 % en 2017. Les autorités maintiendront un *policy mix* expansionniste. La BOK devrait maintenir sa politique accommodante en raison des risques baissiers liés au marché intérieur (projet de loi anti-corruption et restructuration des entreprises) et aux marchés étrangers. La politique budgétaire restera un facteur de soutien.

Enfin, en ce qui concerne la devise, la BOK devrait continuer d'intervenir pour en limiter la volatilité. Parmi les risques baissiers externes figurent l'ampleur et la rapidité du programme de hausse des taux de la Fed, les incertitudes de la zone euro, notamment le Brexit, et les risques géopolitiques liés à la Corée du Nord. Nous pensons que la parité USD/KRW sera à 1 180 d'ici fin 2017.

En Indonésie, en Malaisie, en Thaïlande et aux Philippines, la croissance sera légèrement supérieure au consensus, soutenue en partie par la politique budgétaire. En raison d'investissements (publics et/ou privés) plus soutenus, le solde de la balance courante va se dégrader dans tous ces pays. En **Malaisie** néanmoins, la stabilisation des matières premières jouera en sens inverse. En **Thaïlande**, où le déficit courant est supérieur à 10 %, le baht restera sous pression, ce qui pourrait conduire la banque centrale à intervenir. Aux **Philippines**, il faudra surveiller tout particulièrement le risque politique. Du côté de la politique monétaire, les pressions inflationnistes aux Philippines devraient conduire la banque centrale à remonter ses taux. En revanche, en **Indonésie**, l'inflation est sous contrôle et la banque centrale a des marges de manœuvre pour réduire les taux d'intérêt (nous tablons sur une baisse de 50 pb des taux directeurs).



L'Asie devrait continuer de tirer son épingle du jeu



Novembre 2016

Europe centrale et orientale : la consommation privée, soutenue par un marché du travail favorable aux salariés, restera le principal moteur de la croissance.

Après un ajustement marqué, la Russie devrait sortir du marasme économique dans lequel elle est plongée depuis deux ans et renouer avec des taux de croissance positifs bien que contenus (+1/+1,5% en 2017). Dans les autres pays, la croissance devrait se maintenir à des rythmes proches de ceux de 2016 — à l'exception de la Roumanie qui partant d'un pic de près de 5 % en 2016 devrait enregistrer une décélération.

La consommation privée restera le principal moteur de la croissance. Les conditions sur le marché de l'emploi (faibles taux de chômage) contribueront à tirer les salaires vers le haut de sorte que le pouvoir d'achat des ménages ne cessera d'augmenter. En Turquie, la consommation privée, soutenue par une expansion du crédit domestique, continuera aussi d'être le principal contributeur à la croissance.

Même s'il est peu probable qu'il renoue avec les taux de croissance passés, **l'investissement devrait lui aussi rebondir** dans plusieurs pays d'Europe centrale avec le renouvellement des fonds en provenance de l'Union européenne mais aussi en Russie avec le rebond des cours du pétrole et en Turquie si le contexte politique ne fait pas fuir les capitaux étrangers.

En revanche, le manque de dynamisme du commerce international restera un frein à la croissance.

Les politiques monétaires et budgétaires resteront dans l'ensemble un facteur de soutien à la croissance. L'inflation devrait être modérée de sorte que la politique monétaire devrait rester accommodante dans la plupart des pays. La **Russie** devrait encore procéder à quelques baisses de taux même si du fait des anticipations d'inflation et des questions sur le financement du déficit public, l'ampleur de l'assouplissement devait être limitée. La Turquie pourrait continuer son cycle baissier même si les pressions inflationnistes et les inquiétudes de marché ne plaident pas en ce sens. Les divergences devraient être plus marquées en termes de politique budgétaire. En **Russie**, **Turquie**, **Pologne** et **Roumanie**, les marges de manœuvre sont épuisées et appellent à un resserrement budgétaire. En **République Tchèque** et en **Hongrie**, les revenus fiscaux de 2016 ont été relativement conséquents et pourraient financer une politique budgétaire plus expansionniste si besoin. En outre, l'expansion de la demande interne s'est faite dans la plupart des pays sans générer de déséquilibres majeurs. En effet, l'inflation est restée contenue, les déficits courants, quand il y en a, sont modestes et les flux de capitaux suffisamment élevés pour que les besoins de financement extérieurs demeurent faibles.

Les risques demeurent cependant baissiers dans ces pays. Plus précisément les risques politiques tendent à augmenter et la crédibilité de la politique budgétaire de certains pays comme la **Pologne** et la **Turquie** commence à être remise en question. Les marchés vont donc scruter attentivement les diverses annonces budgétaires et n'hésiteront pas à sanctionner les pays où le risque de dérapage est jugé trop élevé. En outre, la hausse des cours des matières premières sera un frein à la consommation des ménages. Le **Turquie** s'inscrit dans cette tendance avec une croissance stimulée notamment par l'endettement des ménages et un assouplissement de la politique monétaire mais avec l'accentuation des risques budgétaires et inflationnistes. En revanche, même s'il n'est pas nul, l'impact du Brexit devrait être modéré.

Amérique latine : situations contrastées entre les pays

Le Brésil devra encore attendre pour renouer avec la croissance. Même si la situation politique semble meilleure, les facteurs de croissance sont toujours en berne. Le marché du travail reste sclérosé : le taux de chômage ne cesse de grimper et les salaires réels de baisser, ce qui pèse sur la consommation des ménages. La chute de l'investissement est moins marquée mais continue de peser sur la reprise. Par ailleurs, les autorités

“

La Russie devrait sortir de récession dès 2017 et le reste de l'Europe émergente devrait continuer de croître à des rythmes soutenus même si le pic est sans aucun doute passé”

”

“

En Amérique Latine, les situations seront contrastées. Le Brésil restera à la traîne”

”

Novembre 2016

budgétaire et monétaire devront mener un *policy-mix* contraignant pour assoir leur crédibilité auprès des marchés. La consolidation budgétaire nécessaire à la stabilisation du ratio de dette sur PIB devrait donc fortement pénaliser la croissance. Dans un environnement où le risque de dérapage budgétaire n'est pas nul et où les anticipations d'inflation sont toujours élevées, la banque centrale dispose de peu de marges de manœuvre. Ainsi, sauf à considérer un rebond marqué et durable des cours du pétrole (à plus de 70\$ le baril), la croissance devrait être encore négative (-0,5 %) en moyenne en 2017. Selon nos estimations, il faudra donc attendre 2018 pour que le Brésil sorte de la récession mais en présence d'une incertitude marquée sur les élections présidentielles, l'investissement pourrait rester à la traîne.

Dans le reste de l'Amérique latine, la situation demeure très contrastée.

Le Venezuela, au bord de l'implosion politique, devrait encore enregistrer une récession majeure (-5 %). L'Argentine, soutenue par un *policy mix* volontaire et rigoureux, devrait pouvoir inverser la tendance actuelle et, possiblement enregistrer un retour de la croissance en territoire positif. Au Mexique, au Pérou, au Chili et en Colombie, la croissance devrait se maintenir aux rythmes actuels. Cependant, en ce qui concerne le Mexique, la situation pourrait s'envenimer en raison de la victoire de D. Trump aux élections présidentielles américaines.

Afrique et Moyen Orient : le rebond des cours des matières premières est un facteur porteur mais les risques (géo) politiques demeurent un frein à la croissance.

Au Moyen-Orient et en Afrique, la hausse des cours des matières premières devrait permettre un rebond des économies ayant fortement été affectées par la chute des prix. Toutefois, eu égard aux troubles politiques divers et variés, la situation demeure compliquée pour certains. L'Afrique du Sud, devrait avoir passé un point bas et revenir à un taux de croissance proche de 1 % pour autant que les problèmes de corruption et de gouvernance n'entraînent pas de nouveau conflit social majeur.

Conclusion

Depuis le printemps, le contexte économique est devenu plus favorable aux pays émergents. Toutefois, nombre de ces pays ont été fragilisés au cours des dernières années par de multiples chocs de sorte qu'ils ont peu de marges de manœuvre et sont assez démunis pour amortir un choc supplémentaire. En ce sens, **les résultats des élections américaines sont une nouvelle source de stress pour les marchés émergents.** Les discours protectionnistes de Trump lors de la campagne présidentielle contribuent à renforcer la perception du risque émergent. Incontestablement, l'adoption d'une politique très protectionniste aurait des effets négatifs sur les émergents.

Toutefois, nous pensons que cet impact devrait être relativement limité.

Tout d'abord, il y a une différence entre les promesses électorales et la réalité politique : il est peu probable que la nouvelle administration parvienne à mettre en place les mesures les plus protectionnistes. Par ailleurs, comme nous l'avons signalé, le commerce mondial a fortement ralenti ces dernières années. Dans les économies émergentes comme dans les économies avancées, la croissance est aujourd'hui davantage tirée par la demande domestique et notamment par la consommation privée. De facto, un renforcement du protectionnisme serait certes pénalisant mais devrait avoir des effets moindres qu'il y a quelques années quand la plupart des modèles économiques dans les pays émergents étaient basés sur la demande extérieure. Enfin, les fondamentaux se sont améliorés dans les pays émergents.

De notre point de vue, le risque économique pour les pays émergents (pris dans leur ensemble) réside davantage du côté des effets induits de la politique budgétaire américaine sur les taux d'intérêt américains. Leur remontée récente a en effet précipité des mouvements de réallocation d'actifs dont les pays émergents ont été les premières victimes. Ceci dit, nous ne tablons pas sur la mise en place d'un large plan d'expansion budgétaire aux États-Unis susceptible de provoquer une envolée des taux longs américains. La reflation



En Afrique
et au Moyen-Orient,
les risques (géo)-politiques
demeurent un frein
à la reprise



Novembre 2016

mondiale est modeste, la Fed va rester prudente et la pression haussière sur les taux d'intérêt à long terme devrait rester contenue.

À court terme, l'environnement global (politique commerciale de Donald Trump et évolution des taux d'intérêt aux États-Unis notamment) peut certes encore affecter les flux de capitaux dans les pays émergents et donc peser sur leurs devises. Cependant, ces dernières ne sont pas surévaluées dans leur ensemble. Il faut en outre garder à l'esprit que les thématiques de moyen terme (processus de rattrapage, démographie relativement mieux orientée que dans les pays avancés) sont intactes et restent porteuses¹¹.

Croissance du PIB en volume (%)					
		2015	2016	2017	2018
Monde	Amundi	3,3	3,0	3,2	3,3
	Consensus		2,9	3,3	3,4
Économies avancées	Amundi	2,1	1,5	1,6	1,7
	Consensus		1,5	1,6	1,7
Économies émergentes	Amundi	4,2	4,1	4,4	4,5
	Consensus		4,1	4,6	4,7

Source: Bloomberg, Recherche Amundi

¹¹ En particulier, si la croissance potentielle diminue à l'échelle mondiale, elle reste très supérieure dans les émergents à ce qu'elle est dans les pays avancés.

Novembre 2016

Prévisions macroéconomiques — Amundi								
Moyennes annuelles (%)	Croissance réelle du PIB (GA %)				Inflation (IPC, GA %)			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
US	2,6	1,5	2,0	2,2	0,1	1,3	2,5	2,3
Canada	1,1	1,2	1,9	1,9	1,1	1,9	2,1	1,5
Japon	1,0	0,6	0,7	1,1	0,8	-0,1	0,8	1,1
Zone Euro	2,0	1,6	1,3	1,3	0,0	0,3	1,3	1,2
EMU-Pays du Nord*	1,4	1,5	1,3	1,4	0,2	0,5	1,3	1,6
EMU-Pays du Sud**	3,3	1,8	1,6	1,4	-0,2	-0,1	1,1	1,2
Allemagne	1,5	1,7	1,4	1,5	0,1	0,4	1,5	1,3
France	1,3	1,2	1,2	1,2	0,1	0,3	1,2	1,0
Italie	0,8	0,9	1,1	1,2	0,1	0,0	1,1	1,0
Espagne	3,2	3,1	1,8	1,1	-0,5	-0,4	1,3	1,1
Royaume-Uni	2,2	1,7	1,0	1,5	0,1	0,7	2,5	1,9
Europe Émergente	-0,1	1,1	2,0	2,4	9,3	5,3	4,8	4,7
Russie	-3,7	-0,7	1,0	1,8	15,5	7,6	5,5	5,0
Turquie	4,0	2,6	3,0	3,0	7,7	8,0	7,8	7,6
Asie ex-Japon	6,2	6,0	5,9	5,7	2,4	2,3	2,5	2,5
Chine	6,9	6,7	6,4	6,0	1,4	1,2	1,5	1,4
Inde	7,6	7,5	7,6	7,6	5,2	5,4	5,2	5,2
Corée du Sud	2,6	2,6	2,7	2,7	0,7	1,2	1,2	1,2
Indonésie	4,8	5,0	5,2	5,2	6,4	4,5	4,5	4,5
Australie	2,4	2,9	2,7	2,9	1,5	2,5	2,1	1,7
Amérique Latine	-0,1	-0,2	1,1	2,0	5,4	9,6	7,5	5,0
Brésil	-3,8	-2,5	-0,5	1,4	9,0	8,0	6,0	5,5
Mexique	2,5	2,0	2,0	2,2	2,7	2,8	3,0	3,0
Afrique & Moyen Orient	3,3	2,2	2,6	3,0	4,5	5,3	6,0	4,6
Afrique du Sud	1,3	0,8	1,0	1,2	4,6	6,4	6,0	5,5
Pays Industrialisés	2,1	1,5	1,6	1,7	0,2	0,8	1,8	1,7
Pays Émergents	4,2	4,1	4,4	4,5	4,0	4,0	3,9	3,3
Monde	3,3	3,0	3,2	3,3	2,4	2,6	3,0	2,6

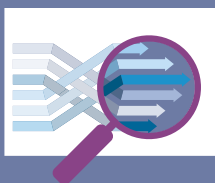
Source: Recherche Amundi

Dernière mise à jour: 11-2016

* Allemagne, Autriche, Belgique, Pays-Bas, France, Finlande

** Espagne, Italie, Grèce, Portugal, Irlande





Tendances à long terme

Pétrole : quel scénario pour 2017-2020 ?

EMMANUEL MARTIN, *Analyse financière*

Au cours des derniers mois, les signes annonciateurs d'un rééquilibrage du marché pétrolier se sont multipliés.

Du côté de la demande, l'AIE a révisé marginalement à la baisse ses estimations de croissance de la demande mondiale, mais celle-ci devrait se maintenir à un rythme relativement élevé, de l'ordre de +1,2Mb/j à la fois en 2016, et en 2017.

Les effets négatifs observés en Chine et dans nombre de pays de l'OCDE sont finalement largement compensés par des surprises positives dans certains pays non-OCDE, notamment l'Inde qui avec une consommation annuelle estimée de 4,3Mb/j en croissance de quelque 300kb/j cette année (+7,5 % versus 2015) s'installe comme un nouveau grand pays consommateur au niveau mondial.

Du côté de l'offre, l'effondrement des dépenses d'investissement amont a fini par provoquer une baisse significative de la production non-OPEP, principalement des pétroles de schiste aux États-Unis qui avaient été la source de l'excès d'offre mondiale au cours des dernières années et qui avaient provoqué l'effondrement des prix fin 2014.

Selon les dernières prévisions publiées par l'AIE, la production non-OPEP devrait baisser en moyenne de 900Kb/j en 2016, avant de rebondir de 400kb/j en 2017.

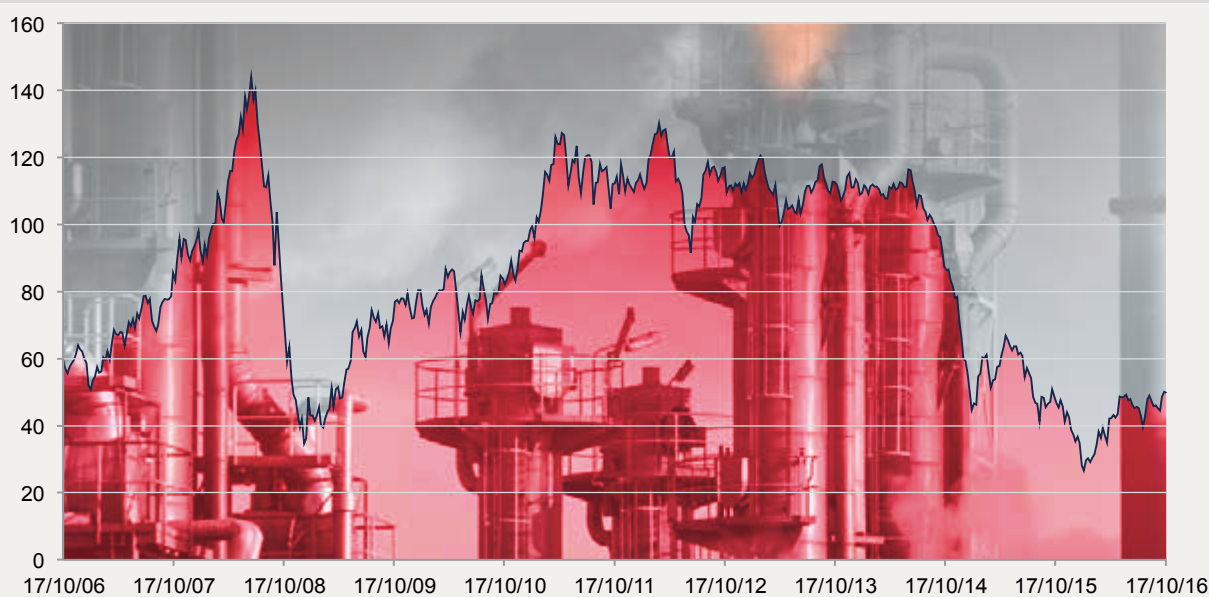
L'OPEP, menée par l'Arabie Saoudite, avait décidé fin 2014 de ne pas réduire sa production, laissant de fait les prix s'effondrer, et cherchant d'une part à ralentir le développement des pétroles de schiste aux États-Unis, mais aussi, et au moins autant, cherchant ainsi à éliminer du marché les productions chères, situées sur l'extrémité haute de la courbe de coûts.

Fin septembre, l'OPEP a surpris la plupart des observateurs en annonçant un objectif de production compris entre 32,5 et 33Mb/j, ce qui correspondrait en cas de confirmation fin novembre de cet accord, à une réduction effective de production de l'ordre de 0,3 à 0,7Mb/j selon les estimations récentes de la production OPEP.

Beaucoup d'analystes demeurent sceptiques quant à l'efficacité de cet accord pour limiter la croissance de l'offre mondiale. Même s'il est encore un peu tôt pour tirer une conclusion définitive, l'annonce récente de l'OPEP marque un réel changement d'attitude de la part de l'Arabie Saoudite qui a réussi à trouver un compromis avec les autres principaux pays exportateurs, notamment avec l'Iran.

Il faut dire que tous ces pays ont énormément souffert de la chute des cours du pétrole depuis 2 ans, et que la situation du marché a facilité la signature d'un accord qui avait échoué à Doha en avril dernier. Depuis la levée des sanctions imposées par l'ONU, l'Iran a sensiblement accru le niveau de sa production qui a atteint en moyenne près de 3,7Mb/j selon l'AIE, en hausse de 760kb/j depuis le début de l'année. L'Iran a pratiquement retrouvé le niveau de sa production de 2012 avant la mise en place des sanctions imposées par l'ONU. Cette situation a sans doute facilité la conclusion d'un accord.

Cours du Brent sur 10 ans (USD/brl)



Source : Datastream, Recherche Amundi

Novembre 2016

Perspectives 2017-2020:

La demande devrait continuer à croître chaque année en moyenne de près de 1Mb/j d'ici la fin de la décennie.

Pour le moment, le développement rapide du parc mondial de voitures électriques n'impacte pas le profil de croissance de la demande mondiale. C'est une menace sérieuse pour l'industrie pétrolière, mais qui ne devrait se matérialiser de manière significative qu'à moyen terme.

Aujourd'hui, le transport de véhicule représente environ 55 % de la consommation de pétrole, dont un peu plus de la moitié concerne les véhicules légers. C'est donc près de 30 % de la consommation de pétrole qui pourrait être menacée à moyen – long terme par la généralisation de la voiture électrique.

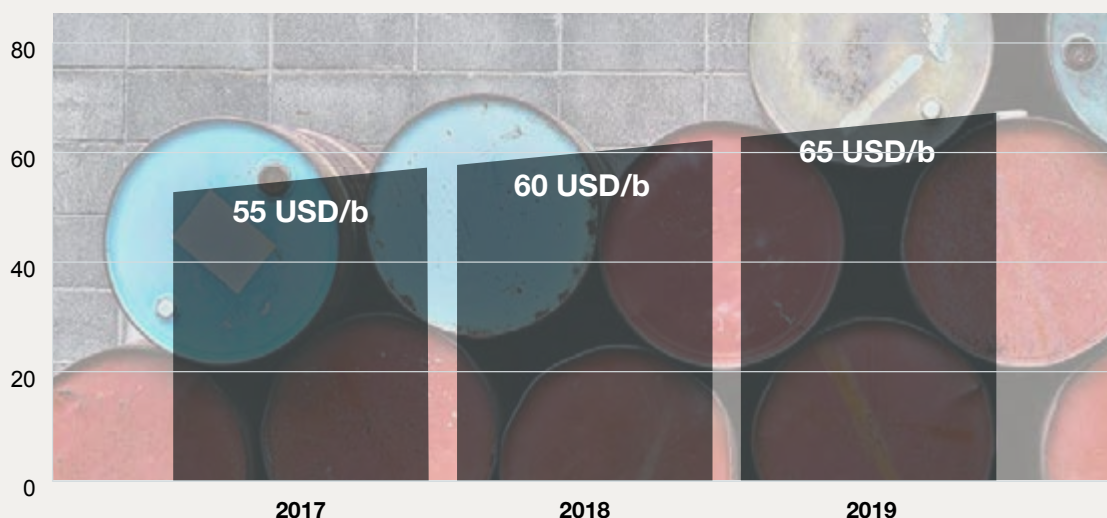
Toujours est-il que d'ici 2020, en prenant comme hypothèse une croissance économique mondiale de l'ordre de 3 % / an, la demande mondiale de pétrole devrait croître à un rythme moyen de l'ordre de 1Mb/j ou légèrement plus, c'est-à-dire maintenir un taux de croissance annuel moyen de l'ordre de 1 %.

Concernant l'offre, la production de pétrole de schiste américain devrait reprendre son trend de croissance à partir du premier trimestre 2017, sur un rythme un peu plus modéré qu'avant cette crise récente. Néanmoins, les producteurs américains de pétrole de schiste ont continué à améliorer la productivité et on s'attend à ce que les volumes de pétrole de schiste américain progressent d'environ 1Mb/j à partir de 2018 dans un scénario de Brent à 60 USD/b.

Cela ne signifie pas pour autant que cette source suffira à faire face à l'intégralité de la croissance de la demande, car le taux de déclin des gisements matures conventionnels va peser durablement sur l'offre. C'est la raison pour laquelle, il sera toujours nécessaire de faire appel à d'autres sources d'approvisionnement pour équilibrer le marché mondial, en particulier les gisements conventionnels situés en offshore, en tout cas les plus rentables d'entre eux qui, grâce à la forte baisse des coûts réalisés depuis 3 ans permettent de générer une rentabilité satisfaisante dans un environnement de prix du pétrole de l'ordre de 60 USD/b. Ce sont ces types de gisement qui devraient constituer la source d'approvisionnement marginale du marché à moyen terme.

Au total, nous maintenons pour l'heure notre scénario de base établi en début d'année, à savoir celui d'un rééquilibrage lent et progressif de l'équilibre offre-demande du marché pétrolier mondial à l'horizon 2017, avec un cours moyen du Brent de 55 USD/b en 2017, de 60 USD/b en 2018, et de 65 USD/b en 2019, qui est actuellement notre vision d'équilibre moyen-long terme.

Prévisions du cours moyen du Brent



Source : Recherche Amundi

Politiques monétaires en 2017 et au-delà

3 2017 : une année de transition pour les banques centrales ?

VALENTINE AINOUS - BASTIEN DRUT - KARINE HERVE - MO JI

Stratégie et Recherche Économique

8 des 10 banques centrales des pays G10 ont assoupli leur politique monétaire en 2016

En 2016 encore, les banques centrales des pays développés ont assoupli un peu plus leurs politiques monétaires : à l'exception de la Fed et de la Banque du Canada, les banques centrales de tous les autres pays dits G10 (Allemagne, États-Unis, Japon, Royaume-Uni, Canada, Australie, Nouvelle-Zélande, Norvège, Suède, Suisse) ont toutes assoupli leur politique monétaire, soit en abaissant les taux directeurs, soit en faisant gonfler leur bilan.

Après huit ans de fed funds à zéro, la Fed avait effectué sa première hausse de taux en décembre 2015. Alors qu'en janvier, le vice-président du Board of Governors Stanley Fischer envisageait 3 à 4 hausses pour 2016, le FOMC n'en a pour l'heure réalisé aucune. Plombé notamment par la faiblesse de la croissance (la croissance économique sur un an glissant est passée sous 2 % depuis un an) et par un peu plus grande volatilité des chiffres de créations d'emplois, le FOMC a décidé de reporter à plusieurs reprises la deuxième hausse de fed funds de ce cycle et a fortement abaissé ses projections de fed funds (« dots »).

De leur côté, la BCE et la BoJ ont renforcé leur politique accommodante. En mars, le BCE a décidé de faire passer le montant de ses achats mensuels de 60 à 80 Mds € et d'inclure les obligations d'entreprises non-financières bien notées à sa liste d'achats (CSPP). Quant à la BoJ, elle a introduit un taux d'intérêt négatif (- 0,10 %) sur les réserves excédentaires des banques en janvier, provoquant une réaction très négative des actions bancaires, avant d'adopter une nouvelle stratégie le 21 septembre en ciblant directement la partie longue de la courbe des taux (cible de 0 % pour le taux 10 ans).

Alors même que la taille du bilan de la Fed est stable depuis la fin du « tapering » du QE3 (année 2014), l'expansion du bilan agrégé des trois plus grandes banques centrales des pays développés (BCE, BoJ, Fed) n'a jamais été aussi importante depuis la crise 2008/2009.

La Fed aidée par la nouvelle administration dans la poursuite de son cycle de remontée des taux ?

Avec une seule hausse de fed funds jusqu'à maintenant (en décembre 2015), il est difficile de parler de cycle de resserrement des taux... C'est que l'économie américaine est désormais bien plus molle et lente qu'auparavant (avec un taux de chômage à peu près équivalent à aujourd'hui, les salaires progressaient d'environ 4 % quasiment jusqu'à la fin 2008). Lors de la conférence de Jackson Hole, Janet Yellen avait indiqué le 26 août que « le sujet d'une hausse de taux avait gagné du poids » sur les mois qui avaient précédé, avec les bonnes performances observées sur le marché du travail et avec l'amélioration des perspectives de croissance et d'inflation. Cependant, un rapport sur l'emploi moins bon que prévu quelques jours plus tard (pourtant pas si mauvais avec une première estimation à 151 000 créations d'emploi pour le mois d'août) avait refroidi les ardeurs de certains membres du Board of Governors, préférant se donner davantage de temps pour prendre la décision de durcir les conditions monétaires. La Gouverneur Lael Brainard avait justifié la position attentiste de la Fed par les points suivants (« The 'New Normal' and What It Means for Monetary Policy », 12 septembre) :

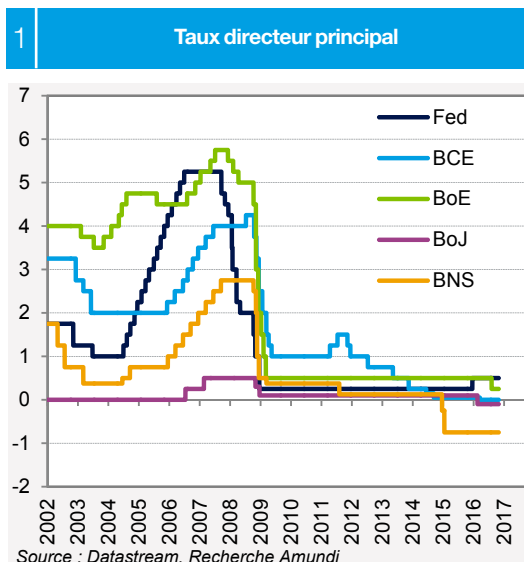
- L'inflation est à la traîne et la Courbe de Philips s'est aplatie
- Les excès d'offre sur le marché du travail se sont avérés plus importants que prévu

L'essentiel

En 2016 encore, les banques centrales des pays développés ont assoupli un peu plus leurs politiques monétaires : à l'exception de la Fed et de la Banque du Canada, les banques centrales de tous les autres pays dits G10 ont toutes assoupli leur politique monétaire, soit en abaissant les taux directeurs, soit en faisant gonfler leur bilan.

Après des années d'atermoiements, les projections de fed funds des membres du FOMC pour 2016-2017 semblent plus crédibles avec le changement d'administration (croissance et inflation plus soutenue). En revanche, la montée du taux de change effectif du dollar (la remontée des fed funds actualise la divergence de politique monétaire) continuera d'empêcher un cycle rapide de resserrement. La BCE devrait poursuivre son QE au rythme actuel et acter que les taux directeurs n'iront pas plus bas. La BoJ poursuivra son QE et ne devrait pas changer sa cible de taux longs.

Les économies émergentes sont scindées en deux groupes : les pays exportateurs de matières premières qui en raison des fortes dépréciations de leur monnaie ont enregistré des niveaux d'inflation très importants et les autres pays qui ont fait face à des pressions déflationnistes. Les politiques monétaires des pays à faibles niveaux d'inflation ont été et devraient rester accommodantes et celles des autres pays devraient le devenir en ligne avec le recul de l'inflation. Cependant, la politique monétaire américaine pourrait changer la donne si les hausses de taux étaient plus marquées que prévu.



Novembre 2016

- Il ne faut pas négliger les marchés étrangers, surtout car la transmission financière est importante
- Le taux neutre va vraisemblablement rester très bas quelque temps
- Les options en termes de politique monétaire sont asymétriques.

Les dernières projections médianes de *fed funds* des membres du FOMC (les 'dots') indiquent une hausse de taux en 2016 (décembre) et deux en 2017. Après des années de révision à la baisse des 'dots', les projections pour 2016/2017 semblent plus crédibles avec le changement d'administration (croissance et inflation plus soutenue, voir section économie). La forte remontée des anticipations d'inflation qui a suivi l'élection de Donald Trump sera de nature à rassurer les membres du FOMC, inquiets de la faiblesse de celles-ci lors des derniers trimestres. En revanche, la montée du taux de change effectif du dollar (la remontée des *fed funds* actualise la divergence de politique monétaire) continuera d'empêcher un cycle rapide de resserrement (cf. le discours de Stanley Fischer en novembre 2015 « The Transmission of Exchange Rate Changes to Output and Inflation »). De plus, les arguments avancés par Lael Brainard (voir ci-dessus) restent valides.

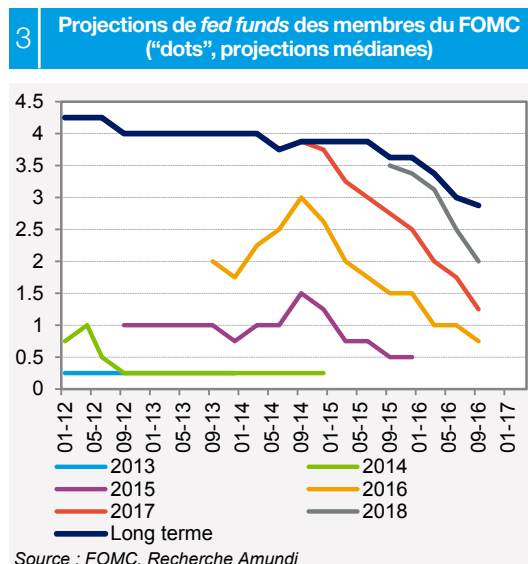
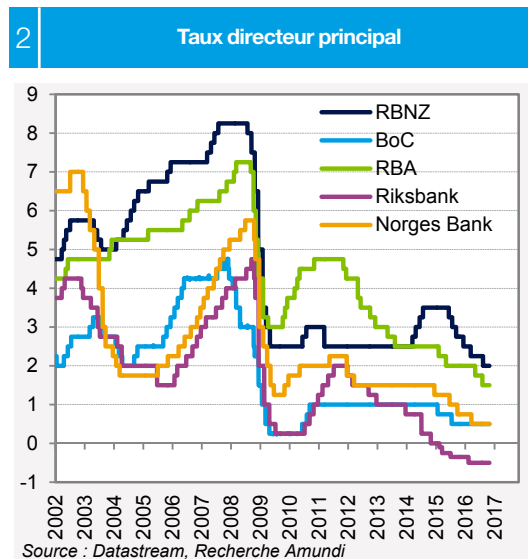
Par ailleurs, il est important de souligner que la Fed n'agit pas uniquement via sa politique de taux mais aussi via son bilan. Au fil des programmes de QE, la Fed a accumulé 2 400 Mds \$ de titres du Trésor à son bilan. Lors de l'année 2016, 232 Mds \$ de ces titres sont arrivés à échéance, réinvestis tout au long de la courbe des taux. 200 Mds \$ des titres du Trésor détenus par la Fed arriveront à maturité en 2017. Cela est de nature à peser sur les taux longs. Pour les principaux acteurs du marché des bons du Trésor (*Survey of Primary Dealers* de la Fed de New York), l'arrêt du réinvestissement des titres du Trésor arrivant à maturité ne devrait intervenir que vers la mi-2018.

La BCE restera très accommodante en 2017

Alors qu'il existait un consensus jusqu'à récemment sur le fait que la BCE étendrait son programme de QE au-delà de mars 2017 (sa fin programmée pour le moment), un bref article de Bloomberg publié début octobre a insinué le doute sur les marchés obligataires. Cet article ne contenait pourtant pas grand-chose : il disait simplement qu'un consensus s'était formé au conseil des gouverneurs de la BCE sur le fait que le montant mensuel d'achats de titres réalisés dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif (QE) baisserait par tranche de 10 Mds €, une fois que la fin de ce programme sera entérinée. Rien de plus. Rien de très surprenant car très rares devaient être ceux qui pensaient que la BCE arrêterait net son programme d'achats de titres. Rien de très précis non plus car les sources de l'article ont demandé à rester anonymes. Lors de sa conférence de presse du 20 octobre, Mario Draghi a totalement discrédité la rumeur d'arrêt progressif du QE qui a tant agité les marchés ces dernières semaines : « une affirmation hasardeuse d'une personne qui n'avait ni indication ni information sur le sujet ». Nous sommes donc très loin du discours de Ben Bernanke de mai 2013, lors duquel il avait dit que la Fed pourrait diminuer son rythme d'achats de titres (la décision effective n'avait été prise que sept mois plus tard).

L'essentiel de la politique monétaire de la BCE en 2017 sera annoncé... lors du conseil des gouverneurs du 8 décembre 2016. **La BCE devrait étendre son QE bien au-delà de mars 2017 car :**

- Même si l'inflation totale est en train de remonter, **l'inflation sous-jacente reste très faible en zone euro** (0,8 % en octobre) et a même eu plutôt tendance à faiblir ces derniers temps. Rappelons que les communiqués de la BCE indiquent que le QE de la BCE continuera au-delà de mars 2017 « si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. »
- L'amélioration sur le marché du travail a marqué une pause depuis un semestre : sur les six derniers mois, le taux de chômage en zone euro n'a baissé que d'un dixième, à 10 %. Cela retarde un peu plus la naissance de pressions inflationnistes.



Novembre 2016

- Un arrêt du QE provoquerait vraisemblablement : une forte hausse des taux longs, une remontée des *spreads* souverains et surtout une forte appréciation de l'euro. Ces facteurs compliqueraient encore un peu plus le retour de l'inflation vers sa cible de 2 %.

En théorie, le 8 décembre, la BCE pourrait :

- Poursuivre la baisse des taux d'intérêt (avec comme justification la stimulation de l'économie),
- Remonter les taux d'intérêt (avec comme justification la préservation de la stabilité financière),
- Changer sa *forward guidance* relative aux taux d'intérêt,
- Poursuivre le QE en l'état,
- Augmenter la taille du QE,
- Réduire la taille du QE,
- Stopper le QE mais réinvestir les papiers venant à maturité (cf. Fed),
- Arrêter le QE et ne pas remplacer les papiers venant à maturité,
- Abandonner la règle de la clef de capital pour les achats d'obligations souveraines,
- Acheter des titres obligataires bancaires,
- Acheter des actions.

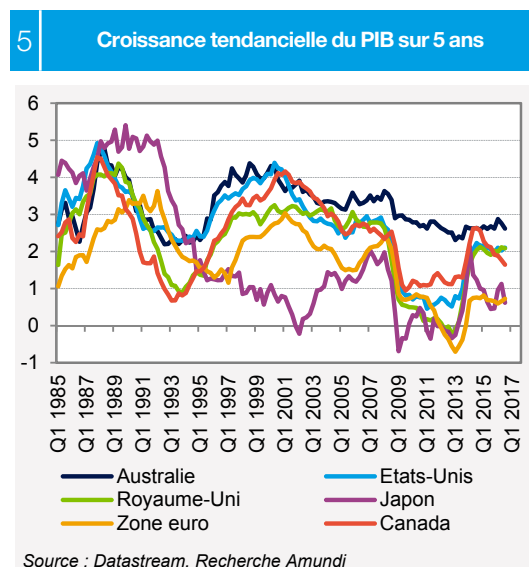
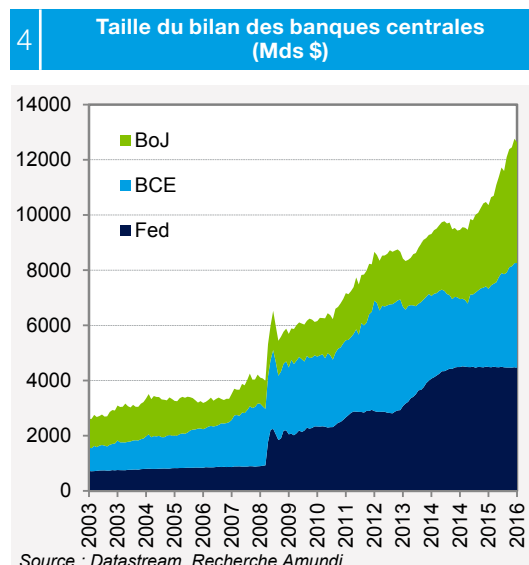
Ce qu'elle va probablement faire... selon nous :

- Elle ne baissera pas davantage ses taux d'intérêt : mener une politique de taux d'intérêt négatif est déjà contreproductif ;
- Elle poursuivra le QE au rythme actuel, même s'il existe une probabilité significative qu'elle réduise le montant des achats mensuels ;
- Elle ne modifiera pas la clef de répartition de ses achats : c'est facile à faire sur le plan technique, mais plus compliqué sur le plan politique. Cela reviendrait à acheter davantage la dette des pays qui continuent à émettre plus abondamment, soit les pays à plus gros déficits ;
- Elle n'achètera pas des titres bancaires : c'est contraire à sa logique actuelle, et cela pose des problèmes de « consanguinité », d'aléa moral... ;
- Elle n'achètera pas d'actions : pas assez d'impact sur la richesse des ménages.

Lors du conseil des Gouverneurs du 20 octobre, Mario Draghi n'a laissé filtrer quasiment aucune indication sur l'évolution de sa politique et en particulier de son programme d'achats d'actifs. Le dissensus entre ses membres est probablement très grand. Les gouverneurs communiquent de plus en plus sur les effets négatifs des politiques monétaires ultra-accommodantes (voir encadré). Toutefois, la remontée récente des taux longs est de nature à faciliter la décision de l'extension du QE (durcissement des conditions financières).

Alors qu'elle avait introduit un système de taux négatifs en janvier 2016, la BoJ a décidé le 21 septembre d'adopter un ciblage des taux longs (la cible du taux 10 ans est désormais explicitement de 0 %). Elle a précisé 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 % (Haruhiko Kuroda a avoué récemment que cela ne serait pas le cas avant la fin de son mandat (mars 2018)). L'évaluation complète des mesures adoptées depuis l'arrivée de M. Kuroda à la tête de la BoJ montre que le segment 1 an – 2 ans est celui qui stimule le plus l'économie japonaise. **Pour faire baisser davantage ce segment de la courbe des taux, la BoJ pourrait abaisser davantage le taux d'intérêt à court terme ou rediriger les achats de JGB sur ce segment (ces dernières années, les achats ont été focalisés sur les maturités 5 ans, 10 ans et 20 ans) en 2017. La modification de la cible de taux longs ne devrait pas être d'actualité en 2017.**

La BoE a abaissé ses taux directeurs à 0,25 % et a repris sa politique de QE en août. Un affaiblissement de la croissance dans la perspective de la matérialisation du Brexit amènerait la BoE à en faire davantage en 2017 (baisse



Novembre 2016

de taux supplémentaire et extension du programme de QE). En tout cas, l'accélération de l'inflation liée à la dépréciation de la livre ne poussera pas la BoE à durcir sa politique monétaire.

Les banques centrales des pays producteurs de matières premières (Australie, Canada, Nouvelle-Zélande) pourraient à nouveau baisser les taux directeurs en 2017 : 1) à cause de l'affaiblissement de la croissance potentielle, 2) à cause des risques portant sur l'économie chinoise, et notamment en ce qui concerne son marché immobilier.

> Comment expliquer le scepticisme des investisseurs quant aux perspectives du secteur bancaire européen ?

Pas de parallèle possible avec 2008 : la solvabilité, la liquidité et la structure de financement des banques se sont significativement renforcées pour respecter les nouvelles contraintes réglementaires. Les ratios moyens CET1 des plus grandes institutions financières de la zone euro atteignent 13 % à la fin de 2015 contre seulement 7 % en 2008 (source : BCE). Il convient de noter que des poches de sous-capitalisation persistent dans les pays périphériques. Les banques souffrent aujourd'hui d'un problème diffus de rentabilité qui s'explique en partie par un environnement de taux bas / négatifs.

La BCE réfute la thèse selon laquelle sa politique monétaire ultra-accommodante a contribué in fine à affaiblir le secteur bancaire de la zone euro. Mario Draghi a rappelé les effets bénéfiques des taux bas sur les banques : (1) plus-values en capital sur les portefeuilles obligataires, (2) amélioration de la solvabilité des emprunteurs et (3) augmentation des volumes de prêts. Toutefois, le vice-président Constancio a récemment admis que ces effets positifs diminuent avec le temps et risquent de disparaître à un moment donné. Plus important, Mario Draghi a blâmé les « surcapacités » dans le secteur bancaire européen. Le FMI a fait de même dans son dernier rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR). Il convient de remarquer que cette stratégie exige du temps et est difficile à mettre en œuvre dans le contexte actuel.

Ce n'est pas un hasard si les titres financiers des banques sont malmenés en bourse : les pressions sur la rentabilité ajoutées aux exigences en fonds propres de plus en plus fortes ont contribué à la forte chute du rendement des fonds propres. Le ROE est inférieur au coût des fonds propres pour de nombreuses banques.

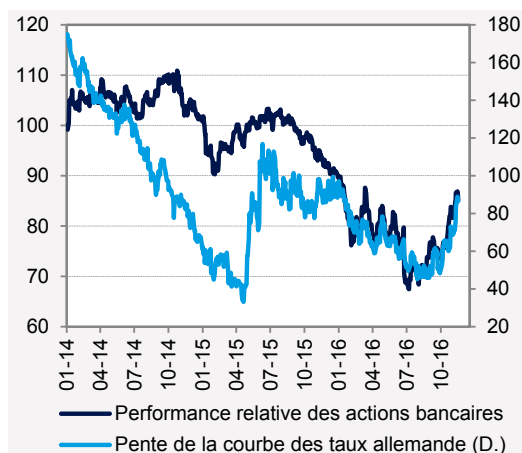
Mais, dans quelle mesure les investisseurs obligataires peuvent-ils aussi être affectés ? Les institutions financières de la zone euro détiennent un montant significatif de prêts non-performants qui inquiète les investisseurs. Il a atteint 950 Mds € à la fin de 2015 soit 7,1 % du total des encours de prêts. Ce ratio est élevé par rapport aux normes internationales et dépasse nettement ce que l'on peut observer aux États-Unis et au Royaume-Uni (source : BCE). Les prêts non-performants sont concentrés dans les pays de la périphérie : Grèce (34 % du montant total des prêts), Italie (18 %), Irlande (15 %) et Portugal (12,8 %). Cette situation est particulièrement préoccupante car ces banques pourraient rencontrer de plus en plus de difficultés pour renforcer leurs fonds propres via (1) une mise en réserve de leurs revenus (baisse des profits) ou (2) en levant de nouveaux capitaux (faible appétit du marché des actions). En cas d'échec d'une recapitalisation via les marchés, les investisseurs obligataires doivent, depuis le 1^{er} janvier 2016, être mis à contribution pour recapitaliser la banque en difficulté.

D'un point de vue macroéconomique, la capacité des banques à dégager suffisamment de ressources pour financer l'économie ne doit pas être affaiblie par le contexte de taux et les contraintes réglementaires toujours plus fortes. L'accumulation des fonds propres ne doit définitivement pas devenir une fin en soi.

Politique monétaire des pays émergents : vers davantage d'assouplissement en 2017 ?

Même si les situations des pays émergents sont contrastées, la politique monétaire devrait être globalement plus accommodante en 2017, ou au moins aussi accommodante. Cependant, si la politique budgétaire américaine se traduisait par une hausse marquée des taux américains, les banques centrales des pays émergents pourraient modifier leurs politiques.

6 La perf. relative des actions bancaires zone euro par rapport à l'indice lié à la pente de la courbe



Source : Datastream, Recherche Amundi

“ Les banques souffrent aujourd'hui d'un problème diffus de rentabilité qui s'explique en partie par un environnement de taux bas / négatifs ”

Novembre 2016

Vers davantage d'assouplissement monétaire en Chine

Nous tablons sur le maintien d'une approche prudente de la part de la PBoC en 2017 :

- Nous pensons que la PBOC doit rester **accommodante et pratiquer un assouplissement radical** pour aider l'économie chinoise à se stabiliser pendant l'année de transition politique que sera 2017.
- Nous ne sommes pas d'accord avec le raisonnement global du marché en ce moment, à savoir : 1) la légère hausse de l'inflation en 2017 entraînera un durcissement de la politique monétaire ; 2) la stabilisation et le redressement de l'économie pousseront aussi la PBOC à durcir sa politique en 2017. (Selon nous, la PBOC n'a qu'un seul moyen pour aider l'économie à se stabiliser : l'assouplissement monétaire.)
- S'agissant des outils d'assouplissement, ou d'apport de liquidités, nous ne prévoyons pas de réduction des taux d'intérêt, une seule voire aucune réduction du ratio de réserves obligatoires des banques, et principalement des opérations d'Open Market et des facilités de crédit à court ou à moyen terme (SLF/MLF).
- L'assouplissement monétaire sera peut-être plus marqué au second semestre sous l'effet d'un ralentissement plus prononcé du marché immobilier.
- Nous pensons que le taux repo 7 jours va baisser en dessous de 2 % en 2017, que le taux d'intérêt réel continuera de s'affaiblir avec le retour en territoire positif des prix à la production et la légère hausse des prix à la consommation.

Europe Centrale: reflation contenue et pas de grand changement en vue côté banques centrales

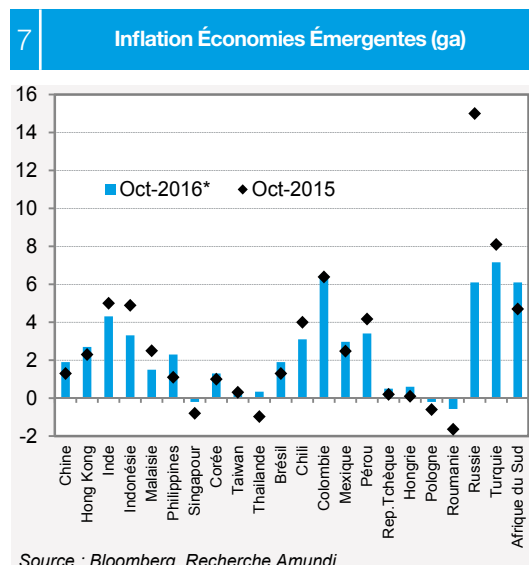
En Europe centrale, et notamment en Pologne, Hongrie, République Tchèque et Roumanie, même si les pressions inflationnistes se matérialisent (hausse des prix des matières premières, marché du travail tendu), elles resteront limitées (pressions déflationnistes en provenance de la zone euro) et ne dépasseront sans doute pas les cibles fixées par les banques centrales. Aussi, dans un environnement où la croissance devrait se stabiliser au niveau actuel, les banques centrales devraient *a priori* maintenir leur taux inchangé à un horizon fin 2017.

En Russie, le repli marqué de l'inflation devrait permettre à la banque centrale de procéder à de fortes baisses de taux d'ici fin 2017.

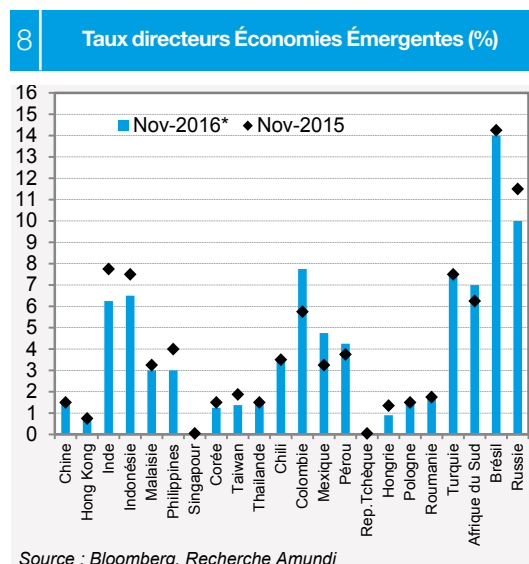
En Russie, l'inflation a considérablement baissé et pourrait passer sous la borne supérieure de la cible (6 %) de la banque centrale (CBR) d'ici fin 2016 ouvrant la porte à de nouvelles baisses de taux en 2017 et 2018 mais pas avant. En effet, la CBR a explicitement indiqué dans son dernier communiqué rester prudente du fait que les prix des biens hors alimentaires ont moins baissé que prévu. Par ailleurs, il est fort probable que la CBR maintienne son taux directeur inchangé dans l'attente de la décision de la Fed en décembre. En effet, si la Fed venait à procéder à une hausse de taux, cela pèserait sur l'ensemble des monnaies émergentes et par conséquent sur l'inflation notamment dans les pays où le *pass-through* est élevé. À l'horizon fin 2017, si le rouble s'est stabilisé et que l'inflation est contenue, une réduction de 150-200 points de base du taux directeur de la CBR nous semble réalisable.

En Turquie, la banque centrale va vouloir achever la convergence entre ses principaux taux, ce qui devrait se traduire par une nouvelle réduction du taux de financement.

En Turquie, le contexte économique (inflation toujours élevée avec des anticipations à la hausse et politique budgétaire jugée laxiste) appelle à un resserrement de la politique monétaire. Cependant, dans l'optique d'uniformisation de ses taux (convergence des taux de financement, d'emprunt et repo), la banque centrale de Turquie (CBRT) a fait le choix de diminuer son taux de financement plutôt que de monter le taux repo. Toutefois, contrairement à toutes attentes, la CBRT a maintenu ses taux inchangés au mois d'octobre. Dans son communiqué de presse, elle indique que les décisions à venir seront conditionnées aux données économiques et financières, comprendre évolution



“ Les banques centrales devraient poursuivre leurs cycles de baisse de taux à moins que la politique monétaire américaine ne se durcisse considérablement ”



Novembre 2016

de la livre et des comptes extérieurs. Dans un environnement qui globalement est plus favorable aux économies émergentes, la lire pourrait ne pas subir de pressions baissières trop marquées et ce d'autant que cette décision du mois d'octobre pourrait renforcer la crédibilité de la CBRT. D'ici fin 2017, le taux de de financement pourrait encore baisser de 75 points de base pour atteindre le niveau du repo à 7.5 %.

La banque centrale sud-africaine restera l'une des plus contraintes de sorte qu'une diminution de taux paraît peu envisageable.

Le contexte économique et politique reste défavorable en Afrique du Sud. Même si l'inflation a diminué au premier semestre de cette année, elle reste au-dessus de la borne haute fixée (6 %) par la banque centrale sud-africaine (SARB). En outre, les récents mouvements baissiers du Rand (liés à des perspectives économiques en berne et surtout à des problèmes politiques internes) pourraient s'intensifier et peser encore plus sur l'inflation. En effet, les tensions au sein de l'ANC ne cessent de croître notamment entre le Président Zuma et l'actuel Ministre des Finances (P. Gordhan). Aussi, dans un tel contexte, la SARB devrait maintenir le statu quo d'ici fin 2017.

En Amérique Latine, avec la stabilisation des prix des matières premières et des changes, l'inflation a fortement reculé dans de nombreux pays.

Les banques centrales devraient mettre un terme à leur cycle de resserrement voire entamer des cycles baissiers si les conditions le permettent.

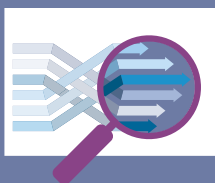
En Amérique Latine, l'inflation a baissé dans la plupart des pays et devrait continuer sur cette tendance de sorte que la plupart des banques centrales devraient avoir plus de marge de manœuvre pour assouplir leur politique monétaire.

Au Brésil, l'inflation a fortement chuté et pourrait passer sous la borne haute (6.5 %) fixée par la banque centrale (BCB) d'ici la fin de l'année. Sans choc additionnel, le processus de désinflation devrait se poursuivre en 2017. La BCB devrait donc pouvoir procéder à des baisses de taux mais nul doute que celles-ci seront conditionnées par l'évolution de la politique budgétaire. Les derniers développements sont plutôt favorables. La BCB pourrait d'ici fin 2017 réduire ses taux de plus de 200 points de base et continuer en 2018 de sorte que d'ici deux ans le Selic pourrait revenir à 10 %.

Au Mexique, la dépréciation du peso a pesé sur l'inflation. En septembre, l'inflation sous-jacente est passée au-dessus de 3 % et devrait encore augmenter d'ici la fin de l'année. La Banque Centrale mexicaine (Banxico) a adopté un ton plus agressif lors de son dernier communiqué. La nomination de D.Trump à la Présidence américaine change également la donne pour la politique monétaire mexicaine, pour le moins à court terme. En effet, depuis les résultats, le peso ne cesse de se déprécier. Face, à ce choc, la Banxico sera sans doute contrainte de remonter ses taux dans les mois à venir pour soutenir sa monnaie.

Dans les autres pays comme le Chili, le Pérou et la Colombie, baisse de l'inflation et « stabilisation » de la croissance se traduiront par des politiques monétaires inchangées voire plus accommodantes si ces deux variables venaient à décélérer plus fortement.





Tendances à long terme

Les politiques monétaires de QE et de taux négatifs ont atteint leurs limites

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

La politique monétaire a atteint ses limites. Les taux sont en territoire négatif, et cette mesure est désormais contre-productive. La fragmentation financière et les dysfonctionnements du marché interbancaire ne peuvent pas être résolus par la seule BCE : la désintermédiation, la croissance économique et le relais des politiques budgétaire et fiscale sont des leviers indispensables. La BCE bute sur des problèmes de liquidité sur les dettes souveraines, ce qui montre bien les limites d'un marché administré.

Les fondements de la politique de la BCE

Ce que la BCE cherche à faire est clairement identifié : i) Fournir de la liquidité aux banques, ii) Maintenir les taux courts à de bas niveaux, iii) Ancrer les taux longs à de bas niveaux... tout en éliminant / atténuant les pressions déflationnistes, et iv) Assurer par des taux courts et longs bas de bonnes conditions de financement.

Ce qu'elle ne cherche pas à faire est également clair : i) Financer directement les déficits publics (elle ne peut pas le faire), ii) Soutenir les banques en direct, via des achats d'actifs en détresse (une différence avec le QE des États-Unis), ou via des achats de titres bancaires notamment, et iii) Pousser l'euro à la baisse (une différence avec le Japon, qui souhaitait une baisse du yen).

Indirectement, elle assure trois choses essentielles : i) elle réduit le risque d'insolvabilité / de défaut des États : elle achète près de deux fois les émissions nettes de l'ensemble de la zone euro ; ii) elle pousse au développement d'un système « hors banques » (taux négatifs + courbe plate = profitabilité des banques réduite, enjeux digitaux nécessitant d'importants investissements). Enfin iii) elle contribue à la réduction de liquidité des marchés de taux.

Comment évaluer l'impact de la politique monétaire de la BCE ?

La politique monétaire (QE et politiques de taux) a de l'impact sur l'économie réelle via 7 canaux de transmission :

- Effet taux d'intérêt :** parvenir à des taux aussi bas que possible et les maintenir à ce bas niveau. La BCE y est parvenue.
- Effet spreads :** parvenir à des *spreads* étroits, notamment pour les pays périphériques. La politique de la BCE est un succès... mais elle achète pour cela plus de deux fois le montant des émissions nettes de la zone euro.
- Effet de richesse :** améliorer la richesse des agents économiques via la hausse des marchés boursiers et immobiliers notamment. Résultats contrastés : les marchés boursiers sont globalement en baisse depuis l'annonce de l'adoption d'un QE. Acheter des obligations d'État et garantir des taux bas pendant longtemps n'est pas suffisant pour pousser les marchés d'actions à la hausse.
- Effet sur le crédit bancaire :** obtenir une hausse du crédit bancaire, notamment aux PME. La BCE y est globalement parvenue mais :
 - **L'impact est faiblement visible dans les enquêtes de crédit.** De nombreuses entreprises profitent du bas niveau des taux et de la recherche de *spreads* par les investisseurs pour se refinancer via le marché des capitaux (ex : Sanofi a émis une obligation à 3 ans au taux de -0,50 %... aucune banque ne peut offrir une telle opportunité).
 - **La situation des entreprises mid-market et small cap est plus préoccupante.** Elles dépendent très fortement des banques et le crédit bancaire vers ce secteur a baissé pour la 6^e année consécutive.
- Effet change :** l'objectif était de parvenir à une dépréciation de l'euro, ce qui représente un « plus » pour la compétitivité. Il ne s'agissait pas d'un objectif explicite de la BCE (elle n'est pas en charge de la valeur externe de l'euro, i.e. son cours de change), mais l'annonce du QE a permis de faire baisser l'euro. À noter que cela fut de courte durée. Le mouvement de baisse a été interrompu dès 2015, avec la chute des devises émergentes, la dépréciation du yuan, le changement de régime de change du yuan, la fin de l'appréciation du dollar... Il n'y a plus d'effet positif et mécanique sur les profits des entreprises notamment.
- Effet « anticipations d'inflation » :** la BCE souhaitait éradiquer les pressions déflationnistes et enclencher un cercle vertueux prix - consommation. Ce n'est pas vraiment un succès... du moins pour l'instant. Les risques de déflation ont certes reflué, mais la spirale prix-consommation ne s'est pas inversée et les anticipations d'inflation restent très limitées.
- Effet « confiance » :** obtenir une hausse significative et durable des indicateurs de confiance s'avère nécessaire pour l'investissement et la croissance. L'impact du QE est mitigé. Il est toutefois certain qu'en l'absence des mesures de la BCE, ces indicateurs auraient de nouveau chuté.

Au total, la politique monétaire de la BCE a été fort utile, pour garantir des taux (et des niveaux de *spreads*) bas, pour rendre plus solvables et moins à risque les entités endettées (y compris les États), pour limiter la volatilité des marchés... aucun doute là-dessus. Mais tout est un peu artificiel, car cela repose sur la présence de la BCE sur les marchés de taux : le fait que la BCE achète bien plus que le montant total des émissions nettes de la zone euro rassure sur le maintien des taux longs à de faibles niveaux, mais deux questions se posent désormais ;

- Le repli de la liquidité peut-il avoir des effets négatifs sur la valorisation de ces actifs ?

Novembre 2016

– Combien de temps durera cette situation ? La BCE s'est-elle engagée – volontairement ou involontairement – dans une situation « à la japonaise », avec une impression de QE à l'infini, avec à terme, une monétisation ? En somme, les QE ont un impact sur les actifs financiers (prix, volatilité). Le tableau ci-dessous met en avant les critiques que nous identifions à l'encontre des QE et des taux négatifs. Même si l'on comprend la nécessité actuelle des QE, il ne faut pas en occulter les défauts. De même, on comprend bien la défiance envers les taux négatifs. Persévérer dans cette voie est contre-productif.

Les dangers des QE	Les dangers des taux négatifs
<p>1^{re} critique : les QE maintiennent les taux d'intérêt (courts et longs) à des niveaux artificiellement bas</p> <p>2^e critique : plus le temps passe, et plus il est difficile de sortir des programmes de QE</p> <p>3^e critique : ils tassent de façon artificielle la volatilité des marchés</p> <p>4^e critique : ils habituent les intervenants de marché à un environnement calme ; cette « nouvelle normalité » est tout sauf... normale</p> <p>5^e critique : ils déforment la valeur des actifs</p> <p>6^e critique : ils génèrent des potentiels de bulles</p> <p>7^e critique : ils pourraient être à l'origine de crises financières</p> <p>8^e critique : ils encouragent l'attentisme budgétaire et fiscal des États... (vue plus positive : ils permettent aux États d'avoir des politiques budgétaires et fiscales plus proactives sans en avoir les inconvénients, i.e. des hausses de taux)</p> <p>9^e critique : alors que les taux d'intérêt représentent une taxe sur l'épargne, les QE (et les taux négatifs) représentent une subvention à l'accumulation de dette</p> <p>10^e critique : les QE ont réduits les primes de risque et écrasés les <i>spreads</i>, à tel point que désormais les matrices de <i>spreads</i> de crédit – ratings ne veulent plus rien dire. Certains investisseurs ne peuvent plus par exemple acheter des titres obligataires, car le <i>spread</i> ne correspond plus au niveau de rating et au risque encouru. Quelle solution : ne plus investir ou revoir les matrices <i>spreads</i> – ratings et accroître le risque dans les portefeuilles ?</p> <p>11^e critique : les QE dégradent la liquidité des portefeuilles</p>	<p>1^{re} critique : ils ne sont pas vraiment nécessaires pour l'accès au financement. Les entreprises ont accès au marché des capitaux (hormis pour les PME très dépendantes des banques)</p> <p>2^e critique : une baisse des dépôts des banques auprès de la BCE ne garantit en rien une hausse supplémentaire du crédit bancaire auprès des entreprises dans les zones les plus désavantagées</p> <p>3^e critique : avoir des taux négatifs ne garantit en rien un meilleur fonctionnement du marché interbancaire</p> <p>4^e critique : si les banques ont des liquidités (qu'elles déposent ensuite auprès de la BCE), c'est précisément parce que la BCE en injecte beaucoup</p> <p>5^e critique : la baisse des taux jusqu'en territoire négatif pénalise la profitabilité des banques (toutes les banques, qu'elles soient du cœur de la zone ou de la périphérie)</p> <p>6^e critique : en envoyant les taux d'intérêt courts et longs en territoire négatif, la BCE envoie également des messages négatifs aux marchés financiers... et aux valeurs bancaires</p> <p>7^e critique : ils amplifient l'écart entre taux d'intérêt et coût de capital des banques</p>

Conclusion

La BCE va sans aucun doute conserver une politique monétaire accommodante pour les quelques années à venir, même si ses actions ont atteint leurs limites. Renverser la politique actuelle n'aurait pas grand sens dans le contexte actuel. Mais pour qu'un impact sur la croissance soit plus évident, il faut désormais que les politiques de revenu, budgétaire et fiscale prennent le relais. Le soutien de la consommation par des hausses de revenu réel disponible et de l'investissement par des dépenses publiques ciblées devient incontournable : les baisses d'impôts et la relance des dépenses en infrastructures notamment est souvent évoqué, y compris aux États-Unis (dans les programmes de D. Trump et d'H. Clinton, les deux candidats à la récente élection présidentielle).

Pour en savoir plus

Drut B. et Ph. Ithurbide – *ECB QE Monitor, divers numéros mensuels, Amundi.*

Ithurbide Ph. 2016, « *Environnement de taux bas/négatifs, stagnation séculaire... Impact pour la gestion d'actifs...* », Amundi Discussion Papers Series # 15, Avril.



Novembre 2016

Prévisions de taux directeurs

	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015	14/11/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2017	Amundi + 12m.	Consensus T4 2017
États-Unis	0,25	0,25	0,50	0,50	0,75	0,90	1,25	1,10
Zone euro	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	0,10	0,10	0,10	-0,10	-0,20	-0,10	-0,30	-0,10
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,20	0,00	0,25
Canada	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,45	0,25	0,55
Australie	2,50	2,50	2,00	1,50	1,50	1,30	1,25	1,30
Suède	0,75	0,00	-0,35	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40
Norvège	1,50	1,25	0,75	0,50	0,50	0,45	0,50	0,50
Suisse	0,00	-0,25	-0,75	-0,75	-0,75	-0,76	-0,75	-0,74
Chine	6,00	5,60	4,35	4,35	4,35	4,20	4,35	4,10
Inde	7,75	8,00	6,75	6,25	6,00	6,00	5,75	5,95
Brésil	10,00	11,75	14,25	14,00	13,00	11,85	12,00	10,90
Mexique	3,50	3,00	3,25	4,75	5,25	5,15	5,50	5,40
Russie	5,50	17,00	11,00	10,00	9,25	9,05	8,25	8,20
Turquie	4,50	8,25	7,50	7,50	7,50	7,65	7,50	7,70
Afrique du Sud	5,00	5,75	6,25	7,00	7,00	7,15	7,00	7,05

Marchés obligataires en 2017 et au-delà

4 Les élections américaines rebattent les cartes sur les marchés obligataires

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

Des rendements obligataires en baisse partout en 2016... avant les élections américaines

Les taux 10 ans ont baissé dans tous les pays du G10 (Allemagne, États-Unis, Japon, Royaume-Uni, Canada, Australie, Nouvelle-Zélande, Norvège, Suède, Suisse) sans exception lors des dix premiers mois de l'année 2016. Cela s'explique en très grande partie par l'attitude des banques centrales : à l'exception de la Fed et de la Banque du Canada, les banques centrales de tous les autres pays dits G10 ont assoupli leur politique monétaire, soit en abaissant les taux directeurs, soit en faisant gonfler leur bilan.

Globalement, les courbes des taux se sont aplaties encore un peu plus dans les pays développés, la partie courte ayant moins baissé que la partie longue. À la fin du troisième trimestre, les courbes des taux n'avaient pas été aussi plates depuis 2008 dans le cas de l'Allemagne et du Royaume-Uni et 2007 dans le cas des États-Unis. Historiquement, ce type de mouvement s'observe en fin de cycle économique, lorsque le taux de chômage est proche de son plus bas cyclique.

Les élections américaines (8 novembre) ont brisé la dynamique observée sur les marchés obligataires lors des premiers mois de l'année 2016. Après celles-ci, les taux longs ont fortement monté dans de nombreux pays développés, en bonne partie via une remontée des anticipations d'inflation, qui se trouvaient à des niveaux extrêmement bas. Le mouvement de remontée des anticipations d'inflation avait déjà commencé quelques semaines avant les élections mais s'est intensifié après la victoire de Donald Trump et des Républicains au Congrès.

- Aux États-Unis, les taux 10 ans ont chuté d'une cinquantaine de points de base sur les trois premiers trimestres avant de revenir vers leurs niveaux de fin d'année 2015. L'une des principales raisons de la baisse sur la première partie de l'année a été la faiblesse de la croissance et les attermoissements de la Fed et à son report répété d'une deuxième hausse de fed funds lors de ce cycle, qui n'est toujours pas arrivée au moment de l'écriture de ce document (alors qu'en janvier, le vice-président du *Board of Governors* Stanley Fischer envisageait 3 à 4 hausses pour 2016).
- À l'heure de l'écriture de ce document, les taux longs allemands sont environ 30 pb en dessous de leurs niveaux de début d'année. Ceci est en partie lié à l'augmentation du rythme de QE de la BCE (de 60 à 80 Mds € par mois à partir d'avril) et au fait que la Bundesbank ait vraisemblablement atteint la limite de détention dans le cadre du PSPP pour les titres de maturité proche de 10 ans. Ces derniers mois, les titres allemands achetés dans le cadre du PSPP avaient une maturité moyenne de 11/12 ans.
- Au Japon, la situation est très particulière puisque la Banque du Japon a décidé le 21 septembre d'introduire un contrôle de la courbe des taux et de cibler un taux 10 ans à 0 %.
- Le Royaume-Uni est l'un des pays où les rendements obligataires ont le plus baissé : à la suite du référendum sur le Brexit, la BoE a baissé son taux directeur et a réactivé son programme de QE, ce qui a lourdement pesé sur les taux.

Des pressions haussières temporaires avec la remontée de l'inflation totale et des anticipations d'inflation

Les élections américaines ont accéléré un mouvement de remontée des taux longs et de pentification des courbes (« *bear steepening* ») qui avait commencé à la fin du troisième trimestre. Ce mouvement avait dans un premier temps été enclenché par les discussions sur les marchés obligataires au sujet d'une potentielle diminution des achats de titres de la BCE et par l'imminence d'une remontée de l'inflation totale

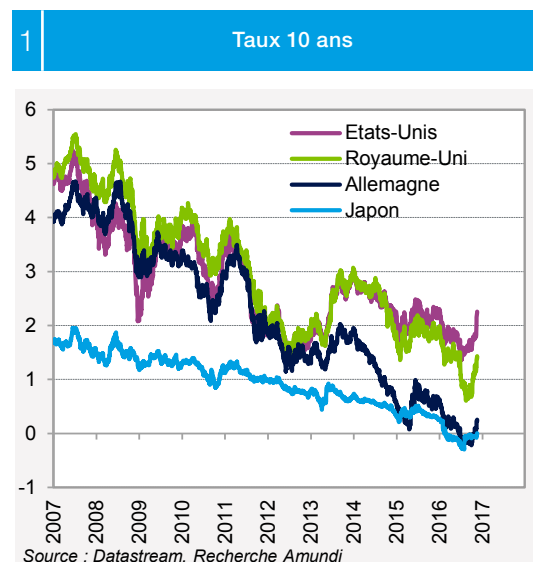
L'essentiel

Les taux 10 ans ont baissé dans tous les pays dits G10 sans exception sur les trois premiers trimestres de l'année 2016, ce qui s'explique par le renforcement des politiques monétaires accommodantes (baisse de taux directeur, gonflement du bilan) dans la quasi-totalité des pays, avant de remonter de façon nette en octobre et de façon encore plus nette après les élections américaines.

Plusieurs éléments militent à court terme en faveur d'une remontée des taux longs et d'une pentification des courbes : remontée de l'inflation totale, hausse de fed funds en décembre, mesures a priori pro-croissance de la nouvelle administration américaine. Mais ce mouvement ne se transformera pas en une tendance qui se prolongera tout au long de 2017 et la question de repasser « long » se posera relativement vite : les attentes de marché au sujet de la stimulation budgétaire américaine sont très fortes et les politiques monétaires au plan global resteront très accommodantes (politiques d'achats massives de la BCE et de la BoJ), ce qui viendra peser à nouveau sur les taux longs.



L'une des grandes différences entre le « taper tantrum » et le « Trump tantrum » concerne l'évolution du dollar,



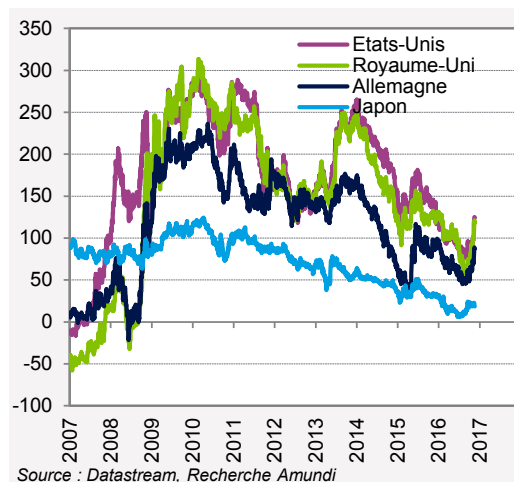
Novembre 2016

(matérialisation d'effets de base). La majeure partie de la montée des taux longs s'explique par la remontée des anticipations d'inflation, les taux réels n'ayant que légèrement remonté. L'anticipation de mesures de stimulation budgétaire de la part de la nouvelle administration américaine a donné plus de crédibilité à l'hypothèse d'une normalisation des anticipations d'inflation de long terme. Les mois de novembre/décembre/janvier verront la poursuite de la matérialisation d'effets de base sur l'inflation (remontée de l'inflation totale, le point bas en ce qui concerne les prix du brut avaient été atteints mi-janvier 2016), qui devraient emmener les points-morts d'inflation à la hausse. Cela conduirait à la poursuite de la pentification de la courbe des taux sur la fin 2016 et le tout début 2017. Cela dit, il est important de noter que le point-mort d'inflation 10 ans américain était déjà à 1,90 % mi-novembre et il paraît peu probable de le voir revenir au-dessus de 2,20 % (niveau « normal » en période hors crise) alors que la thèse de la stagnation séculaire est encore loin d'être invalidée. Les anticipations d'inflation ne pourront monter davantage qu'en cas de fort creusement des déficits par la nouvelle administration américaine.

La remontée des taux longs consécutive aux élections américaines n'est pas sans rappeler le « taper tantrum » de mai 2013. Les épisodes de « bond sell-off » sont souvent associées à un changement radical des anticipations. En mai 2013, le fait que Ben Bernanke évoque pour la première fois la possibilité d'une diminution des achats de la Fed (« QE tapering ») avait donné naissance à l'idée que la politique de fed funds allait être durcie très rapidement. Le taux 10 ans américain était passé de 1,60 % à 3 % début septembre 2013. Alors qu'il y avait quasiment un consensus de marché sur le fait que la Fed annonce son « tapering » lors du FOMC de 18 septembre 2013, la Fed avait botté en touche en disant que « le durcissement des conditions financières observés, s'il se poursuivait, pourrait ralentir le rythme d'amélioration de l'économie et du marché du travail. » Une période de baisse des taux longs longue de deux ans avait suivi. Le « Trump tantrum » provient de l'idée que des mesures de stimulation budgétaire amélioreront de façon substantielle les perspectives de croissance et d'inflation. Dans un premier temps, la remontée des anticipations d'inflation pourrait contenter les membres du FOMC, qui se plaignent de leur faiblesse depuis deux ans environ. **L'une des grandes différences entre le « taper tantrum » et le « Trump tantrum » concerne l'évolution du dollar.** Pendant le « taper tantrum », la BCE et la BoJ n'étaient pas agressives et les autorités chinoises acceptaient que le dollar et le renminbi évoluent en tandem. Aujourd'hui, la BCE et la BoJ sont très agressives et ne laisseront pas les taux longs monter (de toute façon, le taux 10 ans japonais est ciblé à 0 %) et les autorités chinoises ne tolèrent aucune montée du taux de change effectif du renminbi (le renminbi se déprécie donc progressivement face au dollar). La remontée des taux américains coïncide donc avec une forte montée du dollar en termes effectif alors que cela n'était pas du tout le cas lors du « taper tantrum ». La montée du dollar constituera donc un problème récurrent pour la Fed (en plus du fait que l'appréciation du dollar affaiblisse l'inflation importée) et une communication de la Fed au sujet de ce durcissement des conditions monétaires via la devise pourrait marquer la fin du « Taper tantrum ».

Historiquement, le lien entre déficits budgétaires et taux longs a été extrêmement faible aux États-Unis. À l'heure de l'écriture de ce numéro, nous ne disposons que de très peu d'informations sur la politique budgétaire que mènera la nouvelle administration américaine. L'une des principales questions qui vient à l'esprit est : l'augmentation des déficits tirera-t-elle à la hausse les taux longs ? Ne pas savoir quelles seront les orientations budgétaires du nouveau gouvernement ne nous empêche de réfléchir à l'impact que les déficits pourraient avoir sur les taux longs. **Historiquement, le lien entre déficits budgétaires et taux longs a été extrêmement faible aux États-Unis,** voire inexistant, lors des dernières décennies. Toutefois, l'épisode de 2009 fournit un contre-exemple particulièrement intéressant. En plein de cœur de la Grande Récession (2008/2009), les administrations Bush puis Obama avaient voté des plans de relance (*Economic Stimulus Act* de 2008 puis *American Recovery and Reinvestment Act* de 2009, d'une ampleur bien plus conséquente) induisant (avec la forte baisse des recettes fiscales) une très forte hausse des émissions nettes de titres du Trésor au début de l'année 2009. Le taux 10 ans avait grimpé de 2,08 % le 18 décembre 2008 à 3,90 % le 20 février 2009. Il serait tentant d'attribuer la hausse des taux longs à l'augmentation des émissions nettes de titres mais il convient de rappeler deux points :

2 Pente de la courbe des taux (2 ans - 10 ans)



Les politiques massives d'achats d'actifs de la BCE et de la BoJ induiront les investisseurs de ces zones à chercher du rendement à l'étranger et notamment aux États-Unis, ce qui est clairement de nature à empêcher une montée durable des taux longs

3 Taux de change nominal effectif du dollar (100 début 2010) vs taux 10 ans américain



Novembre 2016

- Les titres du Trésor de maturité longue étaient historiquement chères (plus de trois écart-types dans les modèles traditionnels) après l'un des épisodes « risk-off » les plus marqués et les plus prolongés de l'histoire. En fait, la forte remontée des taux longs n'avait constitué qu'en un retour à la valeur d'équilibre ;
- L'augmentation des émissions nettes de titres du Trésor avait été extrêmement forte (aux alentours de 1 550 Mds \$ sur l'année 2009).

Autrement dit, l'augmentation des déficits en elle-même n'induirait un effet technique négatif sur les obligations du Trésor que si ces déficits sont de taille majeure, ce qui n'est pas le plus probable dans notre scénario.

Les banques centrales vont continuer à jouer un rôle prépondérant pour les marchés obligataires

Comme pour les années précédentes, l'évolution des marchés obligataires en 2017 continuera d'être au moins en bonne partie liée aux politiques monétaires des grandes banques centrales puisque :

- la BCE et la BoJ continueront d'acheter des montants très importants de dette souveraine
- la Fed continuera de réinvestir tout au long de la courbe les bons du Trésor qu'elle détient et qui arrivent à maturité (200 Mds \$).
- les banques centrales des pays producteurs de matières premières (Australie, Canada, Nouvelle-Zélande) pourraient à nouveau baisser les taux directeurs : 1) à cause de l'affaiblissement de la croissance potentielle dans ces pays, 2) à cause des risques portant sur l'économie chinoise.

Pendant encore quelque temps, les politiques massives d'achats d'actifs de la BCE et de la BoJ induiront les investisseurs de ces zones à chercher du rendement à l'étranger et notamment aux États-Unis. **Ces facteurs sont clairement de nature à empêcher une montée durable des taux longs.**

Cela dit, les banques centrales assument de plus en plus qu'elles ont atteint les limites de leurs outils de politique monétaire non conventionnelle.

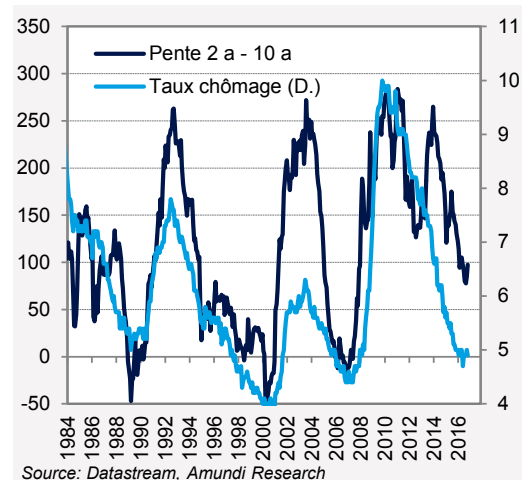
Il y a aujourd'hui une prise de conscience nette que les effets négatifs de ces politiques pourraient prendre le dessus sur les effets positifs si celles-ci venaient à se prolonger trop longtemps (l'affaiblissement de la rentabilité des banques pourrait les amener à resserrer leurs conditions de crédit, ce qui irait à l'encontre de l'objectif de la BCE). Cela a notamment amené la Banque du Japon à ramener les taux longs en territoire positif. Dans ce cadre, la BCE pourrait indiquer qu'elle n'a pas l'intention de baisser davantage son taux de dépôt à l'avenir, voire qu'elle pourrait le remonter à des fins de stabilité financière.

Par ailleurs, si nous pensons que la BCE continuera son QE, elle devra nécessairement y apporter des ajustements techniques. Ces derniers permettraient de prolonger la réalisabilité du PSPP de quelques mois (augmentation de la limite de détention par titres pour les obligations non soumises aux clauses d'action collective) mais la seule règle qui permettrait de prolonger ce programme sur la durée est l'abandon de la règle de la clé de capital. Cette dernière favoriserait fortement les obligations espagnoles et italiennes, et dans une moindre mesure les obligations françaises, par rapport aux obligations allemandes. Les obligations irlandaises seront sous pression car 1) la limite de détention émetteur est proche et 2) les projets de réforme de la fiscalité des entreprises aux États-Unis peuvent se faire au détriment de l'Irlande.

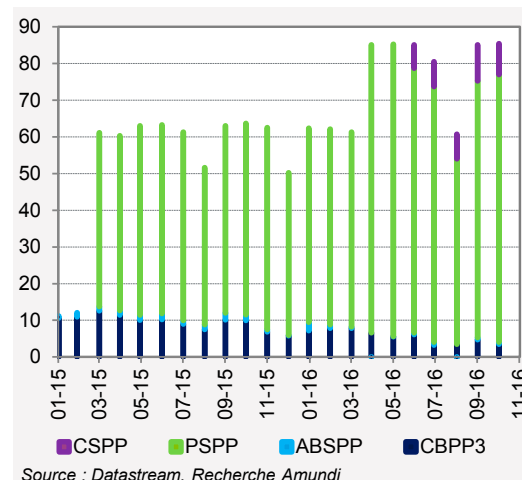
Les risques politiques continueront de constituer une menace pour certains pays européens

Les prochaines élections en Europe (2017 en France et en Allemagne, 2018 en Italie) sont susceptibles de montrer une percée des partis eurosceptiques. Dans ce cadre, c'est sans doute en Italie que les risques sont les plus élevés, car pratiquement tous les sondages donnent le parti 5 étoiles vainqueur des prochaines élections législatives. Le fait que son leader Beppe Grillo ait publiquement déclaré qu'il était en faveur d'un référendum sur l'abandon de la devise européenne est clairement de nature à fragiliser les obligations italiennes. D'ores et déjà, les performances des obligations italiennes par rapport aux autres pays européens sont (négativement) corrélées aux performances du mouvement 5 étoiles dans les sondages.

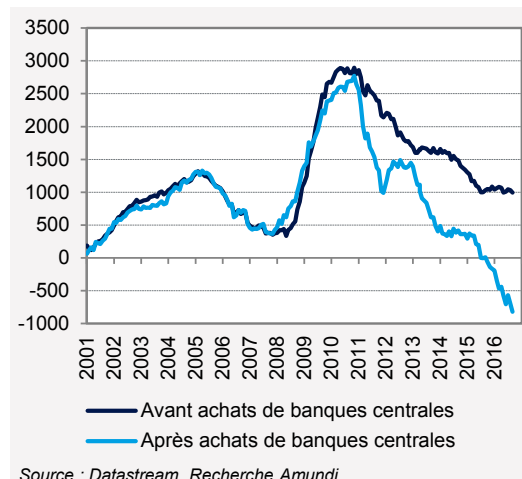
4 États-Unis : pente de la courbe vs taux de chômage



5 Achats mensuels d'actifs par la BCE (Mds €)



6 Pays G3 : émissions nettes d'obligations souveraines (en Mds \$, somme sur 12 mois)



Novembre 2016

Taux 2 ans										
	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015	16/11/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2017	Forward + 6m	Amundi + 12m.	Consensus T4 2017	Forward + 12m
États-Unis	0,36	0,63	1,04	0,99	0,80/1,00	1,10	1,32	1,40/1,60	1,34	1,56
Allemagne	0,20	-0,08	-0,34	-0,63	-0,60/-0,40	-0,58	-0,57	-0,60/-0,40	-0,52	-0,50
Japon	0,10	-0,03	-0,05	-0,10	-0,40/-0,20	-0,31	-0,04	-0,40/-0,20	-0,37	0,03
Royaume-Uni	0,57	0,51	0,65	0,22	0,00/0,20	0,30	0,33	0,00/0,20	0,38	0,54

Taux 10 ans										
	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015	16/11/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2017	Forward + 6m	Amundi + 12m.	Consensus T4 2017	Forward + 12m
États-Unis	3,01	2,17	2,27	2,25	2,40/2,60	1,92	2,39	2,20/2,40	2,13	2,53
Allemagne	1,94	0,54	0,63	0,32	0,20/0,40	0,29	0,44	0,20/0,40	0,41	0,54
Japon	0,74	0,33	0,25	0,03	0	-0,07	0,07	0	-0,06	0,11
Royaume-Uni	3,03	1,76	1,96	1,41	1,40/1,60	1,38	1,58	1,40/1,60	1,56	1,72

Écart de taux 10 ans										
	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015	14/11/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2017	Forward + 6m	Amundi + 12m.	Consensus T4 2017	Forward + 12m
France	63	30	35	43	40	45	42	30	52	44
Italie	215	134	97	171	150	145	172	130	152	179
Espagne	220	107	115	120	110	105	124	100	116	129
Pays-Bas	29	14	14	15	15	/	15	15	/	14
Autriche	34	17	17	27	25	/	26	25	/	29
Finlande	21	11	11	18	15	/	23	15	/	25
Belgique	62	29	29	36	30	/	42	30	/	48
Irlande	150	70	70	63	80	/	71	100	/	81
Portugal	425	215	215	332	350	/	351	350	/	402

Source: Recherche Amundi



Marché des changes en 2017 et au-delà

5 Le facteur politique continuera de jouer le premier rôle

BASTIEN DRUT — ROBERTA FORTES

Stratégie et Recherche Économique

Les facteurs idiosyncratiques et les événements politiques ont joué un rôle majeur sur les marchés des changes en 2016. Alors que les principaux mouvements des devises avaient été dictés par les développements en termes de politique monétaire sur les dernières années, c'est le facteur politique qui a joué le premier rôle en 2016.

En particulier, deux événements politiques non anticipés par les sondages ont eu de fortes répercussions sur le marché des changes : le référendum britannique sur l'appartenance à l'Union Européenne (Brexit) et les élections américaines. La victoire du Brexit a créé une très forte incertitude sur l'avenir de l'économie britannique, qui a fortement pénalisé la livre sterling (-18 % en termes effectifs sur les 10 premiers mois de l'année).

Les élections présidentielles américaines et la campagne électorale qui les a précédées ont été à l'origine de fortes variations sur le marché des changes. Chaque percée de Donald Trump dans les sondages a donné lieu à une dépréciation du peso mexicain et l'issue du scrutin l'a précipité à un nouveau plus bas historique face au dollar. D'autres devises (dollar canadien et plusieurs devises émergentes) ont également souffert après les élections, le programme républicain envisageant des changements majeurs au sujet de la politique d'immigration et des accords commerciaux (en particulier avec le Canada et le Mexique).

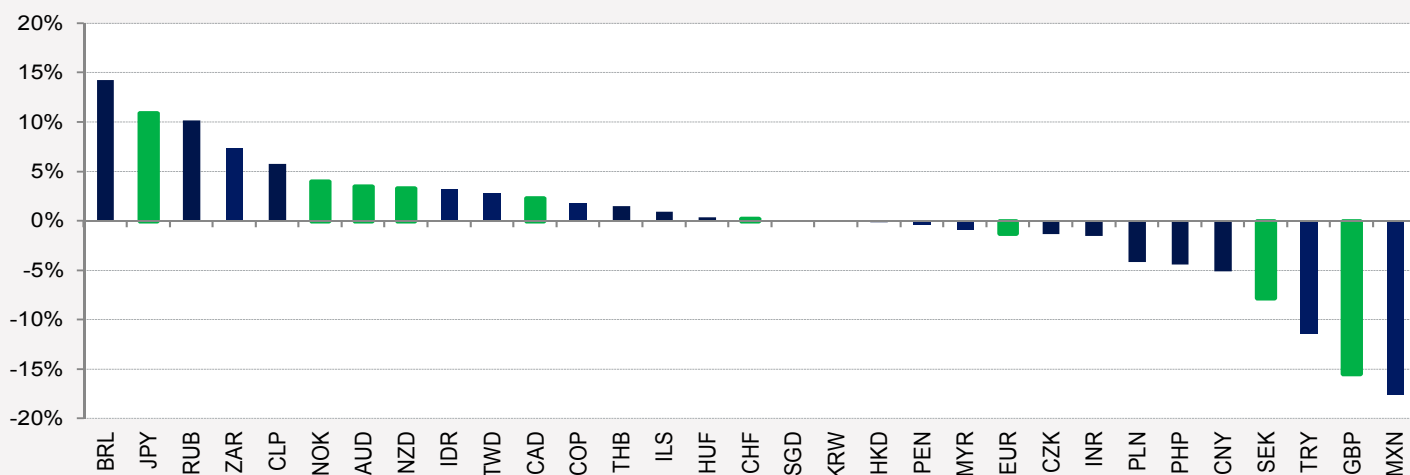
Le facteur politique explique également la forte performance du real brésilien. Le BRL s'est apprécié de 25 % contre le dollar sur les dix premiers mois de l'année, ce qui en fait de loin la devise qui s'est le plus appréciée sur 2016. La fin de la crise politique – qui a connu son apogée avec la destitution de la présidente Dilma Rousseff et la prise de fonction du vice-président Michel Temer, mieux perçu par les marchés – a restauré la confiance des investisseurs en ce qui concerne l'adoption de politiques plus orthodoxes et de mesures structurelles aptes à sortir le pays de la récession. L'amélioration des climats politique et économique ainsi que les rendements très élevés ont rendu la devise très attractive.

L'essentiel

Les facteurs idiosyncratiques et les événements politiques (Brexit, élections américaines) ont joué un rôle majeur sur les marchés de change en 2016, après plusieurs années lors desquelles la politique monétaire des grandes banques centrales avait été le principal déterminant des taux de changes.

Les conséquences des ruptures politiques opérées lors de 2016 continueront de se faire ressentir sur le marché des changes en 2017. Dans un premier temps, le dollar devrait bénéficier de la divergence des taux longs et de politique monétaire entre les Etats-Unis et les principales économies avancées. Cela dit, sauf à ce que la nouvelle administration américaine dévoile un plan de relance budgétaire de grande ampleur, il est improbable que la divergence de taux longs se prolonge de façon continue lors de l'année 2017. Au fil de l'année, des risques haussiers pourraient émerger pour l'euro avec la progression de l'inflation et la probable résurgence de questions sur la durée du QE de la BCE.

Variation contre USD en 2016 (jusqu'au 14 novembre)



Source : Datastream, Recherche Amundi

Novembre 2016

Le yen est l'une des devises qui s'est le plus appréciée sur l'année. L'occurrence d'événements politiques inattendus combinée à des doutes grandissants sur l'efficacité de la politique monétaire de la BoJ ont contribué à l'appréciation du yen. Mais il convient de souligner que le yen était l'une des devises les plus sous-évaluées au début de l'année 2016, ce qui a vraisemblablement poussé les investisseurs japonais à couvrir davantage leur exposition dollar.

L'année 2016 a également été marquée par une ré-appréciation de quasiment toutes les devises liées aux matières premières (à l'exception notable du peso mexicain) face au dollar. Sur les dix premiers mois de l'année, l'indice CRB métaux et le pétrole ont respectivement gagné 28 % et 33 %. Dans ce contexte, le rouble a gagné 15,4 %, le peso chilien 8,4 % et la couronne norvégienne 7,3 %. Un certain nombre de ces devises étaient très sous-évaluées en début d'année.

Enfin, notons que le renminbi a cédé 4,1 % face au dollar sur l'année alors que le panier CFETS (panier de devises suivi par les autorités chinoises) a perdu 6,5 %.

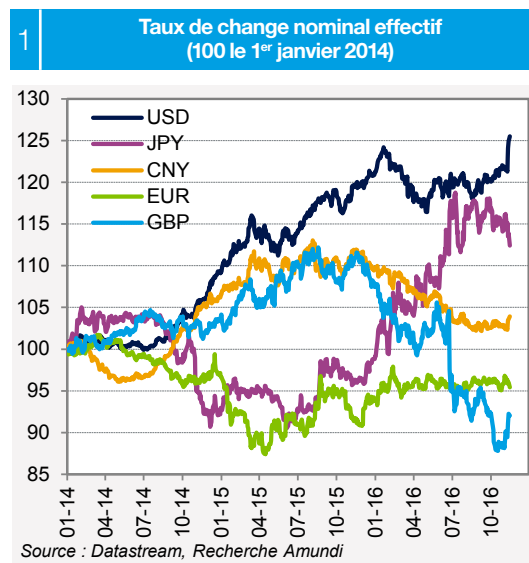
Des pressions haussières sur le dollar dans un premier temps

Les élections américaines ont accéléré un mouvement de remontée des taux longs et de pentification des courbes (« *bear steepening* ») qui avait commencé à la fin du troisième trimestre. L'anticipation de mesures de stimulation budgétaire de la part de la nouvelle administration américaine a donné plus de crédibilité à l'hypothèse d'une normalisation des anticipations d'inflation de long terme, qui devrait se poursuivre dans les prochaines semaines (voir section marchés obligataires). Alors que les taux longs japonais sont ciblés par la Banque du Japon et que la BCE sera déterminée à contrer la montée des taux longs, la divergence des taux longs mais aussi la divergence de politique monétaire (nous comptons sur une hausse de *fed funds* en décembre 2016 et deux en 2017 alors que la BCE et la BoJ continueront leurs politiques d'achats d'actifs massifs) joueront à la hausse sur le dollar contre l'euro et le yen. Il est concevable de voir la parité EUR/USD passer temporairement sous 1,05 et la parité USD/JPY passer au-dessus de 110. Au passage, soulignons qu'il s'agit d'une différence fondamentale avec l'épisode de « *taper tantrum* » de 2013 lors duquel le taux de change effectif du dollar était resté relativement stable malgré la forte remontée des taux longs : à l'époque, quelques devises émergentes s'étaient fortement dépréciées (« *fragile five* ») mais le dollar était resté faible face à l'euro, au yen et au renminbi (BCE et BoJ beaucoup moins agressives qu'actuellement). Cela dit, nous n'anticipons pas de tendance haussière se prolongeant tout au long de l'année 2017 en ce qui concerne les taux longs américains mais plutôt un pic relativement élevé atteint assez tôt dans l'année, suivi d'un réajustement par la suite.

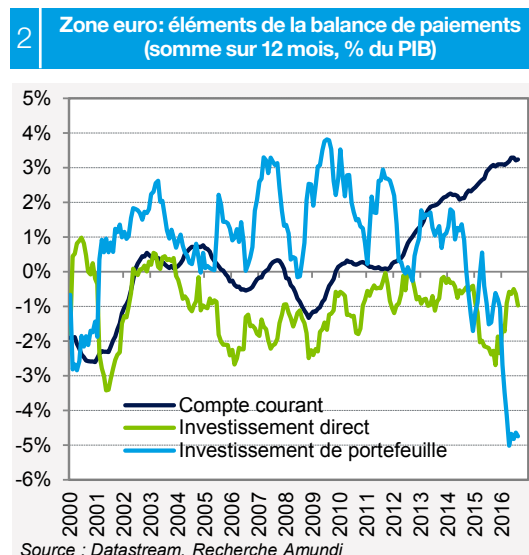
Le taux de change effectif du dollar s'explique traditionnellement et principalement par deux variables : le différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et le reste du monde et l'évolution du prix des matières premières (et en particulier du pétrole). Si la première variable devait décaler vers le haut dans un premier temps, il en est autrement pour la deuxième variable. Les prix du pétrole se sont installés ces derniers mois dans une zone de fluctuation relativement large (40 — 50 \$ le baril) et ils devraient progressivement remonter sur 2017 et au-delà (voir « Scénario Pétrole 2017-2020 »). Le dollar devrait donc s'apprécier dans un premier temps. Dans l'hypothèse d'un plan budgétaire de grande ampleur, le creusement différentiel de taux jouerait encore plus à la hausse du dollar. En revanche, un ralentissement plus rapide que prévu du marché du travail (certains indicateurs comme les créations d'emploi ou plus généralement l'indicateur de conditions sur le marché du travail de la Fed, montrent des signes de ralentissement) inciterait la Fed à minima à être encore plus prudente dans son cycle de resserrement, voire (en cas de retournement) à faire marche arrière (baisse de taux, voire réactivation du QE), ce qui serait très préjudiciable en dollar.

L'euro et le risque d'érosion des effets de la politique de la BCE

Indiscutablement, les politiques non-conventionnelles de la BCE (taux de dépôt négatif et QE) ont permis à l'euro de se déprécier fortement à partir de juin 2014 (première baisse du taux de dépôt en territoire négatif). Alors que la parité EUR/



“ La divergence des taux longs mais aussi la divergence de politique monétaire joueront à la hausse sur le dollar contre l'euro et le yen dans un premier temps ”



Novembre 2016

USD évoluait dans la zone 1,35/1,40 sur le S1 2014, elle s'est établie dans la zone (large) 1,05/1,15 depuis le début de l'année 2015. Alors que le compte courant de la zone euro est très excédentaire (aux alentours de 350 Mds € sur les 12 derniers mois), ce qui est habituellement positif pour la devise, les flux de portefeuille sortants (investisseurs européens achetant massivement des obligations étrangères, investisseurs non-européens liquidant graduellement leurs positions en euro) sont en net désormais à des niveaux records (aux alentours de 500 Mds € sur les 12 derniers mois). Clairement, les politiques de la BCE maintiennent l'euro à un niveau substantiellement plus bas que les fondamentaux (compte courant très excédentaire) ne le justifient. La BCE le reconnaît d'ailleurs explicitement (ECB Economic Bulletin, n° 3, 2016, Box 4). Dans ce cadre, la question légitime que nous pouvons nous poser est : dans quelle mesure l'euro n'encourt-il pas de subir en 2017 le même sort que le yen en 2016 (forte appréciation) ? En effet, même si nous pensons que le QE de la BCE continuera pendant encore un bon moment (voir section politique monétaire), combien de temps encore les investisseurs européens continueront d'acheter aussi massivement des obligations étrangères, et en particulier américaines ? Par ailleurs, comme l'a montré l'agitation de marché subite causée par une dépêche Bloomberg sans réel contenu (« *ECB Said to Build Taper Consensus as QE Decision Nears* », 4 octobre), le thème de l'arrêt du QE de la BCE pourrait revenir en force lors du deuxième semestre 2017, à mesure que l'inflation se redressera en zone euro. A partir de là, les risques seront plutôt haussiers pour l'euro.

Les développements politiques resteront clés dans l'évolution de la livre

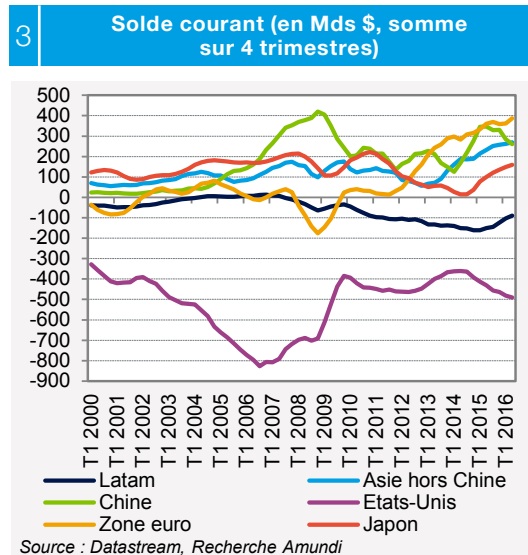
Le référendum britannique sur l'appartenance à l'Union Européenne (« Brexit ») a été le principal déterminant de l'évolution de la livre sterling en 2016. Celui-ci a généré de fortes incertitudes sur les perspectives de l'économie du pays. Deux événements ont été à l'origine d'une forte variation de la parité GBP/USD : 1) naturellement, le « Brexit » lui-même le 23 juin et 2) l'annonce le 2 octobre par le Premier ministre Theresa May du déclenchement de l'Article 50 « au plus tard à la fin de mars de l'année prochaine ». Les développements politiques vont continuer à jouer un rôle déterminant dans la trajectoire de la livre à court et moyen terme, certainement davantage que les fondamentaux. La convergence vers un « *soft Brexit* » pourrait calmer les marchés et ainsi éviter une poursuite de la baisse tandis qu'un « *hard Brexit* » entraînerait à coup sûr une nouvelle dépréciation de la livre. En effet, ce scénario nécessiterait des changements structurels plus profonds pour le Royaume-Uni et serait source de nouvelles incertitudes. Dans une telle situation, des craintes apparaîtraient probablement sur la solidité de la position extérieure (le déficit du compte courant du pays tourne aux alentours de 6 % du PIB et le passif vis-à-vis des non-résidents aux alentours de 500 % du PIB).

L'économie chinoise continuera d'être centrale pour le marché des changes en 2017

Il est clair que l'évolution de l'économie chinoise dicte l'évolution d'un certain nombre de matières premières (pour certains métaux, la Chine représente les trois quarts de la demande mondiale) et donc l'évolution des devises « matières premières ». Ces dernières années, le ralentissement du secteur industriel chinois (qui a progressivement passé la main aux services en termes de contribution à la croissance) a pesé sur les prix des métaux et sur les dollars australien et néo-zélandais mais aussi sur le real brésilien ou le rand sud-africain. Au fil du temps, ces devises seront pénalisées par les mutations de l'économie chinoise via l'un ou l'autre des canaux suivants :

- baisse des prix des matières premières
- validation par les banques centrales associées d'une plus faible croissance potentielle et donc une politique monétaire plus accommodante
- lutte contre la vigueur de ces devises dans le cadre d'un rééquilibrage de ces économies en dehors des activités minières.

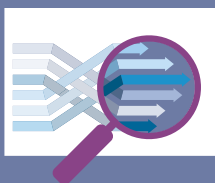
Un retournement du marché immobilier chinois ou simplement l'intensification des craintes à ce sujet serait très négatif pour elles. Par ailleurs, cela inciterait les autorités chinoises à dévaluer beaucoup plus rapidement le renminbi face au dollar afin de retrouver de la compétitivité sur les marchés internationaux



“ Les politiques de la BCE maintiennent l'euro à un niveau substantiellement plus bas que les fondamentaux ”



“ Un *hard Brexit* entraînerait à coup sûr une nouvelle dépréciation de la livre ”



Tendances à long terme

Le renminbi, les enjeux d'une future monnaie internationale

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

À terme, le renminbi (RMB) deviendra sans nul doute une devise d'envergure internationale et jouera un rôle majeur en Asie, à l'image du dollar américain et de l'euro dans leurs régions respectives. Vouloir concurrencer réellement le dollar américain à l'échelle internationale serait un objectif très ambitieux et prendrait bien plus de temps.

Qu'est-ce qu'une monnaie internationale ?

Pour qu'une devise devienne internationale, elle doit être dotée de quatre **caractéristiques** principales :

1. **La liquidité** : des marchés financiers développés, une devise pleinement convertible, pas ou très peu de contrôle des capitaux...,
2. **« L'acceptabilité »** : une devise internationale doit être partout acceptée,
3. **La stabilité** : les mouvements erratiques doivent être bannis et la monnaie internationale doit apparaître comme une valeur refuge,
4. **La « prédictibilité »** : la fonction de réaction des autorités politiques et monétaires doit être connue et comprise.

Une devise internationale a par ailleurs quatre **fonctions** :

1. Elle doit être tout d'abord une **devise de réserve**, et apparaître dans la composition des réserves de change des banques centrales ;
2. Elle doit également être une **devise d'intervention**, une devise contribuant à la stabilité des marchés de change ;
3. Elle doit être une **devise de règlement**, pour les échanges du pays, mais aussi et surtout pour les échanges entre pays tiers ;
4. Elle doit enfin être une **devise de référence**, notamment pour les produits de dette, et éventuellement pour les matières premières.

Vers un monde tripolaire (USD, EUR, RMB) ?

Les avantages d'une monnaie internationale sont connus : cela permet de se financer plus facilement sur les marchés de capitaux (une devise internationale est acceptée et entre dans tous les bilans, y compris ceux des banques centrales), et cela force dans certains cas les pays tiers à prendre en charge la stabilisation du cours de change. L'histoire nous rappelle que l'évolution vers un système multipolaire (en ce qui concerne les fonctions d'une devise internationale) nécessiterait un choc négatif et de grande ampleur sur la devise internationale, i.e. sur le dollar américain. Ce fut le cas notamment dans les années 1970, qui avait vu l'émergence de devises (dans certaines des fonctions d'une monnaie internationale) comme le franc suisse, le deutsche-mark, la livre sterling, le yen japonais et le franc français. La faible liquidité de certaines d'entre elles, ainsi que la taille et le poids du pays, ne leur avait pas permis de conserver et d'amplifier ce nouveau rôle. Pourtant, et ce même l'absence de choc sur le dollar, le renminbi devient progressivement une devise internationale. Ceci est possible notamment grâce aux efforts des autorités chinoises pour en faire une monnaie de réserve majeure en Asie, une devise d'intervention et une devise de règlement. Il faut noter que **pour que le renminbi s'internationalise vraiment, il devra beaucoup plus utilisé dans les échanges commerciaux transfrontaliers, les transactions financières, et les échanges tiers (ne concernant pas la Chine), trois « chasses gardées » du billet vert à l'heure actuelle.**

Il faut rappeler que le Japon n'a jamais réussi à élever sa devise au rang international. De cette expérience, la Chine peut tirer quelques enseignements clairs :

- La libéralisation des marchés financiers constitue un prérequis pour internationaliser une devise ;
- L'économie doit absolument inspirer confiance ;
- Les marchés domestiques doivent attirer à la fois les investisseurs et les établissements financiers étrangers pour que le besoin d'utiliser la devise s'accroisse ;
- Le pouvoir de négociation dans la devise de facturation des échanges commerciaux aider à imposer une devise au rang international ;
- Les centres financiers domestiques doivent rayonner au niveau régional ;
- La stabilité relative du renminbi en Asie est également un prérequis pour que la devise soit utilisée et acceptée sur le plan international et puisse servir de substitut au dollar américain.

L'émergence du RMB en tant que devise internationale aura des conséquences non négligeables. Si le dollar américain n'a jamais eu de véritable concurrent, un système à trois devises (USD, EUR et RMB), c'est-à-dire un système de devises internationales concurrentes, pourrait se révéler instable à certains moments du cycle. L'histoire montre que cette instabilité est essentiellement due à la capacité - et aux arguments les y incitant - des investisseurs (banques centrales y compris) à faire évoluer la composition de leurs portefeuilles internationaux et de leurs réserves de change, pour répondre à ces événements et chocs. Ces évolutions créent davantage de volatilité sur les marchés des changes. Pour résumer, **la stabilité du futur système à trois devises dépendra de la stabilité (politique, sociale, financière et économique) des pays qui émettent ces devises internationales.**

RMB : des progrès incontestables... et qui devraient se poursuivre

Le chemin est encore bien long pour le renminbi, mais les progrès sont visibles néanmoins :

- Plus de 10 000 institutions financières libellent désormais leurs opérations en RMB ;
- Le renminbi est aujourd'hui utilisée pour régler près de 20 % du total des échanges de la Chine ;
- Le renminbi est désormais la 3^e devise la plus importante pour l'émission de lettres de crédit destinées au commerce international ;

Novembre 2016

- Il existe de plus en plus de centres officiels de compensation du RMB offshore dans le monde (15 à l'heure actuelle) ;
- La Chine a des accords de swap de change avec plus de 30 banques centrales, pour un montant total de 3 200 milliards de renminbi ;
- La banque centrale chinoise (PBoC) a commencé à diversifier ses réserves de change et à privilégier d'autres devises, notamment asiatiques. Actuellement, près de 62 % des réserves de change chinoises sont libellées en USD et 20 % en EUR, ce qui correspond aux niveaux des autres pays émergents.
- Le renminbi gagne par ailleurs du terrain dans les réserves de change. De nombreux fonds souverains et banques centrales ont diversifié leurs avoirs en faveur du renminbi (tant pour leurs réserves que leurs investissements) ou ont l'intention de le faire. C'est le cas des banques centrales d'Australie, d'Autriche, du Brésil, d'Indonésie, de Malaisie, de Corée, de Thaïlande, du Pakistan, d'Afrique du Sud, du Venezuela, du Nigeria, de Hong Kong et de Macao. La Reserve Bank of Australia (l'Australie est un partenaire commercial important de la Chine) investit environ 5 % de ses actifs en devises étrangères en titres chinois libellés en renminbi. Le ministère des Finances du Japon, le Kuwait Investment Authority et la Banque mondiale détiennent également des obligations libellées en renminbi.
- Les résultats de nos recherches montrent clairement que le RMB fait déjà office de devise d'ancrage pour les monnaies de certains pays émergents et que son influence va bien au-delà de sa région d'origine.
- À noter également que le RMB va nécessairement voir sa part augmenter dans les réserves de change détenues par les banques centrales étrangères du fait de son inclusion dans les droits de tirage spéciaux (DTS) en octobre 2016.

Certaines projections concluent que d'ici l'horizon 2020-2025, 30 % des échanges de la Chine devraient être libellés en RMB et que la devise deviendrait par conséquent la quatrième plus grande devise de paiement au monde. Les échanges quotidiens en renminbi devraient dépasser les 500 milliards de dollars (trois fois leur niveau actuel). Le marché offshore des obligations libellées en RMB (dim sum) atteindrait lui aussi 500 milliards de dollars (contre 90 milliards de dollars en 2013). La Chine représenterait 30 % de la capitalisation boursière mondiale (plus que les États-Unis) et 20 % des marchés obligataires mondiaux (soit la part actuelle des marchés de la zone euro). Mais pour cela, des préalables sont nécessaires, sur le régime de change du RMB, sur le contrôle des capitaux... et cela n'est pas aussi simple qu'il y paraît : le débat sur l'ouverture du compte de capital reste en particulier très vif en Chine.

Ouverture du compte en capital : des enjeux – et des risques – importants

Une libéralisation du compte en capital fait peser des contraintes sur les politiques économiques menées. Elle se traduit invariablement par :

- Une politique monétaire moins indépendante,
- Un régime de change plus flexible, flottant (ou quasi flottant),
- Un rôle plus important des acteurs internationaux dans la fixation des prix des actifs,
- Une transparence nécessaire des indicateurs économiques, des entreprises détenues par l'État, des politiques monétaire, budgétaire et de change,
- L'indépendance des instituts de statistiques.

L'histoire a montré que l'ouverture du compte en capital comporte de nombreux risques. L'observation des pays scandinaves dans les années 80 permet de montrer plusieurs choses :

- Il vaut mieux ouvrir progressivement le compte de capital (comme l'a fait le Danemark) plutôt que de procéder à un big bang (Suède et Finlande) ;
 - De même, il faut garder à l'esprit que la libéralisation financière n'entraîne pas nécessairement des crises financières, sauf lorsque les autorités politiques et réglementaires et les banques centrales ne comprennent pas bien le mode de fonctionnement des marchés financiers nouvellement dérégulés ;
 - En outre, pour éviter les cycles d'expansion et de récession, il faut imposer un rythme de réforme régulier pour minimiser les effets pro-cycliques ;
 - Enfin, le système de supervision financière doit être réformé avant ou, au plus tard, pendant la libéralisation du système financier.
- En filigrane de ces évolutions structurelles et graduelles, on retrouve la question de la valorisation – et de la gestion – de la devise chinoise. Sa sous-évaluation fait l'objet de nombreux débats depuis deux décennies, notamment car elle joue un rôle plus important dans la fixation de la valeur des devises des pays émergents et, partant, des devises du monde entier. Si cette question de la sous-évaluation du renminbi était légitime avant la Grande récession, elle l'est beaucoup moins aujourd'hui. **Selon nous, actuellement, la valeur du RMB coïncide globalement avec ses fondamentaux.**

Pour en savoir plus

B. Drut, Ph. Ithurbide, Mo. Ji, et E. Tazé-Bernard, 2016, « L'émergence du renminbi comme devise internationale : où en sommes-nous ? », Amundi Discussion Papers Series # 18, Octobre 2016.



Novembre 2016

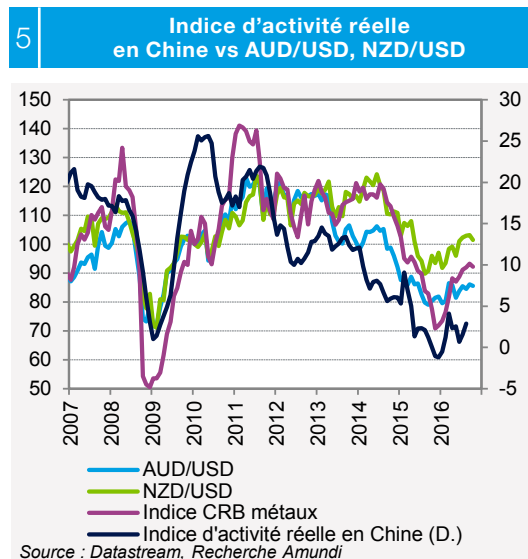
(n'oublions pas que le taux de change réel de la Chine est encore plus de 25 % supérieurs à ses niveaux de 2008).

Au regard des fondamentaux — valorisation de la devise et considérations macroéconomiques (perspectives de croissance plus faibles) — la devise chinoise devrait continuer à se déprécier face au dollar. Pour l'instant, les autorités du pays sont parvenues à atténuer l'impact sur le renminbi des fortes sorties de capitaux : le contrôle des capitaux et l'utilisation des réserves de change ont pu contribuer à éviter des mouvements trop brusques sur le change. L'appréciation du dollar que nous voyons dans un premier temps poussera les autorités chinoises à déprécier le renminbi face au dollar afin de préserver la stabilité du panier de devises suivi par la PBoC (panier CFETS). En scénario central, nous prévoyons que la parité USD/RMB tournera autour de 7,20 en fin d'année 2017. Mais les risques sont définitivement baissiers pour le renminbi. Par conséquent, une dépréciation désordonnée du renminbi serait très négative pour les devises émergentes. Nous avons montré dans une publication récente (« *Le renminbi, la nouvelle pierre angulaire des monnaies émergentes* », juillet 2016) que le RMB est devenu la monnaie de référence dominante pour de nombreuses devises émergentes depuis la dévaluation d'août 2015 et de la réforme monétaire (annonce que la PBoC ne suivrait l'évolution du renminbi non plus contre le dollar, mais contre un panier de treize devises, appelé panier CFETS) et que les fluctuations du renminbi ont désormais un impact nettement plus important sur les devises des pays émergents que par le passé.

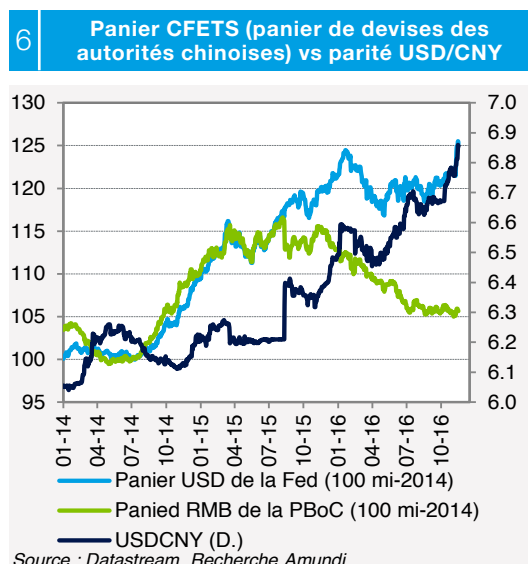
Cet élément constitue un facteur de risque supplémentaire pour les devises des pays émergents dans un contexte déjà compliqué : 1) la perspective d'un élargissement du différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et le reste du monde pourrait conduire à des sorties de flux de portefeuille de ces économies — un rééquilibrage est extrêmement probable en particulier dans les pays dont les fondamentaux sont moins solides (par exemple, les pays ayant un important déficit du compte courant tels que la Turquie, le Brésil et la Colombie) et 2) la politique commerciale de la nouvelle administration américaine est susceptible de jouer un rôle majeur, si elle est révisée de façon substantielle (nous n'avons encore que peu d'éléments à ce stade). Dans l'ensemble, l'évolution des devises émergentes dépendra largement des caractéristiques individuelles de chaque pays, et notamment de leurs fondamentaux macroéconomiques.

Que nous indiquent les méthodes de valorisation des devises ?

La valorisation des devises n'est pas chose aisée. De nombreux modèles existent pour cela. L'une des méthodes les plus utilisées pour valoriser les devises est la parité de pouvoir d'achat (PPA, PPP en anglais pour *Purchasing Power Parity*) et stipule que les devises dont les pays ont une inflation relativement plus élevée doivent se déprécier. Il est possible d'appliquer cette méthode en mesurant l'écart du taux de change réel effectif (*Real Effective Exchange Rate* — REER) par rapport à sa moyenne de long terme. Cependant, nous avons des raisons de penser que le taux de change effectif réel (REER) est influencé à moyen et long terme par un certain nombre de fondamentaux macroéconomiques et qu'il ne revient pas à sa moyenne de façon systématique. Il est clair que les fluctuations du taux de change réel effectif sont liées aux termes de l'échange (définis comme le rapport entre les prix à l'exportation et les prix à l'importation) et qu'elles sont également liées aux variations de la productivité relative d'un pays. C'est pourquoi nous avons développé un modèle comportemental de taux de change d'équilibre (*Behavioral Equilibrium Exchange Rate* — BEER), qui prend en compte les facteurs cycliques clés pour une devise tels que les termes de l'échange et la productivité. En outre, l'évolution du taux de change réel est évidemment liée à la dynamique de la balance des paiements, qui saisit tous les flux financiers et les transactions entre résidents et non-résidents. L'autre famille de modèle disponible sur le marché de changes, les modèles FEER (*Fondamental Equilibrium Exchange Rate*) stipule qu'une balance courante trop élevée doit mener à une appréciation de la devise, alors qu'une balance courante trop faible doit mener à une dépréciation de la devise. Ce type de modèle a aussi ses inconvénients puisqu'il s'agit d'un modèle normatif et que la cible de balance courante est arbitraire.



“ L'appréciation du dollar que nous voyons dans un premier temps poussera les autorités chinoises à déprécier le renminbi face au dollar afin de préserver la stabilité du panier de devises suivi par la PBoC (panier CFETS) ”



Novembre 2016

Ces modèles n'offrent pas toujours des signaux cohérents. Selon nos modèles, ces signaux sont cohérents pour un petit groupe de devises.

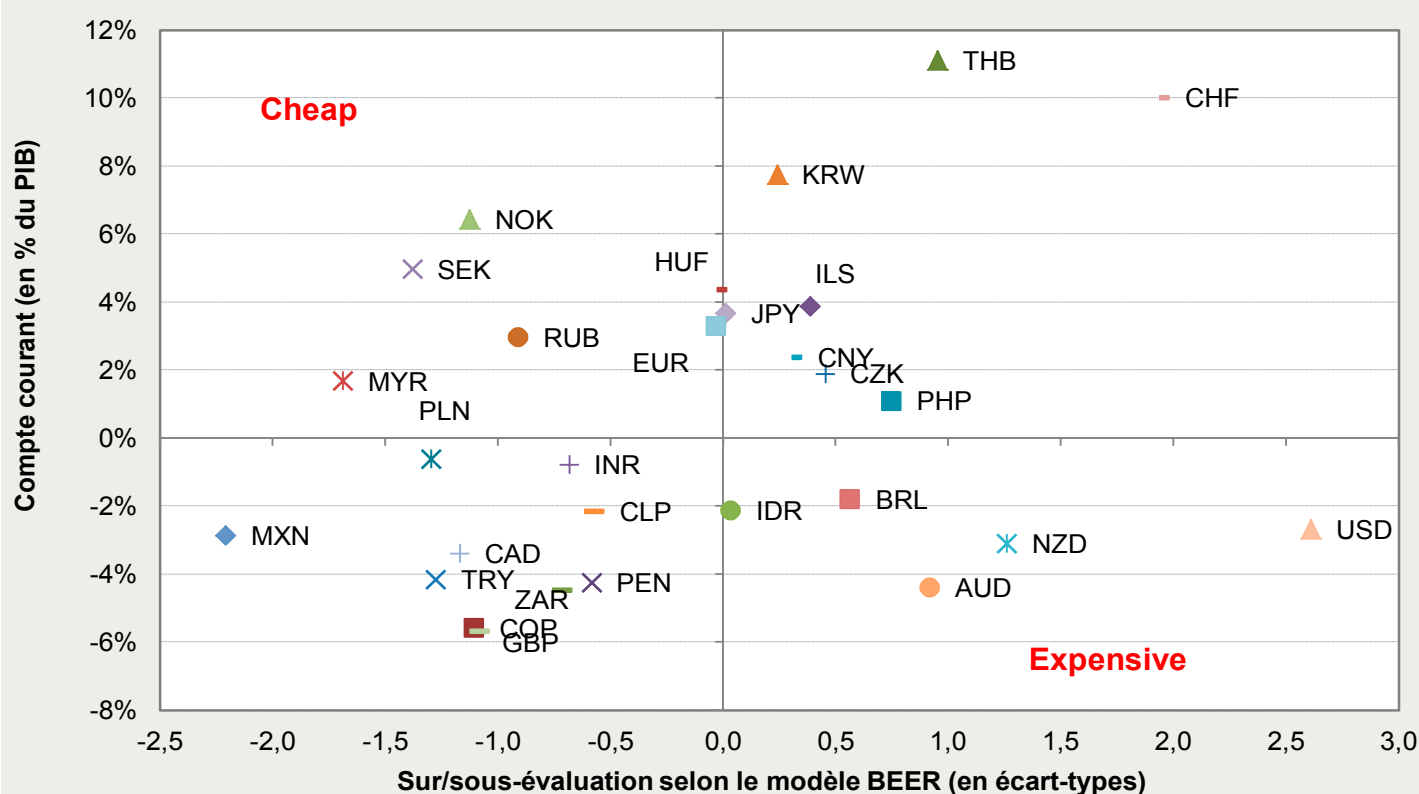
Globalement, les modèles de valorisation indiquent que le BRL, l'AUD, le NZD et l'USD sont surévalués : 1) ces pays affichent des déficits courants élevés et 2) sont fortement surévalués selon le modèle de taux de change d'équilibre comportemental (*Behavioral Equilibrium Exchange Rate* — BEER).

À l'inverse, les modèles de valorisation indiquent que la NOK, la SEK, le RUB et le MYR sont sous-évalués : 1) ces pays affichent des excédents courants élevés et 2) sont fortement sous-évalués selon le modèle BEER.

Plusieurs devises sont fortement sous-évaluées selon le modèle BEER, mais la dépréciation de ces monnaies ces dernières années n'a néanmoins pas suffi à réduire le déficit courant. C'est le cas du rand sud-africain (ZAR). Par ailleurs, l'investissement direct étranger net du pays est passé en territoire négatif récemment. Dans ce cas précis, compte tenu de la perte de compétitivité et de la faiblesse de la croissance économique sud-africaine, il est difficile de croire que le ZAR puisse être surévalué.

Plusieurs devises sont fortement surévaluées selon le modèle BEER, mais l'appréciation de ces monnaies ces dernières années n'a pas permis de réduire l'excédent courant. Le franc suisse se trouve exactement dans cette situation. Dans le cas de la Suisse, les importantes sorties de portefeuille atténuent la pertinence de l'indicateur « excédent courant ». La Suisse est en outre un cas très spécifique car le bilan de la BNS s'est envolé du fait de ses interventions sur le marché de change pour contenir l'appréciation de la monnaie : la taille du bilan de la BNS dépasse désormais clairement la barre des 100 % du PIB.

Sur/sous-évaluation selon le modèle BEER vs compte courant



Source : Datastream, Recherche Amundi

Novembre 2016

Prévisions de change								
	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015	16/11/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2017	Amundi + 12m.	Consensus T4 2017
EUR/USD	1,38	1,21	1,09	1,07	1,05	1,09	1,10	1,11
USD/JPY	105	120	120	110	115	106	110	108
GBP/USD	1,66	1,56	1,47	1,25	1,17	1,23	1,22	1,27
USD/CHF	0,89	0,99	1,00	1,00	1,00	1,01	0,95	1,00
USD/NOK	6,07	7,50	8,85	8,45	8,29	8,21	7,73	8,04
USD/SEK	6,42	7,83	8,43	9,19	9,05	8,63	8,45	8,35
USD/CAD	1,06	1,16	1,39	1,35	1,40	1,33	1,45	1,29
AUD/USD	0,89	0,82	0,73	0,75	0,75	0,74	0,70	0,74
NZD/USD	0,82	0,78	0,68	0,71	0,70	0,70	0,70	0,70
USD/CNY	6,05	6,20	6,49	6,87	7,10	6,85	7,20	6,90
USD/INR	61,86	63,12	66,16	67,84	70,00	67,61	70,00	67,00
USD/BRL	2,36	2,66	3,96	3,43	3,40	3,40	3,40	3,40
USD/MXN	13,10	14,74	17,27	20,43	20,00	18,50	19,50	18,35
USD/RUB	32,86	60,00	73,03	65,38	63,00	63,81	60,00	63,00
USD/TRY	2,15	2,34	2,92	3,32	3,40	3,23	3,60	3,30
USD/ZAR	10,47	11,57	15,50	14,28	14,30	14,59	14,40	15,00

Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Marchés des obligations d'entreprise en 2017 et au-delà

6 La croissance versus les facteurs techniques

VALENTINE AINOUS - SERGIO BERTONCINI
Stratégie et Recherche Économique

2016 : une année remarquable pour les marchés du crédit !

Les performances des obligations d'entreprise américaines et européennes sont assez positives depuis le début de l'année en valeur absolue et aussi par rapport aux emprunts d'État de référence, encore plus vis-à-vis d'autres actifs risqués comme les actions : c'est particulièrement notable sur les marchés en EUR et dans certains secteurs comme la finance. Aux États-Unis, c'est principalement le redressement des prix du pétrole qui a favorisé le rebond des marchés du crédit depuis les plus bas de février, ainsi que le ton plus conciliant de la Fed. Non seulement le FOMC n'a pas relevé ses taux jusqu'à présent en 2016, mais il a aussi régulièrement abaissé ses « dots » (prévisions de taux d'intérêt) lors de ses réunions trimestrielles. En Europe, c'est le QE2 annoncé par la BCE en mars qui a intensifié la quête de rendement. La décision de la BoJ d'adopter des taux négatifs en début d'année et le vaste programme de nouvelles mesures de la BoE en août ont eu des répercussions comparables. Il y a un an, lorsque nous rédigeons nos perspectives 2016, nous avions souligné le nouveau pourcentage record de dette obligataire en EUR présentant un rendement négatif, alors au niveau « exceptionnel » de 20 %. À l'heure actuelle, ce pourcentage a doublé, de nouvelles classes d'actifs ayant rejoint le « club » cette année. Les obligations d'entreprise sont les dernières en date à être passées à un rendement négatif : en ce moment, près de 10 % de la dette des entreprises IG affiche un rendement négatif, mais plus important encore, près de 40 % a désormais un rendement très proche de zéro.

Facteurs techniques : Le CSPP de la BCE va probablement continuer de compresser les spreads...

Mis en place mi-septembre, le CSPP a déjà des effets considérables sur les marchés du crédit en EUR. Le programme CSPP de la BCE a atteint 38 milliards € de volumes d'achat fin octobre, mais il faut quand même tenir compte du fait que cette première période d'achats incluait deux mois d'activité en berne (juillet, juste après le Brexit, et août, habituellement le mois le plus calme de l'année sur les marchés primaires). En fait, en septembre, l'accélération du programme (pour la première fois, jusqu'à 10 milliards € d'achats mensuels) a aussi été possible grâce aux volumes d'achat plus élevés sur le marché primaire, la même tendance a eu lieu en octobre. Si le rythme initial reste stable, la BCE devrait ajouter aux achats (déjà) prévus un volume supplémentaire d'environ 40 milliards EUR d'obligations d'entreprise au cours des cinq prochains mois. Dans ce schéma, près de deux tiers des achats d'obligations d'entreprise prévus doivent par conséquent être mis en place avant mars 2017. La possible prolongation du QE risque d'avoir un impact plus marqué sur les obligations d'entreprises que sur les emprunts d'État. En effet, cela serait synonyme d'une augmentation sensible de la taille du portefeuille du CSPP : en cas de prolongation de six mois avec un rythme d'achat identique (80 milliards € par mois), le volume des obligations d'entreprise en portefeuille augmenterait alors de 50 milliards €, soit un accroissement de 60 % de la taille totale du CSPP, ce qui est nettement supérieur à l'augmentation correspondante dans le programme dédié aux titres souverains. Qu'en est-il alors de la possibilité d'étendre le CSPP ? Il est vrai que jusqu'à présent la BCE a « touché » un grand nombre d'obligations, soit près de la moitié du total des instruments éligibles. Toutefois, en termes d'encours de dette, le portefeuille de la BCE ne devrait atteindre près de 11 % de la valeur actuelle de l'univers éligible d'ici mars 2017. Par conséquent, le problème de rareté semble plus concerner les emprunts d'État que les obligations d'entreprise. À la lumière de ces considérations, les facteurs techniques devraient donc continuer de soutenir les marchés du crédit européens en 2017.

L'essentiel

Depuis le début de l'année, les obligations d'entreprise en EUR et USD affichent des performances relativement bonnes par rapport aux autres classes d'actifs sous l'impulsion du CSPP de la BCE dans la zone euro et du redressement des secteurs liés à l'énergie et aux matières premières aux États-Unis.

Nous pensons qu'en 2017 la BCE continuera de soutenir largement la classe d'actifs, et ce non seulement avec ses achats d'obligations mais aussi de manière indirecte, en maintenant l'activité du marché primaire et en soutenant les flux d'investissement dans le crédit privé. Nos modèles montrent que les *spreads* moyens des obligations non financières IG éligibles au CSPP sont devenus faibles au regard des justes valeurs. Les émetteurs financiers continuent à afficher des valorisations attractives

De l'autre côté de l'Atlantique, le rebond anticipé de la croissance américaine dans la foulée de l'élection de D. Trump est favorable au crédit américain. Les fondamentaux des entreprises américaines devraient rester stables et les taux de défaut s'orienter à la baisse par rapport aux pics du « mini-cycle » actuel ; mais le cycle d'endettement américain est clairement en avance par rapport à celui de l'Europe. Il faudra surveiller l'impact de la hausse des taux longs, de l'appréciation du dollar et de l'augmentation du risque protectionniste sur les fondamentaux des entreprises. Les facteurs techniques seront probablement moins favorables que sur le Vieux continent. Les régressions des justes valeurs montrent que les obligations d'entreprise américaines IG et HY offrent encore des potentiels de valorisation. Nous restons prudents à l'égard des titres moins bien notés du segment HY américain.

“ Les facteurs techniques devraient continuer de soutenir les marchés du crédit européens en 2017 ”



Novembre 2016

Les entreprises américaines et européennes se situent à des niveaux différents dans le cycle de crédit.

Le levier d'endettement des entreprises américaines s'est stabilisé en 2016 sur des niveaux historiquement élevés. Les entreprises ont levé, ces dernières années, des montants records sur les marchés financiers grâce à des conditions de financement exceptionnelles. La taille du marché obligataire IG a quasiment doublé depuis la crise de Lehmann. Les émetteurs ont financé principalement les activités de fusions et acquisitions et les opérations de rachats d'actions. Les dépenses d'investissement se sont avérées globalement atones. Plus récemment, le levier d'endettement des entreprises américaines s'est stabilisé. D'une part, le rythme de croissance de la dette a cessé d'augmenter pour les secteurs non-manufacturiers et a même considérablement diminué pour les secteurs manufacturiers, notamment de l'énergie. D'autre part, l'industrie manufacturière a réduit ses pertes en 2016. Les fondamentaux des entreprises américaines devraient rester stables en 2017. Il est très important de souligner qu'une remontée marquée des taux longs serait très pénalisante pour l'économie américaine car l'endettement élevé ne concerne pas un secteur en particulier mais est généralisé.

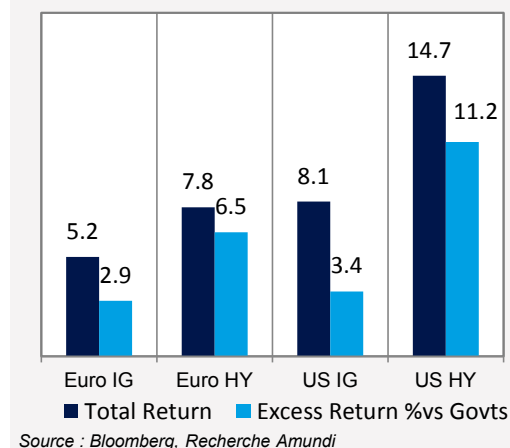
À l'opposé, les entreprises européennes sont globalement peu endettées. Cette différence s'explique par la faible croissance de leurs profits depuis la crise qui les a incité à préserver leurs cash-flows. Une partie de la dette levée a même servi à augmenter la trésorerie des émetteurs. Nous devons nous interroger aujourd'hui sur les effets du CSPP sur les fondamentaux des entreprises européennes. Les émetteurs *Investment Grade* jouissent aujourd'hui de conditions de financement exceptionnelles. L'incitation est forte de lever de la dette pour financer des opérations de rachat d'actions ou augmenter les dividendes. Nous n'anticipons pas une détérioration généralisée des fondamentaux des entreprises européennes : seules les entreprises disposant d'une bonne notation et d'une bonne visibilité sur leurs cash-flows devraient augmenter leur levier d'endettement.

Bonne nouvelle pour les taux de défaut américains : fin du mini-cycle en vue dans les secteurs des matières premières

Comme nous l'avons souligné dans le Cross Asset de septembre, un pic devrait bientôt être atteint dans le cycle de défaut américain, probablement au premier trimestre 2017 : le décalage entre les *distress ratios* et les taux de défaut montre que les taux de défaut américains devraient atteindre un pic de 6 % à 6,5 % d'ici février/mars 2017, puis reculer autour de 5 % au cours des deux trimestres suivants. L'ensemble du cycle est influencé par les variations spectaculaires des prix du pétrole et des matières premières ces deux dernières années : si l'on exclut les secteurs des matières premières, les taux de défaut des obligations High Yield américaines ont en fait été relativement stables et n'ont augmenté qu'aux niveaux de 2012. Si l'on pousse l'analyse plus loin dans les différentes catégories de notation, les défauts des titres américains notés BB ont atteint une sorte de « pic » à 1,4 % dans ce mini-cycle tiré par les matières premières : ce pic ne représente toutefois que 25 % du pic récessionniste habituel (autour de 4 %). Les *spreads* sont toujours environ 3 fois supérieurs aux taux de défaut actuels de cette catégorie d'obligations spéculatives de qualité. Le segment noté B a surtout souffert des défaillances dans les secteurs des matières premières, les taux de défaut étant passés de 1,5 % à 5,2 % au cours des 8 derniers mois : en ce moment, les taux de défaut sont supérieurs aux niveaux des *spreads* (484 pb) et à mi-chemin entre les plus bas cycliques et les pics récessionnistes. Enfin, les obligations notées CCC ont atteint un taux de défaut de 16 %, soit 1 200 pb au-dessus des *spreads* actuels.

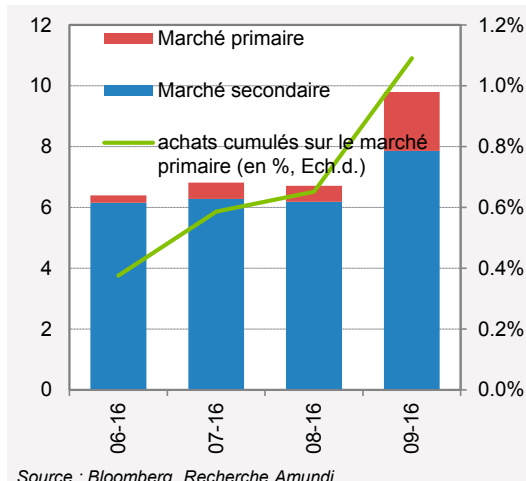
Concernant l'Europe, comme en 2016, les taux de défaut des émetteurs HY devraient rester très faibles en 2017. En fait, l'exposition limitée à l'énergie et la qualité de crédit élevée de l'univers des obligations européennes de la catégorie spéculative, ainsi que l'impact du programme CSPP de la BCE empêcheront les taux de défaut d'augmenter sur le vieux continent. De plus, le segment BB bénéficiera aussi indirectement du CSPP de la BCE : d'une part, l'activité de

1 Performances 2016 (04/11/2016)



“ Le CSPP a provoqué une décorrélation par rapport aux indicateurs d'aversion pour le risque ”

2 BCE CSPP : achats mensuels en Mds euros



“ Une prolongation du QE aurait un impact plus marqué sur les obligations d'entreprises que sur les emprunts d'État ”

Novembre 2016

fusions et acquisitions pourrait davantage cibler les obligations spéculatives par rapport aux années précédentes, d'autre part, certaines entreprises pourraient devenir éligibles au CSPP si une agence de notation les considère comme des « étoiles montantes ».

Le CSPP pousse les investisseurs à rechercher du rendement

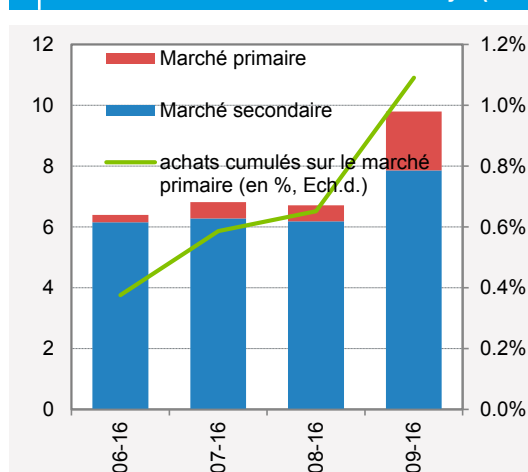
Si le CSPP est le catalyseur, il est de plus en plus évident que le moteur même du resserrement des *spreads* est la fameuse force de la « quête de rendement ». La « gravité » qu'exerce le QE européen sur les rendements et les *spreads* a donné lieu à une stabilisation et un raffermissement de la demande privée de cette classe d'actifs : au cours des 32 semaines qui ont suivi l'annonce de la BCE, les flux vers les fonds et les ETF d'obligations IG en EUR sont toujours restés positifs. La quête de rendement favorable aux obligations d'entreprise devrait devenir de plus en plus manifeste au niveau des échéances courtes : à l'heure actuelle, les obligations HY en EUR représentent 65 % des rendements positifs restant sur le segment 1 à 3 ans, où les emprunts d'État du cœur et de la périphérie, ainsi que les obligations garanties et les obligations quasi-souveraines n'offrent plus du tout de rendement. Pour résumer, à peine 4 % de la dette en circulation génère les deux tiers du rendement restant, tandis que près de 80 % des marchés obligataires imposent aux investisseurs un rendement négatif. La situation n'est guère meilleure sur le segment 3 à 5 ans, où les obligations périphériques ne représentent plus que 14 % du rendement positif encore à disposition.

Valorisations : le revers de la médaille du CSPP

Comme nous l'avons souligné dans le Cross Asset de septembre, le CSPP a vraiment changé la donne pour les marchés du crédit européens en 2016 : un succès dû en partie à la souplesse de ce programme et à la trajectoire soutenue de ses achats, répartis sur un très grand nombre d'obligations de profils variés en termes de notations, d'échéances, de secteurs et de pays sur tout le marché *investment grade*. La bonne nouvelle c'est que le CSPP a engendré une décorrélation des indicateurs d'aversion pour le risque, comme la volatilité implicite des actions, si l'on considère le Brexit comme le premier véritable « test de résistance » du programme. Cependant, ces effets s'accompagnent d'un net resserrement des valorisations dans la classe d'actifs, en particulier parmi les émetteurs non financiers.

Nos modèles montrent que les *spreads* moyens des obligations non financières IG éligibles au CSPP sont devenus faibles au regard des valeurs d'équilibre, surtout parmi les émetteurs de qualité ; les échéances rapprochées, en particulier, sont nombreuses à présenter à la fois des taux négatifs et des *spreads* réduits. Dans ces maturités, seules les obligations HY sont maintenant à même d'offrir un rendement positif. Les toutes dernières indications des régressions menées sur les non financières BBB montrent que les *spreads* actuels sont trop chers (d'environ 15 pb par rapport aux niveaux justifiés par leurs facteurs explicatifs habituels). Parallèlement, après s'être négociés à des niveaux très éloignés de leurs justes valeurs au premier trimestre, les *spreads* des obligations HY ont progressivement refermé l'écart depuis l'annonce de la BCE et se négocient désormais à des niveaux très proches de leurs *spreads* modélisés. Si l'on se penche de plus près sur le marché HY en €, on voit que les *spreads* et le rendement à l'échéance semblent plus intéressants sur les segments courts du secteur non financier, que ce soit par rapport au risque de duration supplémentaire nécessaire pour s'exposer plus loin dans la courbe ou par rapport à la pentification des courbes de taux souverains. Cela est lié au fait que les courbes des taux des obligations d'entreprise semblent relativement plates à des échéances supérieures à 5 ans ; en outre, ce segment a tendance à être aussi moins liquide et à compter moins d'obligations spéculatives. En revanche, les financières BBB non éligibles au CSPP semblent afficher une décote de *spread* d'environ 35 pb par rapport à leurs justes valeurs. Toujours parmi les obligations financières IG, toutefois, le rendement est de plus en plus concentré dans un petit nombre d'émissions : à l'heure actuelle, les obligations seniors représentent plus de 70 % de la dette en circulation, mais seulement 40 % du rendement disponible. La dette subordonnée des banques et des

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



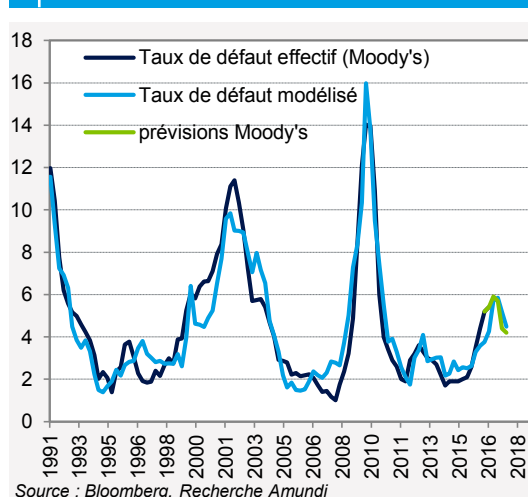
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Globalement, l'endettement des entreprises européennes est faible



4 Nos prévisions des taux de défaut Euro HY vs le taux de défaut effectif S&P (in %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Novembre 2016

compagnies d'assurance concentre 60 % du rendement des 30 % restants de dette en circulation. Nos calculs montrent que 50 % du rendement disponible global des financières se concentrent sur les obligations subordonnées BBB, qui représentent seulement 17 % de la dette financière globale.

Nos modèles montrent que de l'autre côté de l'Atlantique, les obligations d'entreprise IG et HY offrent encore de la valeur. Le rebond récent de la volatilité implicite des actions a en partie résorbé l'écart existant entre les *spreads* de marché et les *spreads* théoriques des obligations d'entreprise américaines. Toutefois, les *spreads* des titres spéculatifs et investment grade semblent encore bon marché grâce à la stabilisation récente du ratio bénéfices des entreprises/PIB, du ratio dette des entreprises/PIB et en rapport avec les conditions de prêts des banques, après plusieurs trimestres de détérioration. La comparaison des *spreads* et des rendements de la dette d'entreprise IG en EUR et en USD plaide en faveur des entreprises américaines. Comme on pouvait s'y attendre, une analyse rapide des chiffres montre que l'écart en faveur de la dette en dollar est généralisé et relativement comparable pour les financières et non-financières, à notes de solvabilité équivalentes. En revanche, si l'on compare la dette en dollar notée A avec la dette en euro notée BBB, l'écart de rendement est encore positif mais il est bien plus élevé pour les obligations non-financières.

> Quelles sont les grandes tendances observées au sein des indices crédit ?

US IG (encours : 6161 Mds \$ au T3 2016)

- La taille de l'indice US IG a doublé en six ans.
- Le poids des secteurs défensifs (Consommation, Technologie et Santé) a considérablement augmenté pour atteindre 23 % de la valeur nominale de l'indice US IG fin octobre 2016 contre 11 % en 2007. Ces émetteurs ont levé des montants records pour financer des opérations de fusions-acquisitions et de rachats d'actions.
- Les entreprises de l'indice US IG ont également profité du contexte de taux historiquement bas pour augmenter la durée moyenne de leurs dettes. Les émissions sur les maturités « 10 ans et plus » ont atteint, ces dernières trimestres, des montants sans précédent. La durée moyenne de l'indice US IG était de 7.2 ans au T3 2016 contre 5,8 ans fin 2008.
- Le poids des émetteurs non-domestiques sur le marché US IG a reculé de 32 % à 29 % sur la période 2012-2016 après avoir augmenté de 10 % à 32 % sur la période 2004-2012 (valeur nominale).

US HY (encours : 1313 Mds \$ au T3 2016)

- La taille de l'indice US HY s'est stabilisé depuis mi-2014 après une croissance continue. Les volumes de nouvelles émissions sont restés contenus, surtout sur le secteur de l'énergie.
- Le poids de la catégorie des émetteurs notés « BB » a augmenté régulièrement depuis 2003. Ils comptent désormais pour plus de 50 % de l'indice.
- La durée de l'indice US HY est demeurée stable au cours de la dernière décennie.

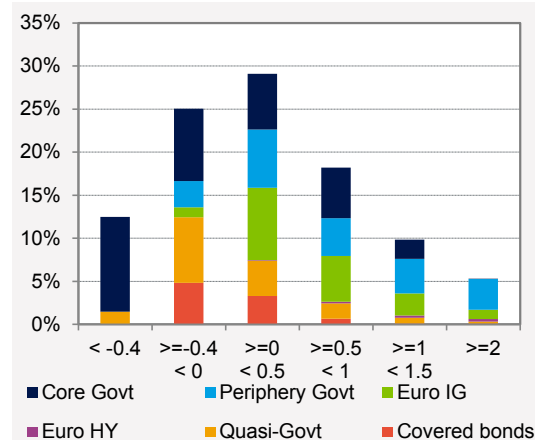
Euro IG (encours : 1948 Mds \$ au T3 2016)

- La taille du marché Euro IG est restée relativement stable sur la période 2010-2015 et a légèrement augmenté depuis.
- Les émetteurs non-financiers ont profité des conditions de financement extrêmement avantageuses pour allonger la maturité moyenne de leur dette. La durée de l'indice Euro IG non-fin était de 5,3 ans au T3 2016 soit une augmentation de 15 mois depuis 2011.
- Le nombre d'entreprises non-européennes qui émettent sur le marché euro s'est accéléré à partir de 2013 (40 % de l'indice au T3 2016 contre 34 % en déc. 2012). Les entreprises non-domestiques qui sont attirées par les conditions de financement ultra-attractives du marché euro sont essentiellement domiciliées aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Suisse, en Australie et en Suède.

HY Euro (encours : 307 Mds \$ au T3 2016)

- La taille du marché HY s'est stabilisée après une forte croissance sur la période 2009-2015
- La dette BB représente les 2/3 du marché européen.
- Les 25 émetteurs principaux de l'indice représentent près de 40 % de la dette Euro HY.

5 Concentration du rendement sur le marché de la dette euro



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

“ Un pic devrait bientôt être atteint dans le cycle de défaut américain ”

Novembre 2016

Conclusion

Le rebond attendu de la croissance aux US est positif pour le crédit US. Nos modèles montrent que les obligations d'entreprise US IG et US HY offrent encore de la valeur. Il faut toutefois être vigilant des conséquences sur les fondamentaux des entreprises de la hausse des taux longs et de l'appréciation du dollar. Nous restons prudents sur les segments les moins bien notés du segment HY US. Sur le marché euro, la poursuite du CSPP sera un facteur de soutien important du marché crédit euro. Nos modèles montrent que les *spreads* moyens des obligations non financières IG éligibles au CSPP sont devenus peu attractifs au regard des valeurs d'équilibre. Les titres financiers continuent d'offrir une valorisation attractive.



Dettes émergentes en 2017 et au-delà

7 L'embellie n'est pas finie

ABBAS AMELI-RENANI

Stratégie et Recherche Économique

Les actifs des marchés émergents ont été les plus prisés en 2016. Fin septembre, la dette émergente était en hausse de 17 % pour la dette en devise locale contre 15 % pour la dette en dollar. Malgré cette performance soutenue en 2016, nous maintenons une perspective positive sur la dette émergente au cours de l'année à venir. Certes, des facteurs de risque demeurent, comme i) la croissance de la Chine et le risque d'éclatement de la bulle immobilière et de crédit, ou ii) la perspective de voir les politiques monétaires devenir de moins en moins accommodantes, ou enfin iii) l'adoption éventuelle de mesures du programme de D. Trump peu favorables au commerce mondial et aux économies émergentes. Malgré ces risques, et la nécessaire prudence qui s'impose, surtout en attendant de voir plus clair sur les décisions du Congrès américain, nous continuons de privilégier les marchés émergents, et plutôt la dette en dollar par rapport à la dette en devise locale. Pour cette dernière, nous privilégions l'exposition taux à l'exposition devises.

Au total, nous considérons que les actifs émergents continueront de dégager des rendements positifs en 2017 sous l'effet de trois facteurs principaux : les facteurs techniques, les fondamentaux et les valorisations. Nous allons aborder chacun d'eux ci-après :

1. Des facteurs techniques très favorables : les actifs émergents ont enregistré plus de 50 Mds \$ de flux entrants en 2016, soit le plus haut niveau depuis 2012. Ces flux entrants vont-ils se maintenir à l'avenir ? Nous pensons que oui. Selon nous, il faut rapprocher l'environnement post-Brexit que nous traversons aujourd'hui des trois années de crise financière 2010-2012 (crise grecque). Ces trois années avaient été marquées par une incertitude politique extrêmement forte dans la zone euro, et dans l'Union européenne au sens large, ainsi que par la crise financière qui s'est emparée d'une bonne partie de l'Europe périphérique. Par comparaison, les marchés émergents sont apparus plus attractifs pendant cette période d'intense instabilité politique et économique en Europe. Du coup, la dette émergente a bénéficié de flux de capitaux les plus importants de son histoire lors de ces trois années pour atteindre un rendement total de respectivement 45 % et 36 % pour la dette dollar et pour la dette en devise locale. Nous pensons que les risques politiques actuels dans les économies développées, y compris les répercussions du Brexit et l'incertitude qui entoure de nombreuses élections telles celles de l'Allemagne et de la France en 2017, ajoutent à l'attrait des marchés émergents, où le cycle politique sera moins intense. Par ailleurs, les rendements obligataires nuls voire négatifs sur les marchés développés font ressortir davantage encore la dette émergente, bien plus qu'en 2010. En soi, nous ne pensons pas que les flux entrants observés depuis le début d'année risquent de s'inverser. Nous tablons plutôt sur leur maintien au cours des 12 mois à suivre.

Du côté de l'offre, l'émission nette de dette externe a été négative en 2014 et 2015 en ce qui concerne la dette émergente souveraine. Les émissions nettes seront positives en 2016 mais uniquement du fait d'un emprunt sans précédent de l'Argentine et des pays du Golfe. Sans ces pays, les émissions nettes de dette souveraine émergente seraient probablement négatives. Par ailleurs, même les obligations d'entreprises émergentes risquent d'enregistrer des émissions nettes négatives en 2016 alors que les entreprises chinoises reviennent vers l'emprunt domestique plutôt que la dette extérieure. L'offre nette négative est un soutien technique supplémentaire aux actifs émergents : nous constatons une demande plus forte à mesure que les afflux de capitaux se poursuivent tandis que l'offre continue à diminuer.

2. Des fondamentaux solides : Nous pensons que le consensus est trop pessimiste au sujet des fondamentaux des marchés émergents. La principale

L'essentiel

2016, une année spectaculaire pour la dette émergente. Le rebond n'est pas terminé. Vous vous souvenez de la crise financière en Grèce en 2010-2012 ? Les difficultés économiques et financières de l'Europe ont renforcé l'attractivité de la dette des pays émergents, qui ont enregistré une collecte et des performances sans précédent pendant ces trois années.

Le Brexit pourrait avoir le même impact sur les marchés émergents... Trois facteurs vont désormais soutenir les performances positives de ces marchés : la solidité des facteurs techniques qui encourage la collecte ; des fondamentaux nettement meilleurs que prévu ; et des valorisations toujours aussi attractives. Trois préoccupations demeurent, la Chine, l'ampleur et la nature des conséquences de l'élection de D. Trump et la fin graduelle des politiques monétaires ultra-accommodantes. L'élection de D. Trump peut être un facteur très néfaste, mais elle peut aussi être un facteur favorable... si et seulement si les anticipations de croissance progressent et si les projets de droits de douane disparaissent. Les risques liés à la Chine seront probablement limités, malgré quelques soubresauts ponctuels. Il est enfin peu probable que l'impact d'un éventuel tapering soit aussi négatif pour les marchés émergents qu'en 2013. La vulnérabilité de ces derniers vis-à-vis de l'extérieur a nettement baissé et les positionnements surpondérés des investisseurs ne sont pas aussi importants que lors de l'épisode du taper tantrum de la Fed. Au total, la dette en devise forte reste notre segment préféré au sein de l'univers obligataire émergent.



Compte tenu de l'évolution des fondamentaux ces dernières années, les actifs représentatifs de la dette émergente demeurent bon marché



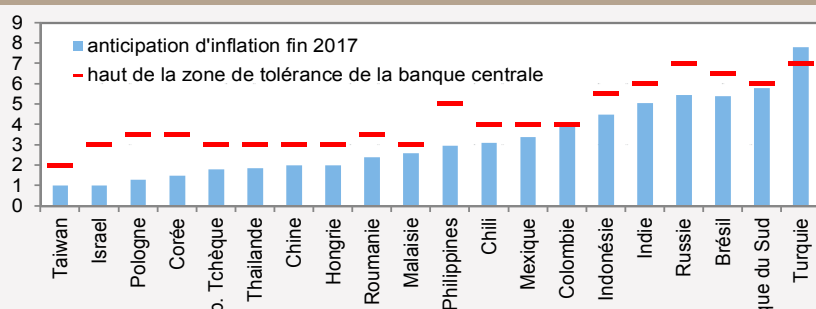
Novembre 2016

faiblesse est du côté de la croissance où nous n'anticipons pas d'accélération notable dans le contexte d'une économie chinoise, qui au mieux se stabilise et au pire poursuit son ralentissement. Mais l'investisseur obligataire doit être plus attentif aux vulnérabilités externes, notamment lorsqu'il s'agit de la dette dollar. Le solde de la balance courante est un élément clé à ce sujet. Les investisseurs n'auront pas oublié le mouvement de panique de 2013 (ventes massives), dans le sillage du fameux « taper tantrum », qui s'est concentré sur les cinq pays réputés les plus fragiles, à savoir l'Inde, l'Indonésie, l'Afrique du Sud, la Turquie et le Brésil. Depuis, ces pays se sont bien redressés et le solde moyen de la balance courante parmi les grands marchés émergents est à son plus haut niveau depuis le début des années 2000. Nous avons également observé un désengagement continu de la dette externe parmi les émissions souveraines émergentes et ce malgré l'extrême dégradation des termes de l'échange en 2014-2015 pour ces pays.

3. Les niveaux de valorisation restent intéressants : commençons par les émissions souveraines en devise dure pour lesquelles l'indice de référence affiche désormais un spread d'environ 350 pb, soit la moyenne de sa fourchette à 5 ans. Nous avons connu un net resserrement cette année, en particulier depuis le Brexit, et la question centrale est de savoir si les spreads peuvent aller jusqu'à 250 pb, soit la partie basse de la fourchette sur les cinq dernières années. Nombreux sont ceux qui affirment qu'un resserrement des spreads ne se justifie pas, sachant qu'à 250 pb on reviendrait aux niveaux de la mi-2014, une période où le prix du pétrole était au-delà de 100 \$ le baril. Nous ne sommes pas d'accord et pensons qu'il ne serait pas déraisonnable de voir les spreads souverains des marchés émergents se resserrer aux alentours de 250 pb même si les prix du brut restent stables autour de 50 \$. Les fondamentaux sont le principal moteur des spreads des actifs émergents et, partant de notre vision du recul effectif des vulnérabilités externes des marchés émergents ces dernières années, notamment depuis la mi-2004, un retour des spreads à ces niveaux nous paraîtrait justifié. C'est particulièrement le cas à la lumière de facteurs techniques largement meilleurs aujourd'hui que ce qu'ils étaient à la mi-2014. De plus, ceci est accentué par la prévalence de rendements négatifs sur les marchés développés.

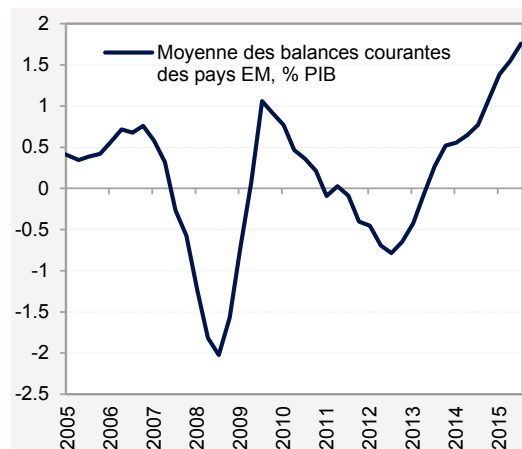
Du côté de la dette en devise locale, nous avons également connu une compression significative des taux. Cependant, les rendements obligataires en devise locale des marchés émergents restent élevés par rapport aux bons du Trésor américain. Plus important, lorsque nous comparons le rendement réel des taux des marchés émergents par rapport à ceux des marchés développés, nous constatons un différentiel proche des plus hauts depuis de nombreuses années. Le fait est que les taux des marchés émergents sont restés en retrait de la forte compression de l'inflation et que la marge de resserrement est importante. C'est particulièrement le cas lorsqu'on regarde les prévisions d'inflation à plus long terme. Elles laissent à penser qu'à horizon fin 2017, tous les grands pays émergents, à l'exception de la Turquie, devraient avoir une inflation équivalente ou inférieure à la limite supérieure fixée par la banque centrale. Nous identifions toujours beaucoup de valeur du côté des forts potentiels de rendement du Brésil, de la Russie et de l'Indonésie.

Des anticipations d'inflation bien en deçà des cibles de banques centrales



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

1 Des comptes courants qui s'améliorent



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

“ Les risques politiques actuels dans les économies développées, y compris les répercussions du Brexit et l'incertitude qui entoure de nombreuses élections telles celles de l'Allemagne et de la France en 2017, ajoutent à l'attrait des marchés émergents, où le cycle politique sera moins intense ”

2 Spreads souverains : plus de resserrement à attendre



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Novembre 2016

« QE tantrum » : une réduction des programmes d'achats des banques centrales peut-elle nuire aux marchés émergents ?

On craint de plus en plus que la réduction des achats d'actifs par les banques centrales des pays développés, en particulier par la BoJ et la BCE, puisse déclencher un autre mouvement de ventes massives sur les marchés émergents. En cas de durcissement de ton des banques centrales des pays développés, les actifs émergents souffrent car ils sont caractérisés par un bêta négatif. Cependant, nous pensons que la dette émergente pourrait s'avérer étonnamment résistante, même dans un scénario improbable de baisse des achats d'actifs par les grandes banques centrales, et ce pour un certain nombre de raisons :

1. Les fondamentaux des marchés émergents sont nettement plus sains aujourd'hui qu'en 2013, lorsque la Fed avait annoncé la réduction puis l'abandon de son programme d'achats d'actifs (*Fed tapering*)... Comme nous l'avons souligné plus haut, le déficit de la balance courante s'est nettement réduit dans la sphère émergente, même parmi les pays exportateurs de matières premières comme le Brésil et l'Indonésie. La forte dépendance des pays émergents à l'égard des flux entrants pour financer le déficit de la balance courante a diminué. Les marchés émergents, y compris les « 5 Fragiles », affichent des balances de paiement bien plus saines.

2. À l'arrivée de 2013, le marché n'était en rien préparé aux commentaires qui ont entouré la diminution de l'assouplissement quantitatif par la Fed. À l'aube de 2017, les futures hausses des taux de la Fed sont déjà très largement intégrées dans les prix et les discussions au sujet de la baisse des achats d'actifs de la BCE et de la BoJ sont déjà omniprésentes, de même que le débat général sur l'inefficacité des politiques monétaires à leur niveau actuel. Même si l'argument de la complaisance de marché peut prêter à discussion, nous pensons que le choc d'un resserrement des politiques monétaires des marchés développés ne serait pas aussi lourd qu'il l'a été en 2013.

3. Au cours des trois années qui ont précédé 2013, les afflux de capitaux vers les actifs émergents ont atteint des niveaux sans précédent et des rendements très élevés. Les marchés étaient surpondérés émergents. À l'opposé, les flux entrants ont été quasiment inexistantes au cours des trois années qui ont précédé 2016, les rendements ont été très négatifs sur la dette locale et globalement inchangés sur la dette en devise dure. Ainsi, les facteurs techniques sous-jacents sont largement plus sains à la veille de 2017 qu'en 2013.

« Trump tantrum » : l'élection de Trump peut-elle mettre en danger durablement les marchés émergents ?

L'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis n'est pas étrangère au repli des marchés émergents. Il faut dire que la lecture de son programme de campagne n'avait rien de réjouissant pour ces marchés : des droits de douane prohibitifs, un effet négatif très important sur le commerce mondial, et au total un impact négatif significatif sur la dette américaine, les déficits publics et la croissance mondiale. La question est bien de savoir jusqu'à quel point ce programme peut être appliqué. Nous n'aurons pas de réponse claire et définitive avant quelques mois (investiture à la présidence le 20 janvier, puis négociations avec le Congrès), mais nous savons d'ores et déjà que certaines des mesures « spectaculaires » de Trump ne pourront pas être adoptées en l'état : les États-Unis ne refouleront pas 11 millions de migrants, ils n'imposeront pas 45 % de droits de douane à la Chine, ils ne creuseront pas de façon spectaculaire leurs déficits et dette... Le Congrès ne l'acceptera pas, et ce même s'il est à dominante républicaine. En attendant d'en savoir davantage, le choc d'incertitude lié à l'élection de D. Trump a fait son œuvre.

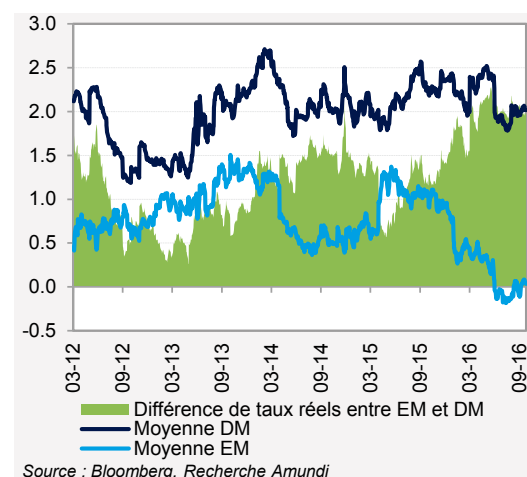
Pour les marchés émergents, on peut distinguer deux scénarios distincts :

- Soit le nouveau gouvernement américain provoque déficits et récession, ce qui sera extrêmement dommageable pour l'aversion au risque, la volatilité et les actifs risqués comme les émergents.



Les fondamentaux des marchés émergents sont nettement plus sains aujourd'hui qu'en 2013, lors de l'épisode *Fed tapering*”

3 Les taux réels des pays émergents sont bien plus élevés que dans les pays développés



La forte dépendance des pays émergents à l'égard des flux entrants pour financer le déficit de la balance courante a disparu. Les marchés émergents, y compris les « 5 Fragiles », affichent des balances de paiement bien plus saines”



Novembre 2016

- Soit le nouveau gouvernement est capable de « booster » les anticipations de croissance, ce qui ira de pair avec une résurgence de quelques anticipations d'inflation, une remontée des taux longs et des taux de la Fed. Dans un premier temps mitigé pour les émergents, ce scénario de plus forte croissance devrait leur être favorable, et les facteurs techniques, fondamentaux et atouts de valorisation développés ci-dessus reviendront au premier plan.

En somme, ce n'est pas parce que les taux remontent que les marchés émergents souffrent. La raison pour laquelle ils montent est bien plus importante. Si cette hausse est motivée par une remontée des anticipations de croissance, les marchés émergents en profiteront. C'est le scénario auquel nous croyons, au moins pour 2017.

Conclusion

Nous n'évacuons pas totalement le risque lié aux programmes d'achat d'actifs des banques centrales, ni le risque découlant de l'élection de Donald Trump à la Maison Blanche, mais il nous semble que le risque principal pour les marchés émergents à horizon de 2017 est la situation macroéconomique de la Chine. Si nous tablons sur une poursuite de la stabilisation à horizon de fin 2017, il existe un risque que la hausse brutale des prix du logement déclenche un resserrement de la politique des autorités chinoises. Le risque est également que les sorties de capitaux repartent de plus belle et entraînent une pression à la baisse sur le renminbi. Nous sommes plus particulièrement préoccupés par la hausse continue de la dette privée qui se maintient à un niveau non soutenable. Cependant, nous considérons que la nature domestique de la dette et le fait qu'une majeure partie des obligations privées est quasi-souveraine devrait permettre un désendettement en douceur, sans déstabilisation du marché.

En résumé, nous pensons que la vigueur des facteurs techniques, la solidité des fondamentaux et l'attrait persistant des valorisations devraient alimenter des niveaux de rendement total largement positifs en 2017. Nous estimons peu probable qu'une réduction des achats d'actifs par les banques centrales des pays développés ait un effet aussi négatif sur les marchés émergents qu'en 2013. Le principal risque macroéconomique pour la dette émergente reste la Chine, mais une dégradation brutale de l'économie chinoise demeure un risque extrême et ne fait pas partie de notre scénario central.



Ce n'est pas parce que les taux remontent que les marchés émergents souffrent. La raison pour laquelle ils montent est bien plus importante.”



Marchés d'actions en 2017 et au-delà

8 Combien de temps peut-on jouer les prolongations ?

ÉRIC MIJOT, *Stratégie et Recherche Économique*

Ce cycle d'investissement, qui a démarré en 2009, est particulièrement long. Les États-Unis en sont le *leader* incontesté. La hausse n'y aura vraiment été interrompue qu'en 2011 (fin du QE2 et perte du AAA de la dette américaine). En comparaison, l'Europe est passée par une double récession (2008 et 2012), les émergents auront souffert d'effondrements successifs des prix des matières premières (surtout en 2011 et 2015) et le Japon aura dû attendre l'élection de M. Abe en 2012 pour profiter d'un effondrement du yen (de 2012 à 2015), qui a été effacé pour moitié depuis.

Or on sait que le cycle d'investissement s'arrête souvent quand le marché *leader* se retourne. Alors, peut-on aller beaucoup plus loin dans ce cycle sur le marché américain ? L'année 2017 ne marquera-t-elle pas un tournant ?

Une année 2016 sous le signe d'un contre-choc pétrolier, puis d'un sursaut des taux longs

La première partie de l'année a été marquée dès la fin janvier par le rebond des prix du pétrole, ce qui a servi de catalyseur à la reprise des marchés d'actions (voir graphiques 1 et 2). Il s'agit d'un point bas significatif, mettant un terme à 10 mois de correction (avril 2015 — février 2016) et ponctuant ainsi un cycle boursier. Puis, à l'approche de l'été, les inquiétudes liées au Brexit ont provoqué une surréaction à la baisse des marchés d'actions (surtout en zone euro), vite corrigée, donc sans interrompre le mouvement de fond.

Les taux longs ont alors à leur tour pu établir un point bas, soutenus par l'idée que dans la foulée de la reprise des prix de l'énergie, l'inflation allait finir par arrêter de baisser. Deux autres éléments ont contribué à alimenter ce mouvement : 1) la montée des populismes aux États-Unis et en Europe, rendant de plus en plus évident que les politiques budgétaires devraient prendre le relais des politiques monétaires, quels que soient les nouveaux gouvernements en place, 2) la décision de la Banque du Japon, le 21 septembre, de passer à un ciblage des taux longs proche de 0 % et de maintenir une politique accommodante tant que l'inflation n'aura pas dépassé durablement sa cible d'inflation. Ce rebond des taux longs et ce volontarisme des autorités ont finalement entraîné une rotation sectorielle en faveur des secteurs et des marchés cycliques (dont Japon et zone euro) au niveau mondial.

L'autre fait marquant de 2016 est « l'entrée en bulle » du marché américain

Nous évoquons la possibilité que la fin de ce cycle se déroule de cette façon depuis plusieurs années dans ces mêmes colonnes¹.

Le marché américain se paye aujourd'hui plus de 18 fois les profits des 12 derniers mois. Rappelons qu'il existe une relation forte entre le niveau du PER et le régime d'inflation (voir graphique 3). Le marché se paye plus cher quand le régime d'inflation est légèrement positif et de moins en moins cher lorsque l'inflation est trop élevée ou lorsqu'au contraire, la déflation l'emporte. Le ratio de « 20 — l'inflation » qui épouse bien ces observations du passé est alors éclairant. Quand le PER du marché dépasse ce niveau, il rentre en mode « exagération ». Ça a été le cas avant le krach d'octobre 1987 (voir graphique 4) ou encore en décembre 1996 quand Greenspan a qualifié « d'exubérance irrationnelle » la cherté du marché. Si on retient l'objectif de 2 % d'inflation de la Fed, qui correspond aussi à notre prévision d'inflation pour 2017, la frontière

L'essentiel

Après plus de 7 années de hausse, le marché américain est entré en bulle. Or les cycles d'investissement se terminent souvent quand le marché leader se retourne ; si on se réfère aux précédentes bulles (1987, 2000, 2008), il faudra donc être vigilant à l'approche du second semestre 2017. Mais ce cycle pourrait aussi jouer les prolongations... La situation est ainsi plus incertaine que préoccupante à ce stade. Si l'élection de Donald Trump a créé la surprise, elle ne remet pas en cause notre lecture des marchés et l'inflexion du policy mix vers plus de dépenses budgétaires est favorable aux actions par rapport aux obligations.

Au plan géographique, le positionnement est plus neutre. En effet, la « reflation » induite avec l'élection de D. Trump est favorable au thème *Value* par rapport à *Growth*, ce qui pourrait théoriquement profiter à la zone euro et au Japon, mais il faudrait pour cela qu'elle s'accompagne d'une baisse durable de leurs devises pour être discriminante par rapport au marché américain. Les échéances politiques requièrent aussi une prime de risque en Europe. Des secousses de marché autour de ces événements pourraient créer des points d'entrée. Enfin, l'élection de Donald Trump fragilise la thématique émergente au moment où elle aurait besoin d'un coup de pouce, ce qui vient tempérer notre vue constructive.

1 Prix du pétrole et taux à 10 ans américains



¹ Voir le Cross Asset Investment Strategy de mars 2014 : « Marchés d'actions : faut-il envisager la formation d'une bulle ? »

Novembre 2016

pour juger d'une exagération en matière de valorisation pourrait bien se situer cette fois-ci à 18x (20-2), soit à la moyenne des PER en régime d'inflation faible (0-3 %).

Sur ces considérations, le marché américain viendrait d'entrer en bulle. Le PER sur les profits des 12 derniers mois est en effet à 18,5x. Ajoutons que la communauté financière semble acquise à la cause d'un changement de paradigme, grand classique de la formation de bulles ; le consensus de marché est convaincu que le nouveau régime de « stagnation séculaire » conduira à avoir « des taux bas pour longtemps », ce qui justifie à son tour les niveaux de valorisation des actions et transforme « l'absence d'alternatives » en argument d'achat.

La situation à ce stade est plus incertaine que préoccupante

Observons d'abord les situations de bulle récentes. En 1986 et en 1998, les contre-chocs pétroliers avaient déjà permis une prolongation des cycles économiques et boursiers ; ils se sont terminés par des exagérations suivies par des krachs. La hausse du marché qui a suivi le rebond des prix du pétrole avait alors duré entre 12 mois (octobre 1986 – octobre 1987) et 18 mois (octobre 1998 – mars 2000). La bulle des *subprime* a elle aussi consisté en un mouvement de hausse supplémentaire du marché pendant 14 mois (juin 2006 – octobre 2007). Un point bas ayant cette fois-ci été atteint en février 2016, une répétition de ce scénario signifierait une année 2017 en deux temps, positive pour commencer, puis plus compliquée ensuite. Il sera donc prudent de faire un point d'étape au second trimestre 2017.

Le second semestre 2017 concentrera en effet un certain nombre de risques qui alimenteraient facilement ce genre de scénario :

- Le congrès du parti communiste à l'automne est un marqueur aujourd'hui pour espérer que la Chine maintienne sa politique de stabilisation au moins jusqu'à cette date. Les investisseurs pourraient questionner la pérennité de ce soutien à l'approche de cette échéance.
- Il est possible aussi que les négociations entre la présidence et le congrès aux États-Unis pour mettre en place un programme de dépenses budgétaires ne soient pas si simples.
- Les négociations pour le Brexit devraient battre leur plein après les élections allemandes du mois d'octobre, ce qui pourrait alimenter des craintes.
- Enfin, une rhétorique autour d'un « tapering » de la BCE pourrait prendre forme.

La nature de chaque bulle est cependant différente. Celle qui nous occupe aujourd'hui repose sur des taux longs « administrés » très bas, même s'ils peuvent se permettre de remonter un peu. Rappelons-nous que les taux longs américains avaient été plafonnés à 2,5 % pendant 9 ans de 1942 à mars 1951 pour financer l'effort de guerre². Déterminer la durée de l'exagération actuelle est donc bien compliqué et on peut aussi admettre qu'elle dure au-delà du premier semestre 2017, d'autant que ce cycle se développe de manière très lente.

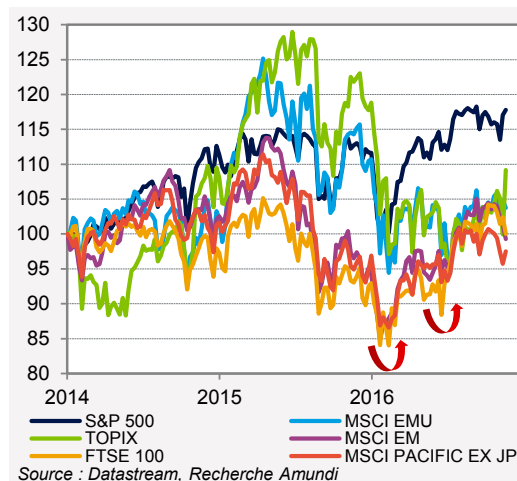
Autre point de repère, les marges des sociétés ont établi un point haut aux États-Unis au dernier trimestre 2014 (voir graphique 5). En moyenne depuis 1950, ce point haut précède les récessions de 6 trimestres, ce qui signifie que la récession devrait déjà être là. Sauf que ce cycle n'est pas conforme à la moyenne. La durée la plus longue entre un point haut des marges et une récession est quant à elle de 15 trimestres, ce qui fut le cas dans les années 1960 et à la fin des années 1990, deux situations de bulle. Si cette situation extrême devait se répéter, la récession n'interviendrait pas alors avant 2018, ce qui laisserait encore du temps pour construire des exagérations.

Pour cela il faudrait aussi que les profits reprennent le chemin de la hausse.

² Voir notre Discussion Paper: « Les banques centrales: premier pilier du cycle d'investissement », novembre 2015

2

Principaux marchés d'actions



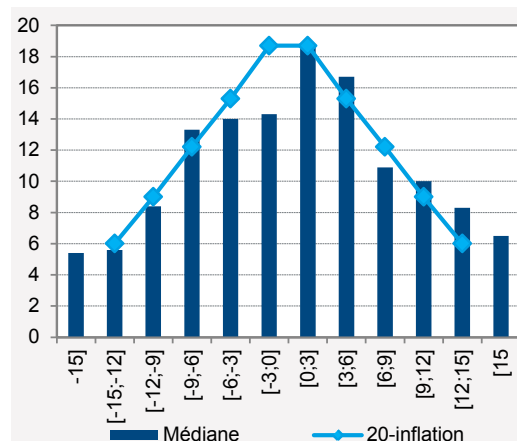
“

Le marché *leader* américain entre en bulle

”

3

PER et Inflation (depuis 1914)



Novembre 2016

On constate qu'en 1998 ou en 2006 par exemple, les profits étaient orientés à la hausse (voir graphique 6). Pas de formation de bulle sans espoir...

Quels critères retenir pour investir en actions aujourd'hui ?

Au-delà des mouvements de court terme, le comportement des marchés d'actions nous semble devoir dépendre de l'orientation de deux variables clés : les profits et les taux longs.

Quatre combinaisons sont possibles :

- 1. Un scénario plutôt positif (reflation) : les taux longs montent un peu mais parallèlement à une petite reprise des profits.** Le thème value en profiterait le plus, notamment les banques. La zone euro et le Japon tireraient alors leur épingle du jeu.
- 2. Un autre scénario plutôt positif (hésitations) : les profits ne se reprennent pas mais les taux longs continuent de stagner.** Le thème des valeurs de qualité l'emporterait. Les marchés américains et émergents feraient mieux que les autres.
- 3. Le cas le plus favorable (bulle) : les taux longs stagnent à bas niveau et une petite reprise des profits s'enclenche.** Cette situation favoriserait la construction d'une bulle, relancerait le thème des valeurs de croissance. Les pays émergents en seraient les principaux bénéficiaires.
- 4. Un scénario négatif (rechute) : rebond des taux longs, mais pas des profits.** Il conviendrait de passer en mode défensif. Le marché américain ferait mieux que les autres marchés développés et que les émergents.

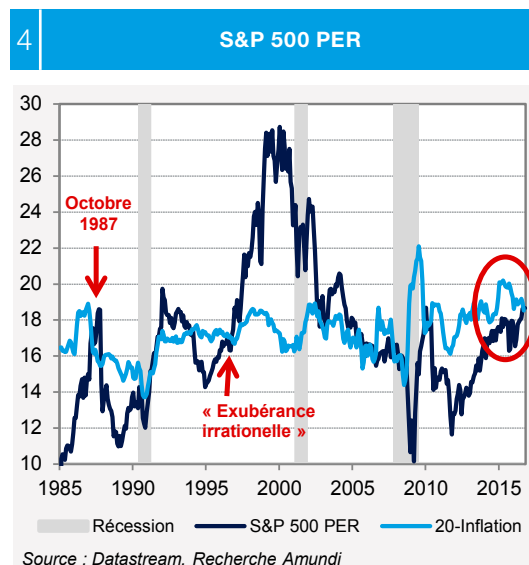
Ces quatre scénarios mettent en avant des positionnements radicalement différents. Leurs probabilités d'occurrence sont assez proches suivant l'horizon auquel on se réfère, mais **on peut imaginer passer temporairement par le scénario 1 (reflation), avant de reprendre le chemin des scénarios 2 (hésitations) ou 3 (bulle), voire 4 (rechute).**

Notre analyse du comportement des styles plaide aussi en ce sens (voir graphique 7). Si on se cantonne aux styles *Value* et *Growth* au niveau global, il est remarquable qu'à chaque fois que le cycle est en faveur des valeurs de croissance, il se termine par une exagération à la hausse en faveur de ces dernières (en relatif aux valeurs *Value*).

Ce mouvement se passe en trois temps. Une première envolée, un retracement en faveur des valeurs *Value*, puis un dernier sursaut en faveur des valeurs de croissance. 2016 aura jusqu'à présent été une année de retracement en faveur du thème *Value*, mais aura profité aux secteurs des matières premières davantage qu'à celui des financières (surtout en Europe). Ce retracement aura donc plutôt été horizontal jusqu'ici. Il n'est pas arrivé à son terme si l'on en juge par le fait qu'il vient systématiquement s'échouer sur la moyenne à 24 mois du ratio *Growth/Value*. Ce qui serait cohérent avec un scénario sur les taux longs dont la récente hausse pourrait se prolonger encore avant de plafonner.

L'élection surprise de Donald Trump ne remet pas en cause notre lecture des marchés, mais apporte quelques subtilités :

- Un constat : son élection, combinée au fait que les républicains maîtrisent aussi le congrès et le sénat, crédibilise le pari des marchés comme quoi la politique budgétaire va prendre le relais de la politique monétaire pour soutenir l'économie.
- Une certitude : son programme économique, même amputé par le Congrès, est de nature « reflationniste ». Il est aussi plutôt pro-business (baisse du taux d'imposition des sociétés, moins de régulation). Ce qui va dans le sens d'un soutien des profits (dans un premier temps, la baisse du taux d'imposition des sociétés fait plus que compenser la hausse des salaires) et un niveau de taux supérieur. Ce cocktail est positif actions par rapport aux obligations.



Baisse des marges mais encore de l'espace avant la récession

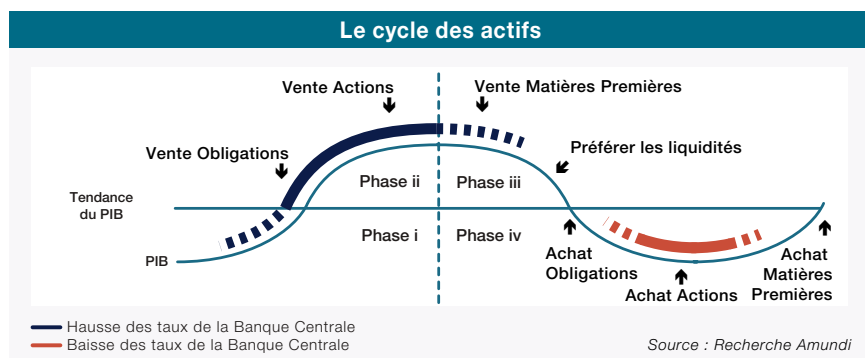


Novembre 2016

- Une incertitude : le profil de la hausse des taux longs aura un impact sur les thèmes de marché. La hausse sera-t-elle durable, ce qui prolongerait la durée de vie du thème Value, ou brève, comme lors du « Conundrum » de 2004 ? Cette incertitude réduit la visibilité en termes d'allocation géographique.
- Une conviction : si elle est excessive, la hausse des taux finira par faire éclater la bulle des actions.
- Enfin, la politique étrangère du nouveau président (notamment avec la Chine, la Russie, le Mexique et le Moyen-Orient) pourrait aussi générer des chocs de marché.

Enfin, comment se positionnent les différentes régions dans le cycle d'investissement ?

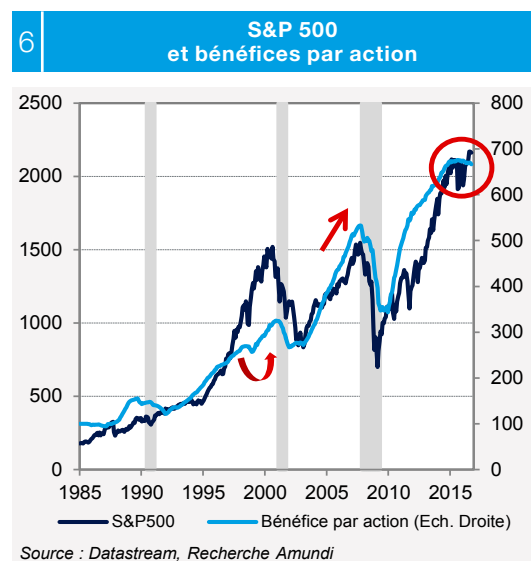
Les lecteurs réguliers de nos publications sont maintenant habitués à notre lecture du cycle court³ : le PIB fluctue autour de son potentiel, décrivant 4 phases (i, ii, iii, iv) qui correspondent à des comportements de marché différents.



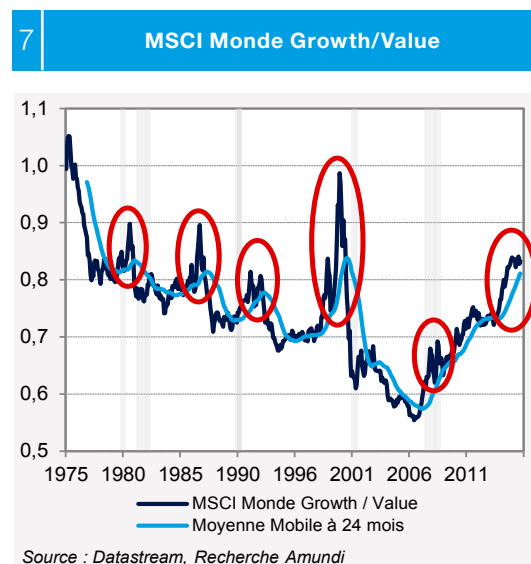
Le marché américain (neutre en termes relatifs) est entré en phase iii de notre feuille de route à la fin du *tapering* de la Fed (mi 2014). Cette étape correspond normalement à une stabilité des taux de la Fed et s'apparente cette fois-ci à une stabilité de la taille du bilan de la Fed. Cette période est propice à la construction de bulle, surtout depuis la fin des années 1990 (niveau très bas des taux), et le contre-choc pétrolier vient renforcer cette hypothèse comme nous venons de le voir ; les profits devraient être capables d'enregistrer +5 % après 2 ans de stabilité. Le programme *pro-business* de Donald Trump ne devrait pas mettre fin à ce mouvement en 2017. Le marché *leader* américain pourrait donc aller encore plus loin dans ce cycle, ce qui est clé aussi pour les autres marchés.

La zone euro et le Japon (neutre pour l'instant — à la marge entre les deux préférer le Japon en devise locale) sont en phase ii. La croissance économique n'est que légèrement supérieure au potentiel mais les politiques monétaires restent accommodantes. Moins chers et moins avancés dans le cycle que les États-Unis, ces deux marchés possédaient déjà des arguments pour progresser davantage que le marché américain en 2016 mais plusieurs éléments se sont interposés jusqu'ici : 1) la Fed a mis entre parenthèses sa volonté de monter ses taux pendant une grande partie de l'année, stabilisant les devises au détriment des profits européens et Japonais, 2) les craintes de Brexit ont renforcé encore la désaffection pour l'Europe 3) les banques ont souffert des taux négatifs et des déboires de Deutsche Bank et de Monte dei Paschi di Siena. Aujourd'hui, zone euro et Japon sont des candidats pour profiter du thème de la reflation (une repentification est positive pour les bancaires sous pression), mais il faut qu'elle s'accompagne d'une baisse durable de leurs devises pour être discriminante par rapport aux États-Unis. Les échéances politiques européennes à venir nécessitent aussi une prime de risque. Des secousses autour de ces événements (référendum italien, élections aux Pays-Bas, etc.) pourraient créer des opportunités d'achat.

³ Voir notre Discussion Paper : « Le cycle court de l'investissement : feuille de route », octobre 2014



“ Le retracement en faveur de la *value* n'est pas arrivé à son terme ”



Novembre 2016

Les marchés émergents (également plus neutre) sont entre la phase iv et la phase i. Ils ont commencé à se reprendre. La stabilisation de l'économie chinoise et celle du dollar US ont aidé à ce résultat en 2016. Après le premier rebond des marchés émergents, qui ont rejoint notre objectif tactique (la droite de résistance qui a servi de support de 2010 à 2015 aux alentours de 920 sur le MSCI Emerging Markets en USD), il faut maintenant que les fondamentaux viennent conforter les attentes. Cela pourrait être le cas grâce à 2 facteurs : 1) le contre-choc pétrolier devrait aider à une reprise des profits 2) l'attrait pour les pays émergents s'est classiquement d'abord focalisé sur la dette ; la baisse des taux, confortée aussi par la baisse de l'inflation, contribue ainsi à rendre les conditions financières plus accommodantes. Ajoutons que le congrès du parti communiste à l'automne 2017 est un point de repère suffisant pour espérer que la Chine n'inverse pas sa politique de soutien d'ici là. L'élection de Donald Trump vient cependant fragiliser la thématique émergente (hausse des taux longs et du dollar, impact sur le commerce mondial et politique étrangère) au moment où elle aurait besoin d'un coup de pouce, ce qui vient tempérer notre vue constructive. Une hausse des tarifs douaniers américains pour les produits chinois pourrait se traduire par une baisse du renminbi, ce qui aurait des implications négatives pour l'ensemble des marchés émergents. N'acheter que sous réserve d'une stabilisation des devises.

Conclusion et thématiques à venir :

Maturité du cycle économique aux États-Unis : le marché *leader* des actions américaines est entré en bulle, ce qui n'incite pas à prendre des paris marqués.

Évolution du *Policy-mix* vers plus de dépenses budgétaires : mouvement positif, toutes choses égales par ailleurs, pour les actions par rapport aux obligations. Reste à voir les modalités et le temps de négociation nécessaire pour y parvenir.

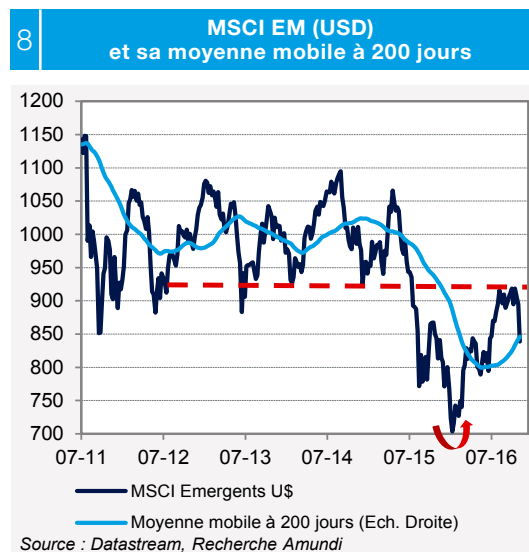
Remontée des taux longs : l'allocation géographique est globalement neutre. Les marchés *Value* (zone euro et Japon) pourrait théoriquement tirer leur épingle du jeu pendant cette période, mais il faudrait qu'elle s'accompagne d'une baisse durable de leurs devises pour être discriminante.

Échéances électorales en Europe : l'incertitude politique, renforcée par l'élection de Donald Trump (montée du populisme), justifie une prime de risque en Europe qui a d'autant plus besoin d'un soutien du côté des profits et de la participation des financières. Des secousses liées à ces événements politiques pourraient créer des opportunités d'achat.

Brexit : pour l'instant, préférer les grandes valeurs internationales aux petites valeurs domestiques au Royaume-Uni.

Elections américaines : les valeurs d'infrastructures et de défense devraient bien sûr en profiter. La santé est un thème plus contrariant. Il s'agit à la fois d'un thème défensif et pas très cher après avoir souffert de la campagne électorale américaine. Il arrive fréquemment que ce thème corrige une survente après les élections. Les petites valeurs, plus domestiques et donc plus sensibles à la proposition de baisse du taux d'impôt des sociétés, ont aussi leur carte à jouer.

Congrès du parti communiste chinois à l'automne 2017 : pas de raison que la Chine inverse sa politique économique dans la première partie de l'année, ce qui laisse le temps aux autres marchés émergents de se reprendre. Mais l'élection de D. Trump vient tempérer notre vue constructive. Une baisse du renminbi fragiliserait l'ensemble des marchés émergents. N'acheter que sur repli et sous réserve d'une stabilisation des devises.



L'inflexion du *policy mix* vers plus de dépenses budgétaires est positif pour les actions par rapport aux obligations



Marchés d'actions en 2017 et au-delà

9 Quels secteurs pour demain ?

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique*

Bilan boursier 2016

Du 1^{er} janvier au 1^{er} novembre 2016, les indices **MSCI de la zone euro**, des **États-Unis** et des **marchés émergents** (en \$) ont varié respectivement de **-5 %**, **+3 %** et **+14 %**. En dépit du **grand écart** d'une région à l'autre, on note plusieurs **traits communs** au plan sectoriel.

On distingue ainsi la très bonne performance d'ensemble des secteurs de **l'énergie et des produits de base**, propulsés par le net **rebond des cours du pétrole** depuis ses plus bas de janvier 2016 **et les signaux rassurants en provenance de Chine** (stabilisation de la croissance, tarissement de l'hémorragie de capitaux...). À l'inverse, **santé et télécom** se retrouvent **en queue** de peloton dans la plupart des régions (cf. graphique 1).

À première vue, ce schéma boursier 2016 – surperformance des valeurs cycliques tardives (énergie, matériaux de base) et celle en demi-teinte, voire en berne des défensives (santé, télécom et utilities en zone euro, santé, télécom et consommation courante aux États-Unis) – **semble typique d'une arrivée à son apogée du cycle économique**.

Toutefois, à maints égards depuis 2008, ce cycle de reprise n'a pas été **ordinaire**. À la fois plus long, mais surtout beaucoup plus lent, il est demeuré mal assuré. Et l'année prochaine ne devrait pas déroger à la règle avec une croissance mondiale de l'ordre de 3 % pour la 5^e année consécutive depuis 2012! De même, quand on se penche sur les déterminants du rebond du pétrole, des taux d'intérêt ou de la croissance chinoise, **des ambiguïtés apparaissent, qui relativisent la portée de l'amélioration conjoncturelle** :

- Ainsi, le rebond des prix du **pétrole** semble plus dû à une **meilleure discipline attendue du côté de l'offre** qu'à une véritable amélioration de la demande finale¹.
- De même, le rebond quasi concomitant² des **taux longs** depuis la fin de l'été repose sur un **triptyque assez fragile** : 1/ le soulagement post référendum sur le Brexit, 2/ la remontée de l'inflation apparente et 3/ la prise de conscience que les différentes banques centrales ne pourront guère aller plus loin en matière d'accommodation monétaire. Cette remontée du taux 10 ans est demeurée toutefois très limitée jusque-là. Si les taux longs ont progressé, en moyenne de près de 40 pb par rapport à leur plus bas de l'été, du 23 juin (référendum britannique) au 1^{er} novembre, les taux américains, français ou japonais n'ont finalement progressé que de 8 ou 9 bp, le Bund est resté stable et le Gilt a baissé de 23 pb.
- Enfin, si la **croissance chinoise a bien été au rendez-vous**, avec +6,7 % lors de chacun des trois premiers trimestres de 2016, l'envolée du crédit ne semble guère soutenable. Comme d'importantes élections se dérouleront à l'automne 2017, la probabilité d'un ralentissement marqué de l'économie chinoise d'ici là semble limitée, mais au-delà une inflexion est bien possible.

Pour résumer, au plan sectoriel, si l'année boursière 2016 ressemble, en apparence, à l'amorce d'un haut de cycle traditionnel, dans la réalité, plusieurs facteurs semblent avoir été biaisés, ce qui incite à la vigilance quant au pronostic sur les prochaines phases.

Cycles d'investissement et performances sectorielles

Avant d'élaborer sur nos convictions 2017 et au-delà, on rappellera succinctement comment les différents cycles d'investissement et les performances sectorielles

¹ Selon l'Agence Internationale de l'Énergie, après +1,9 % en 2015, la croissance de la demande mondiale de pétrole devrait décélérer à +1,3 % en 2016.

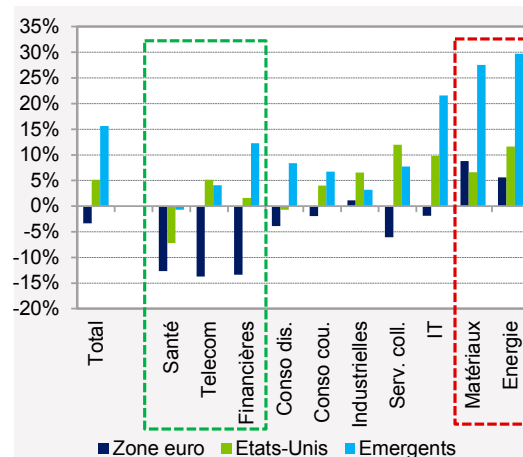
² +38 bp sur le taux 10 ans américain du point bas du 8 juillet 2016 au 21 octobre, +22 bp au Royaume-Uni, +11 bp en Allemagne et en France.

L'essentiel

Des deux côtés de l'Atlantique, la **surperformance 2016 des secteurs cycliques tardifs** et celle en retrait de la plupart des secteurs défensifs suggèrent a priori une **prochaine arrivée en haut de cycle**.

Les marqueurs de ce cycle – rebond du pétrole, hausse des taux, croissance chinoise – apparaissant toutefois assez biaisés, il conviendra d'être vigilant quant à l'enchaînement des prochaines phases sectorielles d'autant que 2017 pourrait connaître deux périodes distinctes. Pour les prochains mois, sauf surprise électorale de grande ampleur, on continuera de miser sur une allocation pro-cyclique aux États-Unis, où paradoxalement, l'économie devrait continuer d'accélérer d'ici mi-2017. En zone euro, la croissance molle, l'incertitude politique mais aussi le mécontentement croissant suscité par les taux d'intérêt négatifs incitent à une allocation relativement diversifiée. On mettra notamment l'accent sur les résultats, l'exposition géographique et la sensibilité aux taux d'intérêt. En combinant ces différents critères, énergie, matériaux de base, IT, alimentation boisson tabac et banques devraient tirer leur épingle du jeu sur les prochains mois.

1 Bilan boursier 2016 par secteur au 1^{er} novembre Eurozone, Europe, USA



Novembre 2016

se sont enchaînés depuis le début de la grande crise financière. Dans un environnement "normal" les cycles économiques et boursiers s'enchaînent —... récession, creux, début de reprise, expansion, pic, ralentissement, récession... — avec une surperformance des secteurs défensifs en début de récession et des cycliques, de plus en plus tardives, au fil de la reprise.

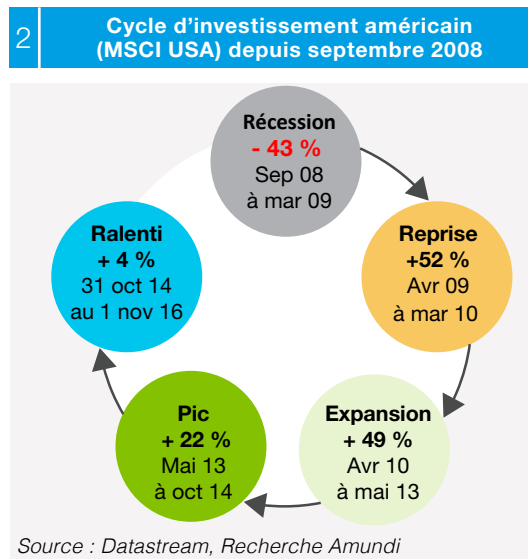
L'exemple du marché américain: un comportement classique. *A posteriori*, le comportement du MSCI USA est assez lisible et ses performances sectorielles ont été conformes aux attentes. En prenant comme point de départ le krach de Lehman en septembre 2008, on distingue clairement les différentes périodes (cf. graphique 2) avec l'effondrement initial du marché (-43 %) lors de la crise financière, suivi d'un puissant rebond (+52 %) sur fond d'atténuation de la récession à partir du printemps 2009. Cette reprise s'est ensuite élargie du printemps 2010 au printemps 2013 et a entraîné le marché dans son sillage (+49 %) jusqu'à ce qu'un changement de cap monétaire de mai 2013 (pré-tapering) à octobre 2014 (fin du tapering) signale l'apogée du cycle boursier (+22 %). Depuis lors, le marché est entré dans une phase plus expectative (+4 % depuis octobre 2014). Dans le même temps, au plan sectoriel, on distingue bien (cf. graphique 3) la surperformance relative des secteurs défensifs lors de la phase initiale de récession (consommation courante, télécom, santé) et à l'inverse, des secteurs cycliques en début de reprise (financières, consommation discrétionnaire, industrielles). De même, en cette fin de cycle plus indécise où le marché fait en réalité du surplace depuis deux ans, même si l'énergie et les utilities ont connu un retour en grâce depuis le début de l'année, les secteurs qui ont le mieux résisté sur l'ensemble de la période sont ceux liés aux dépenses des ménages — consommation courante, discrétionnaire et surtout IT³ — dont le pouvoir d'achat a bénéficié de la décreue du chômage et de la baisse des prix du carburant.

L'exemple de la zone euro: un cycle biaisé. Le parcours du MSCI EMU (cf. graphique 4) est différent de son homologue américain puisque le Vieux Continent a subi deux récessions sur la période au lieu d'une seule (crise financière de 2008-2009 puis crise souveraine de 2011-2012). Dès lors, si les deux marchés ont connu des évolutions assez semblables lors des deux premières phases du cycle (effondrement puis rebond initial -42 % et +33 % en zone euro versus -43 % et +52 % aux États-Unis), en revanche, le rebond de la zone euro, amorcé au printemps 2009, a vite plafonné (été 2010) pour retomber dès le printemps 2011. Au total, du 30 juin 2010 au 25 juillet 2012, la zone euro a cédé du terrain (-12 %) alors que Wall-Street s'envolait (+30 %). Ce n'est finalement qu'à partir du 26 juillet 2012 et le fameux « *Whatever it takes* » de M. Draghi que le MSCI EMU, avec six mois d'avance sur la reprise économique effective, s'est libéré avec +74 % du 25 juillet 2012 au 31 mars 2015 contre +55 % pour le MSCI USA sur la même période. En revanche, après la nouvelle phase d'assouplissement monétaire et le pic de croissance observé au printemps 2015, les actions de la zone euro ont renoué avec une phase plus attentive (-14 % pour le MSCI EMU contre +2 % aux États-Unis). Au-delà des spécificités de son calendrier, les logiques sectorielles de la zone euro (cf. graphique 5) sont, à quelques nuances près, voisines des États-Unis ; à savoir une nette surperformance des défensives (télécom, consommation courante, santé) en début de récession puis des cycliques (financières, industrielles) au moment de la reprise. À noter toutefois que lors de la crise souveraine, la consommation discrétionnaire — dont on aurait pu s'attendre à ce qu'elle sous-performe — a tiré son épingle du jeu grâce à la croissance salvatrice des pays émergents. De même, si certains secteurs défensifs, comme la santé ou la consommation courante furent plébiscités, d'autres, comme les utilities et les télécom subirent une correction quasi analogue à celle des financières.

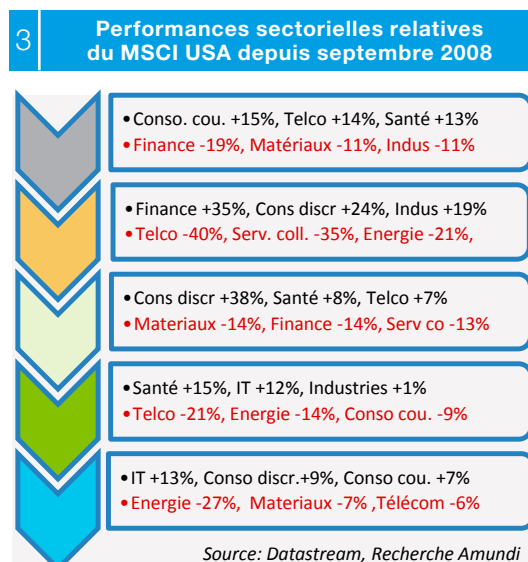
L'environnement macroéconomique de 2017 et au-delà

Selon notre scénario central, la croissance globale 2017 serait en très légère hausse par rapport à 2016 (+3,2 % vs. +3,0 %). Cette quasi-stabilité apparente masquerait en revanche **trois dynamiques différentes** : l'arrivée à son pic de la reprise cyclique des pays développés, la poursuite de la transition en Chine, et un

³ Aux États-Unis, les caractéristiques du secteur IT sont assez proches de celles de la consommation discrétionnaire du fait de valeurs comme Apple ou Microsoft, alors qu'en Europe, avec SAP ou Amadeus..., elles s'apparentent davantage aux industrielles.



“ En 2016, le rebond des prix du pétrole l'a emporté sur les autres aspects ”



Novembre 2016

rebond progressif des autres pays émergents, sous l'impulsion des producteurs de matières premières. **Par ailleurs, parmi les pays développés, l'inflation apparente devrait nettement progresser** (+1,7 % vs. +0,8 % en 2016 et +0,2 % en 2015) du fait des effets de base très défavorables des cours du brut. De son côté, toujours très contenue, l'inflation sous-jacente devrait cependant accélérer au fil du redressement du marché de l'emploi. **Dès 2018, la croissance mondiale devrait toutefois s'essouffler.** Tant parmi les pays développés qu'en Chine, la croissance céderait environ 0,2 points. Les autres pays émergents demeurant la seule région du monde où la croissance se maintiendrait, voire, accélérerait.

À plus long terme, sauf accélération de la productivité⁴, la croissance potentielle mondiale devrait se cantonner autour de +3,0 %, dont +1,3 % pour les pays développés et +4,3 % pour les Émergents (Chine comprise). Cette croissance lente, bien inférieure à celle qui prévalait avant la grande crise financière (+4,1 % en moyenne de 1997 à 2007, dont + 2,8 % pour les pays développés) ne signifie pas pour autant la disparition des cycles. Certes, à la différence d'un cycle classique, le ressort de l'investissement ne s'est guère tendu, d'où un risque de décompression limité en cas de crise. En revanche, l'attrition rapide de la croissance potentielle des pays développés a rendu ces économies plus vulnérables aux moindres variations (taux d'intérêt, taux de change, cours des matières premières...).

Au final, huit ans après la grande crise financière, l'économie mondiale demeure convalescente. Dans ce contexte, la légère accélération attendue en 2017 doit être relativisée, s'apparentant vraisemblablement plus à un « mini-cycle » qu'à un cycle classique. En d'autres termes, les tensions sur les taux d'intérêt et les rotations sectorielles pro-cycliques que l'on commence à observer sont probablement plus transitoires que véritablement pérennes.

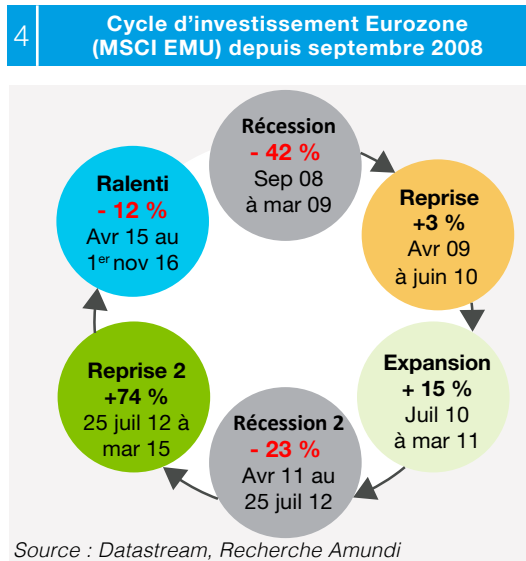
Nos convictions sectorielles pour demain

Comme vu précédemment, cycles d'investissement et performances sectorielles sont intimement liés – surperformance des secteurs cycliques en début de cycle, puis défensifs en fin de cycle – même si de temps à autre des facteurs transversaux inédits viennent biaiser les schémas classiques.

S'agissant des États-Unis, ceux-ci ont opéré un cycle complet depuis septembre 2008 et se retrouvent depuis la fin du **Tapering** (octobre 2014) dans cette fameuse phase de « **ralentissement** » où la croissance est demeurée positive mais n'a cessé de décélérer (+5 % T/T annualisé au T3 2014, +1,4 % au T2 2016). En théorie, la phase suivante devrait être la « **récession** », ce qui commanderait une rotation sectorielle plus défensive. Mais, dans la pratique, la récession ne semble pas imminente. En effet, à court terme (second semestre 2016), la croissance américaine devrait ponctuellement accélérer (retournement positif de l'effet stock et du commerce extérieur). Puis, après le pic du S2 2016 (>2,5%), celle-ci devrait se maintenir aux environs de +2 % en 2017 avec, toujours, la consommation des ménages comme moteur principal. Par ailleurs, la séquence post-électorale américaine suggère un peu plus de dépenses budgétaires, ce qui va dans le sens d'une prolongation de la reprise. Au final, le « **ralentissement** » observé de mi-2015 à mi-2016, plutôt que de se muer en « **récession** » devrait d'abord connaître un **nouvel élan**, du moins sur la première partie de 2017.

En effet, à court terme (second semestre 2016), la croissance américaine devrait ponctuellement accélérer (>2,5% au S2 2016) pour des motifs antérieurs à l'élection présidentielle (retournement positif de l'effet stock et du commerce extérieur). Au-delà, en 2017 et 2018, elle devrait se maintenir aux environs de 2,2 %, soit légèrement au-delà de la croissance potentielle (+1,8 %). L'application même partielle du programme de D. Trump étant propice à la consommation et aux investissements d'infrastructure, ceci suggère une prolongation de la reprise. Au final, le « **ralentissement** » observé de mi-2015 à mi-2016, devrait plutôt se muer en **nouvel élan** avant de plafonner.

⁴ À l'exception de brèves périodes - fin des années 80, seconde moitié des années 90 - on observe une dégradation quasi-continue de la productivité des économies développées depuis 50 ans...



“ 2017 pourrait connaître deux phases distinctes ”

5 Performances sectorielles relatives du MSCI EMU depuis septembre 2008

• Telcos +29%, Conso. Cou +21%, Santé +19%
• Finance -17%, Matériaux -8%, IT -7%
• Indus. +26%, Matériaux +25%, Finance +19%
• Telcos -35%, Serv col -31%, Energie -24%
• Cons. discr +10%, Matériaux 8%, Energie +8%
• Conso cou -12%, Santé -7%, Finance -6%
• Santé 43%, Cons. cou 34%, Cons. discr 16%
• Finance -22%, Serv col -18%, Telcos -15%
• Finance +41%, Cons Discr +27%, IT +9%
• Energie -61%, Serv col -30%, Matériaux -22%
• IT +14%, Cons cou +11%, Indus. +8%
• Finance -10%, Santé -6%, Telcos -4%

Source : Datastream, Recherche Amundi

Novembre 2016

- Pour les six à neuf mois à venir, ceci suggère donc une allocation sectorielle relativement offensive (cf. graphique 6). Son calibrage précis dépendra toutefois des capacités et des marges de manœuvre de D. Trump. Le Président nouvellement élu étant en effet notoirement plus protectionniste et interventionniste que la plupart des délégués de son parti. Alors que les prochains mois pourraient s'avérer porteurs, le second semestre 2017 devrait en revanche s'avérer plus incertain. L'état de grâce propre à tout nouveau président toucherait à sa fin. Les négociations budgétaires entre la Maison blanche et le Congrès et/ou les négociations commerciales internationales pourraient prendre une tournure délicate. Le débat sur le Brexit et celui sur le **Tapering** de la BCE pourraient ressurgir. Le moment venu, nous opterions alors pour une allocation plus diversifiée. Mais d'ici là, on retiendra un scénario où, fût-ce au prix de concessions mutuelles, D. Trump et le Congrès sauront composer...
- Si on considère dès lors que la conjoncture des prochains mois sera plutôt porteuse, que l'inflation et les taux longs US devraient légèrement s'accroître, **ceci milite clairement en faveur des financières**; les valeurs bancaires étant sensibles à la réduction des prêts non performants et positivement corrélées à la hausse des taux. Par ailleurs, la régulation financière beaucoup plus restrictive mise en place depuis 2008, comme la loi Dodd-Frank, pourrait être considérablement allégée. À rebours des valeurs bancaires, l'immobilier pourrait pâtir de la hausse des taux.
- Les secteurs **cycliques classiques** comme l'industrie devraient également très bien s'accommoder de cette période de reflation, d'autant que le volontarisme budgétaire affiché ouvrirait de nouvelles opportunités. S'agissant de **l'énergie** et des **matériaux de base**, ces secteurs cycliques **retardés** ont fait une belle remontée depuis le début de l'année mais affichent toujours la pire performance depuis deux ans. Alors que leur redressement devait accélérer en 2017, la victoire de Trump – très réticent à l'égard des normes environnementales – donnera un coup de pouce supplémentaire au secteur minier (charbon, minerai de fer...), aux énergies conventionnelles (charbon, gaz, pétrole...) et aux matériaux de base (ciment, verre plat, fer à béton...).
- À l'inverse, dans un contexte assez porteur et de légère remontée des taux, **des secteurs relativement défensifs et pourvoyeurs de rendement, comme les utilities (+3,8 % de DY) et les télécom (+4,6 % de DY), vont devenir moins attractifs.**
- Reste le cas particulier de la santé. Depuis le début de l'année, ce secteur a été malmené suite aux prises de positions très fermes de H. Clinton quant à l'encadrement du prix des médicaments. Par ailleurs, encore récemment, de nombreux groupes pharmaceutiques soulignaient le climat de concurrence accrue et de durcissement des conditions de remboursement qui sévissaient aux États-Unis. La victoire inattendue de D. Trump engendrera un mouvement de rattrapage. Ce rattrapage pourrait toutefois n'être que provisoire. Dans une configuration relativement pro-cyclique, il semble en effet improbable qu'un secteur comme la santé surperforme durablement d'autant qu'une remise en cause de l'Obamacare ne serait qu'un pis-aller.

S'agissant de la zone euro – la conjoncture et les cycles financiers européens étant trop peu homogènes depuis le référendum sur le Brexit et la chute de la livre, pour continuer à raisonner de façon globale – **cette dernière est bien moins avancée que les États-Unis dans son cycle de reprise.**

Après deux épisodes de récession entre 2008 et 2012, elle a toutefois retrouvé le chemin de la croissance depuis le T2 2013, enchaînant quatorze trimestres consécutifs de croissance depuis. Après +1,5 % attendu en 2016, **cette « mini-reprise » cyclique devrait se poursuivre en 2017 (+1,3 %) et 2018 (+1,3 %).** La zone euro ne serait cependant pas en mesure d'accélérer du fait de la dissipation des effets positifs du pétrole bon marché et de l'euro faible. De même, si l'inflation générale remonte au S1 2017, du fait des effets de base sur l'énergie, l'inflation sous-jacente demeurera très en deçà de la cible de la BCE du fait de la mollesse du marché de l'emploi, hors Allemagne. **Par ailleurs, le calendrier politique des prochains mois** (montée du populisme, référendum en Italie, élections en France et en Allemagne, poursuite des négociations sur le Brexit...) s'annonce extrêmement délicat.

6	MSCI USA : préférences sectorielles à 6/9 mois
+	• Financières, Industrielles, Énergie, Matériaux de base
Neutre	• Santé, IT, Conso. courante et Conso. discrétionnaire
-	• Immobilier, Télécom, Services Collectifs

“ Aux États-Unis, les secteurs cycliques devraient continuer de surperformer sur la première partie de 2017 ”

Novembre 2016

Dans ce contexte de croissance mal affermie, de faible pression inflationniste et de fragilité du projet européen, **la BCE devrait conserver un biais accommodant**. Après différents élargissements de son dispositif, ses marges de manœuvre se sont cependant réduites. Les **taux d'intérêt négatifs** étant de plus en plus décriés, il semble improbable que la BCE aille plus loin en ce sens. Réciproquement, **le débat sur un prochain Tapering** qui s'est ouvert ces dernières semaines **semble également prématuré**. En tout état de cause, le dispositif en place, qui vient à échéance en mars prochain, sera vraisemblablement prolongé quelque mois de plus et, tout au plus, modifié à la marge. A priori, une inflexion monétaire plus restrictive ne devrait donc pas survenir avant l'automne 2017.

Au plan sectoriel, cette conjonction de croissance molle, d'incertitudes politiques et de faibles marges de manœuvre, tant au plan monétaire que budgétaire incite à **une allocation moins pro-cyclique qu'aux États-Unis** mais **relativement diversifiée**. Cette allocation diversifiée mettra notamment l'accent sur l'un ou (et) l'autre des aspects suivants : une large exposition extra-européenne, des résultats soutenus et une sensibilité positive à la hausse des taux.

Concernant le premier aspect, **un mix-géographique largement extra-européen**, il s'agit là de capter la lame de fond des économies émergentes et le rebond américain tout en se prémunissant de l'apathie de la zone euro et de l'imbroglio consécutif au Brexit. De ce point de vue, qu'ils soient cycliques ou défensifs, des secteurs comme **les matériaux de base** (53 % des ventes hors d'Europe contre 41 % pour la moyenne du MSCI Euro), **l'IT** (59 %) et **l'alimentation boisson tabac** (68 %) semblent pertinents.

Concernant les résultats, **ce critère est appelé à gagner en importance**, car les ratios de valorisation se sont tendus et les perspectives de baisse de baisse des taux longs, hors épisodes ponctuels de stress, provisoirement tarées. Cette thématique bénéficiaire devrait porter les **matériaux de base, l'alimentation boisson tabac, l'IT et l'énergie**, dont les prévisions de résultats 2017 s'inscrivent en hausse respective de +11 %, +17 %, +21 % et +35 % contre +7 % en moyenne pour l'ensemble des autres secteurs, hors financières.

Le cas des financières est particulier. Ce secteur, qui pèse à lui seul 18,6 % de la capitalisation totale du MSCI EMU, est réparti en **trois sous-secteurs d'inégale importance** : bancaires (11,0 %), assurances (6,2 %) et financières diversifiées (1,4 %). **Ce secteur a payé un lourd tribut à la crise**, avec une baisse cumulée de ses BPA de -62 % depuis fin 2007, dont -72 % pour les banques, contre 48 % pour l'ensemble du MSCI EMU. **Par ailleurs, ce secteur est relativement domestique**, avec seulement 30 % de son CA hors d'Europe, dont 23 % pour les seules banques. **Selon le consensus IBES, les résultats des financières devraient rebondir de +16 % en 2017** dont +6 % pour l'assurance, +13 % pour les bancaires et +26 % pour les diversifiées. Ce rebond maintes fois annoncé pourrait s'avérer de nouveau prématuré. Il n'empêche qu'entre le coup d'arrêt à la baisse des taux d'intérêt qui semble se dessiner et l'espoir de parvenir à une solution pérenne concernant les problèmes spécifiques des banques italiennes et de la Deutsche Bank, il sera difficile de demeurer à l'écart du secteur au cours des prochains mois. Ce regain d'intérêt devrait plus particulièrement concerner les banques ; les BPA des assurances, davantage préservés, étant moins susceptibles de rebondir. Par ailleurs, le rendement pourtant attractif des assurances risque de passer au second plan lors de la première partie de l'année.

À l'autre bout du spectre, **l'immobilier, les télécom ou les utilities sans véritable dynamique bénéficiaire et vulnérables à la moindre tension sur les taux, devraient faire pâle figure** sur la première partie de l'année. La **santé** également, pourtant éminemment internationale avec 69 % de ses ventes hors d'Europe, mais mal placée sur le plan des bénéfices, risque de demeurer pénalisée pendant quelques mois. C'est pourquoi, comme aux États-Unis, nous préférons la garder en réserve pour quand la thématique « Qualité » ressurgira.

Entre les deux extrêmes, l'industrie et la consommation discrétionnaire, qui ressortent honorablement aussi bien en matière d'exposition hors Europe (tous deux à 51 %) que sur le plan de la progression bénéficiaire (+9 et +13 %) **devraient figurer en milieu de tableau**.

7 MSCI EMU : préférences sectorielles à 6/9 mois	
+	• Banques, Fin.div., • Énergie, Matériaux de base, IT • Alimentation. Bois. Tabac,
Neutre	• Santé, Assurance, Industrielles, Conso. discrétionnaire, Dist. Al.
-	• Immobilier, Télécom, Services Collectifs



En zone euro, l'allocation sera plus diversifiée qu'aux États-Unis





Tendances à long terme Les Mappings sur les actions internationales

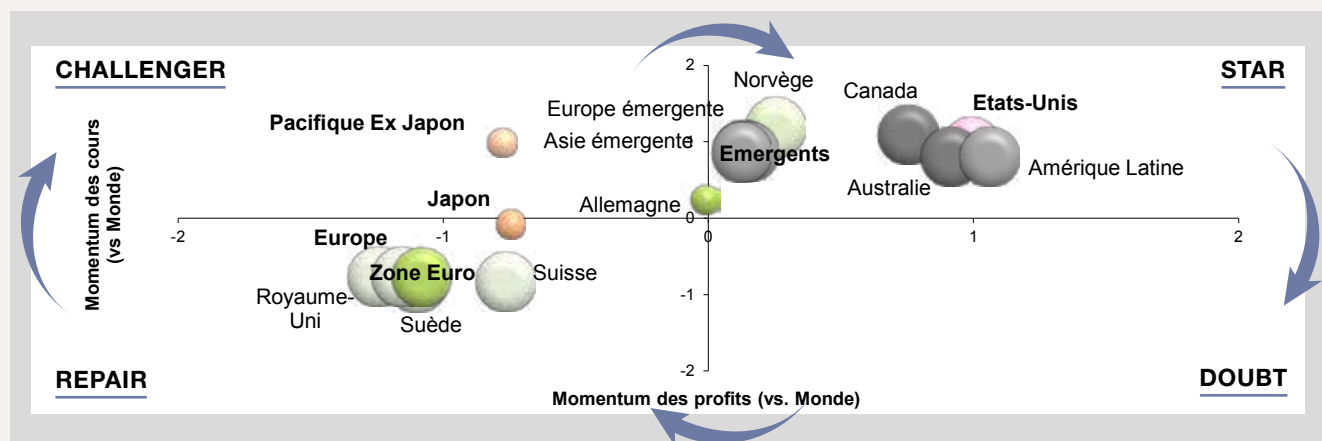
ÉRIC MIJOT, Stratégie et Recherche Économique

Ces *Mappings* sont des outils d'aide à la décision. Leur but est de positionner les marchés les uns par rapport aux autres, un peu comme on prendrait une photographie de la situation existante. Ce qui permet de dégager des problématiques et de suggérer des réponses objectives.

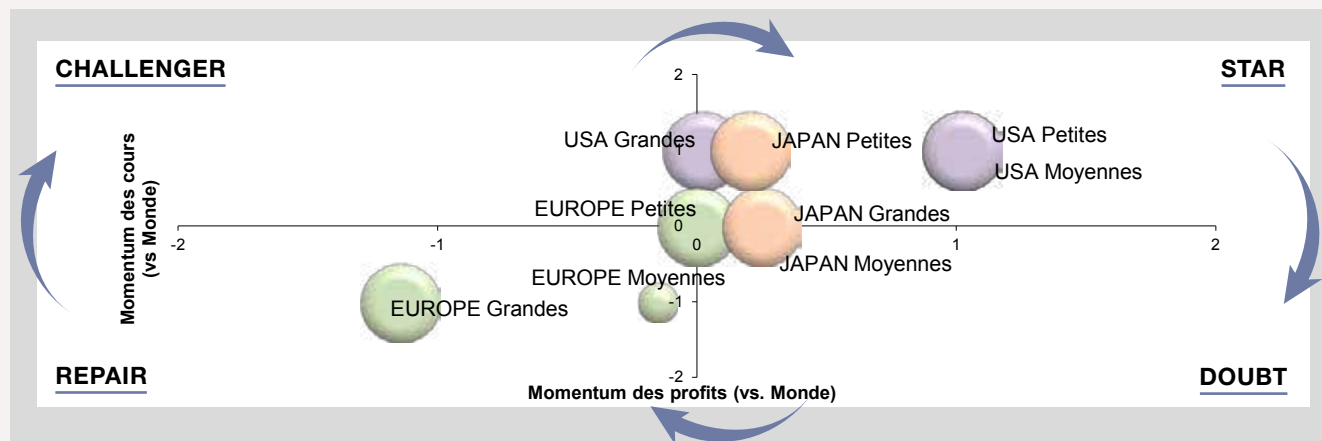
Méthodologie

Les marchés actions sont positionnés selon 3 axes. L'axe horizontal s'intéresse au *momentum* des profits (indices de profits et net up), l'axe vertical au *momentum* des cours (indices boursiers et flux) et la taille des cercles à la valorisation (PER et PBV). Ces trois dimensions sont mesurées en dollar et en relatif au MSCI Monde. Enfin, les couleurs font référence à des zones géographiques (USA, Asie, EMU, Europe ex EMU, GEM), ou à des groupes sectoriels (financières, cycliques, matières premières, défensives). Comme les cours anticipent les profits, le sens de rotation naturel est celui des aiguilles d'une montre.

Le **Mapping global** positionne encore les **Etats-Unis** en STAR. Ils se sont fait rejoindre par les **marchés émergents**. Les marchés d'**Amérique Latine**, le **Canada** et l'**Australie** ont été précurseurs (rebond des matières premières) et sont maintenant rejoints par l'**Europe** et l'**Asie émergentes**. L'**Europe développée** et le **Japon** sont à la traîne (REPAIR). Les profits ont été pénalisés par les devises et les déboires des banques. Leur capacité de rebond est donc non négligeable à la condition que ces obstacles soient levés.

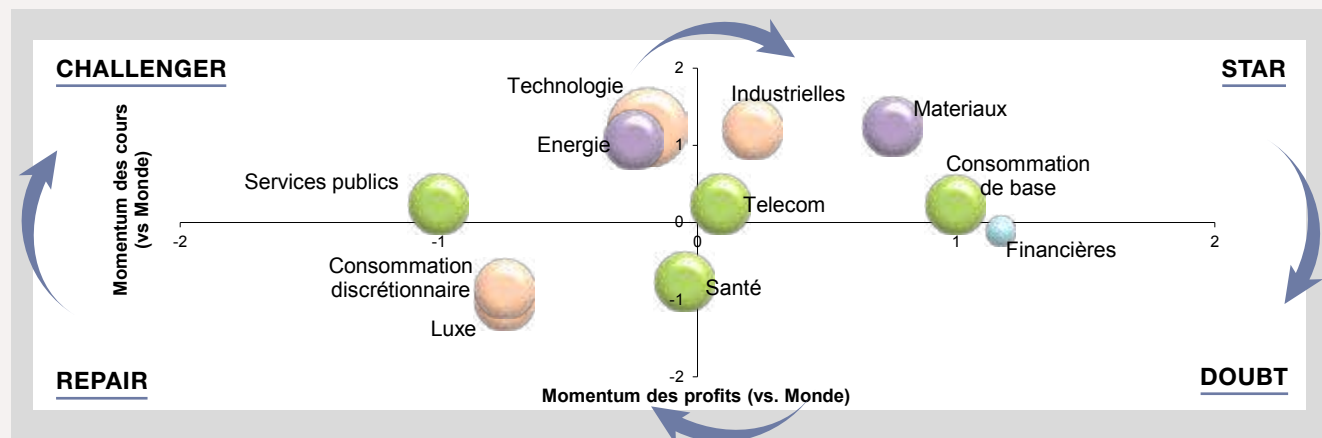


Le **Mapping global par taille** fait ressortir que pour chaque région du monde développé, les **petites valeurs** sont en avance sur les **grandes valeurs**, si on considère le sens de rotation des aiguilles d'une montre. Cela exprime un mouvement global vers des thématiques à la fois plus cycliques et domestiques. Un mouvement intéressant à noter alors que le tout début d'année est souvent propice aux petites valeurs.



Novembre 2016

Le **Mapping sectoriel global** fait aussi ressortir une plus forte appétence pour les secteurs cycliques : **matériaux de base, énergie, industrielles et technologie** (secteurs en STAR ou proches de l'être). Viennent ensuite les **secteurs défensifs (en vert)**, qui pourraient revenir sur le devant de la scène ultérieurement. Parmi eux, **la santé** est survendue et pourrait constituer une opportunité après les élections américaines. La position des **financières** (DOUBT) est influencée par le poids des financières américaines. On remarquera qu'elles sont très peu chères (petite taille du cercle) par opposition au secteur de la Technologie (grande taille).



• STAR (en haut à droite)

Les marchés surperforment pour une bonne raison puisque les profits surperforment aussi les profits ailleurs dans le monde. Plus la taille du cercle est grande, plus le marché prend en compte cette situation et le potentiel se réduit.

• DOUBT (en bas à droite)

Les marchés sous-performent mais les profits résistent encore. Est-ce temporaire ?

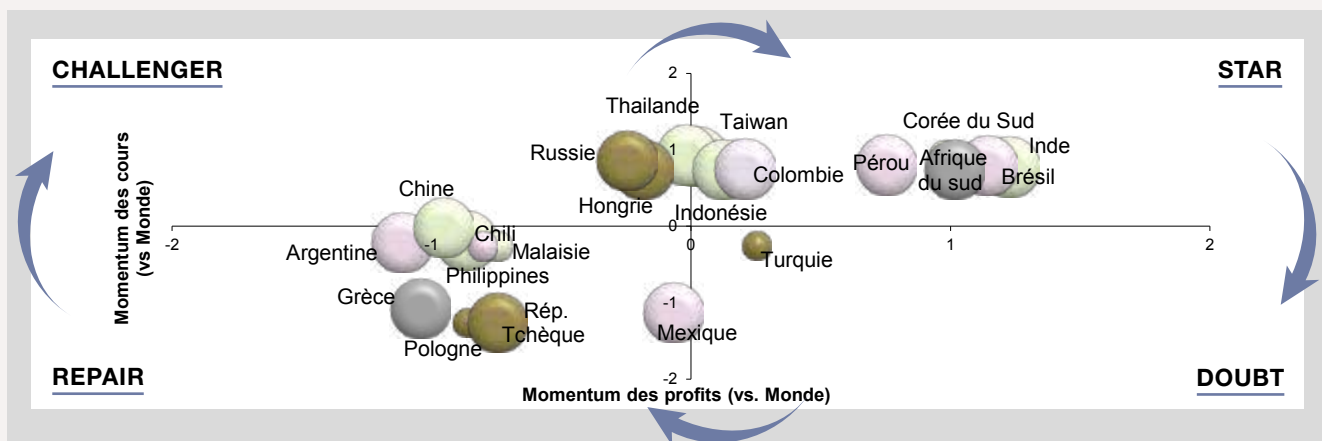
• REPAIR (en bas à gauche)

Les marchés sous-performent pour de bonnes raisons puisque les profits sous-performent aussi. Plus la taille du cercle est petite, plus le risque est pris en compte et le potentiel augmente. Attention cependant aux « Value Trap » !

• CHALLENGER (en haut à gauche)

Les marchés surperforment mais les profits ne suivent pas encore. Est-ce le début d'une nouvelle tendance ?

Le **Mapping émergent** fait bien ressortir la dynamique de ces derniers mois, qui part de la zone REPAIR pour aller vers la zone STAR. On visualise en STAR les marchés liés aux matières premières (**Brésil, Pérou, Colombie, Afrique du Sud**). La **Russie**, encore en CHALLENGER, s'en approche aussi. Le cas du **Mexique** est particulier ; il a été pénalisé par l'impact de l'élection américaine sur sa devise ; si certains marchés asiatiques (**Inde, Corée, Taiwan, Thaïlande et Indonésie**) ont réussi à se glisser parmi les vainqueurs, la **Chine** reste encore en retrait (entre REPAIR et CHALLENGER).



Novembre 2016

Annexe

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques — Amundi								
Moyennes annuelles (%)	Croissance réelle du PIB (GA %)				Inflation (IPC, GA %)			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
États-Unis	2,6	1,5	2,0	2,2	0,1	1,3	2,5	2,3
Canada	1,1	1,2	1,9	1,9	1,1	1,9	2,1	1,5
Japon	1,0	0,6	0,7	1,1	0,8	-0,1	0,8	1,1
Zone euro	2,0	1,6	1,3	1,3	0,0	0,3	1,3	1,2
EMU-Pays du Nord*	1,4	1,5	1,3	1,4	0,2	0,5	1,3	1,6
EMU-Pays du Sud**	3,3	1,8	1,6	1,4	-0,2	-0,1	1,1	1,2
Allemagne	1,5	1,7	1,4	1,5	0,1	0,4	1,5	1,3
France	1,3	1,2	1,2	1,2	0,1	0,3	1,2	1,0
Italie	0,8	0,9	1,1	1,2	0,1	0,0	1,1	1,0
Espagne	3,2	3,1	1,8	1,1	-0,5	-0,4	1,3	1,1
Royaume-Uni	2,2	1,7	1,0	1,5	0,1	0,7	2,5	1,9
Europe Émergente	-0,1	1,1	2,0	2,4	9,3	5,3	4,8	4,7
Russie	-3,7	-0,7	1,0	1,8	15,5	7,6	5,5	5,0
Turquie	4,0	2,6	3,0	3,0	7,7	8,0	7,8	7,6
Asie ex-Japon	6,2	6,0	5,9	5,7	2,4	2,3	2,5	2,5
Chine	6,9	6,7	6,4	6,0	1,4	1,2	1,5	1,4
Inde	7,6	7,5	7,6	7,6	5,2	5,4	5,2	5,2
Corée du Sud	2,6	2,6	2,7	2,7	0,7	1,2	1,2	1,2
Indonésie	4,8	5,0	5,2	5,2	6,4	4,5	4,5	4,5
Australie	2,4	2,9	2,7	2,9	1,5	2,5	2,1	1,7
Amérique Latine	-0,1	-0,2	1,1	2,0	5,4	9,6	7,5	5,0
Brésil	-3,8	-2,5	-0,5	1,4	9,0	8,0	6,0	5,5
Mexique	2,5	2,0	2,0	2,2	2,7	2,8	3,0	3,0
Afrique & Moyen Orient	3,3	2,2	2,6	3,0	4,5	5,3	6,0	4,6
Afrique du Sud	1,3	0,8	1,0	1,2	4,6	6,4	6,0	5,5
Pays Industrialisés	2,1	1,5	1,6	1,7	0,2	0,8	1,8	1,7
Pays Émergents	4,2	4,1	4,4	4,5	4,0	4,0	3,9	3,3
Monde	3,3	3,0	3,2	3,3	2,4	2,6	3,0	2,6

Source : Recherche Amundi

Dernière mise à jour : 11-2016

* Allemagne, Autriche, Belgique, Pays-Bas, France, Finlande, ** Espagne, Italie, Grèce, Portugal, Irlande.

Prévisions de change								
	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015	16/11/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2017	Amundi + 12m.	Consensus T4 2017
EUR/USD	1,38	1,21	1,09	1,07	1,05	1,09	1,10	1,11
USD/JPY	105	120	120	110	115	106	110	108
GBP/USD	1,66	1,56	1,47	1,25	1,17	1,23	1,22	1,27
USD/CHF	0,89	0,99	1,00	1,00	1,00	1,01	0,95	1,00
USD/NOK	6,07	7,50	8,85	8,45	8,29	8,21	7,73	8,04
USD/SEK	6,42	7,83	8,43	9,19	9,05	8,63	8,45	8,35
USD/CAD	1,06	1,16	1,39	1,35	1,40	1,33	1,45	1,29
AUD/USD	0,89	0,82	0,73	0,75	0,75	0,74	0,70	0,74
NZD/USD	0,82	0,78	0,68	0,71	0,70	0,70	0,70	0,70
USD/CNY	6,05	6,20	6,49	6,87	7,10	6,85	7,20	6,90
USD/INR	61,86	63,12	66,16	67,84	70,00	67,61	70,00	67,00
USD/BRL	2,36	2,66	3,96	3,43	3,40	3,40	3,40	3,40
USD/MXN	13,10	14,74	17,27	20,43	20,00	18,50	19,50	18,35
USD/RUB	32,86	60,00	73,03	65,38	63,00	63,81	60,00	63,00
USD/TRY	2,15	2,34	2,92	3,32	3,40	3,23	3,60	3,30
USD/ZAR	10,47	11,57	15,50	14,28	14,30	14,59	14,40	15,00

Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Novembre 2016

Annexe

Prévisions macroéconomiques et financières

Taux 2 ans										
	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015	16/11/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2017	Forward + 6m	Amundi + 12m.	Consensus T4 2017	Forward + 12m
États-Unis	0,36	0,63	1,04	0,99	0,80/1,00	1,10	1,32	1,40/1,60	1,34	1,56
Allemagne	0,20	-0,08	-0,34	-0,63	-0,60/-0,40	-0,58	-0,57	-0,60/-0,40	-0,52	-0,50
Japon	0,10	-0,03	-0,05	-0,10	-0,40/-0,20	-0,31	-0,04	-0,40/-0,20	-0,37	0,03
Royaume-Uni	0,57	0,51	0,65	0,22	0,00/0,20	0,30	0,33	0,00/0,20	0,38	0,54

Taux 10 ans										
	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015	16/11/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2017	Forward + 6m	Amundi + 12m.	Consensus T4 2017	Forward + 12m
États-Unis	3,01	2,17	2,27	2,25	2,40/2,60	1,92	2,39	2,20/2,40	2,13	2,53
Allemagne	1,94	0,54	0,63	0,32	0,20/0,40	0,29	0,44	0,20/0,40	0,41	0,54
Japon	0,74	0,33	0,25	0,03	0	-0,07	0,07	0	-0,06	0,11
Royaume-Uni	3,03	1,76	1,96	1,41	1,40/1,60	1,38	1,58	1,40/1,60	1,56	1,72

Écart de taux 10 ans										
	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015	14/11/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2017	Forward + 6m	Amundi + 12m.	Consensus T4 2017	Forward + 12m
France	63	30	35	43	40	45	42	30	52	44
Italie	215	134	97	171	150	145	172	130	152	179
Espagne	220	107	115	120	110	105	124	100	116	129
Pays-Bas	29	14	14	15	15	/	15	15	/	14
Autriche	34	17	17	27	25	/	26	25	/	29
Finlande	21	11	11	18	15	/	23	15	/	25
Belgique	62	29	29	36	30	/	42	30	/	48
Irlande	150	70	70	63	80	/	71	100	/	81
Portugal	425	215	215	332	350	/	351	350	/	402

Source : Recherche Amundi



Novembre 2016

Annexe

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions de taux directeurs								
	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015	14/11/2016	Amundi + 6m.	Consensus T2 2017	Amundi + 12m.	Consensus T4 2017
États-Unis	0,25	0,25	0,50	0,50	0,75	0,90	1,25	1,10
Zone euro	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	0,10	0,10	0,10	-0,10	-0,20	-0,10	-0,30	-0,10
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,20	0,00	0,25
Canada	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,45	0,25	0,55
Australie	2,50	2,50	2,00	1,50	1,50	1,30	1,25	1,30
Suède	0,75	0,00	-0,35	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40
Norvège	1,50	1,25	0,75	0,50	0,50	0,45	0,50	0,50
Suisse	0,00	-0,25	-0,75	-0,75	-0,75	-0,76	-0,75	-0,74
Chine	6,00	5,60	4,35	4,35	4,35	4,20	4,35	4,10
Inde	7,75	8,00	6,75	6,25	6,00	6,00	5,75	5,95
Brésil	10,00	11,75	14,25	14,00	13,00	11,85	12,00	10,90
Mexique	3,50	3,00	3,25	4,75	5,25	5,15	5,50	5,40
Russie	5,50	17,00	11,00	10,00	9,25	9,05	8,25	8,20
Turquie	4,50	8,25	7,50	7,50	7,50	7,65	7,50	7,70
Afrique du Sud	5,00	5,75	6,25	7,00	7,00	7,15	7,00	7,05

Source : Recherche Amundi



NOTES

[illegible]

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

Contributeurs

AMELI-RENANI ABBAS, *Stratégie Dette émergente – Londres*AINOUZ VALENTINE, *Stratégie Crédit – Paris*BERTONCINI SERGIO, *Stratégie Crédit – Milan*DE BRAY YASMINE, *Analyse Financière – Paris*BUTLER RICHARD, *Analyse Crédit – Paris*BOROWSKI DIDIER, *Recherche Économique – Paris*DRUT BASTIEN, *Stratégie Change et Taux – Paris*FORTES ROBERTA, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*GEORGES DELPHINE, *Stratégie Multi-Asset – Paris*HERVÉ KARINE, *Recherche Économique – Paris*ITHURBIDE PHILIPPE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*JI MO, *Recherche Économique – Hong Kong*LAPEYRE THOMAS, *Analyse Financière – Paris*LETORT VALÉRIE, *Stratégie Change et Taux – Paris*MARTIN EMMANUEL, *Analyse Financière – Paris*MIJOT ÉRIC, *Stratégie Actions – Paris*PARET ANNE-CHARLOTTE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*PERRIER TRISTAN, *Recherche Économique – Paris*WANE IBRA, *Stratégie Actions – Paris*YOSHINO AKIO, *Recherche Économique – Tokyo*

Rédacteur en chef

ITHURBIDE PHILIPPE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI DIDIER, *Recherche Économique – Paris*BUTLER RICHARD, *Analyse Crédit – Paris*MIJOT ÉRIC, *Stratégie Actions – Paris*JI MO, *Recherche Économique – Hong Kong*TAILLEPIED STÉPHANE, *Analyse Financière – Paris*

Conception et support

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

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier