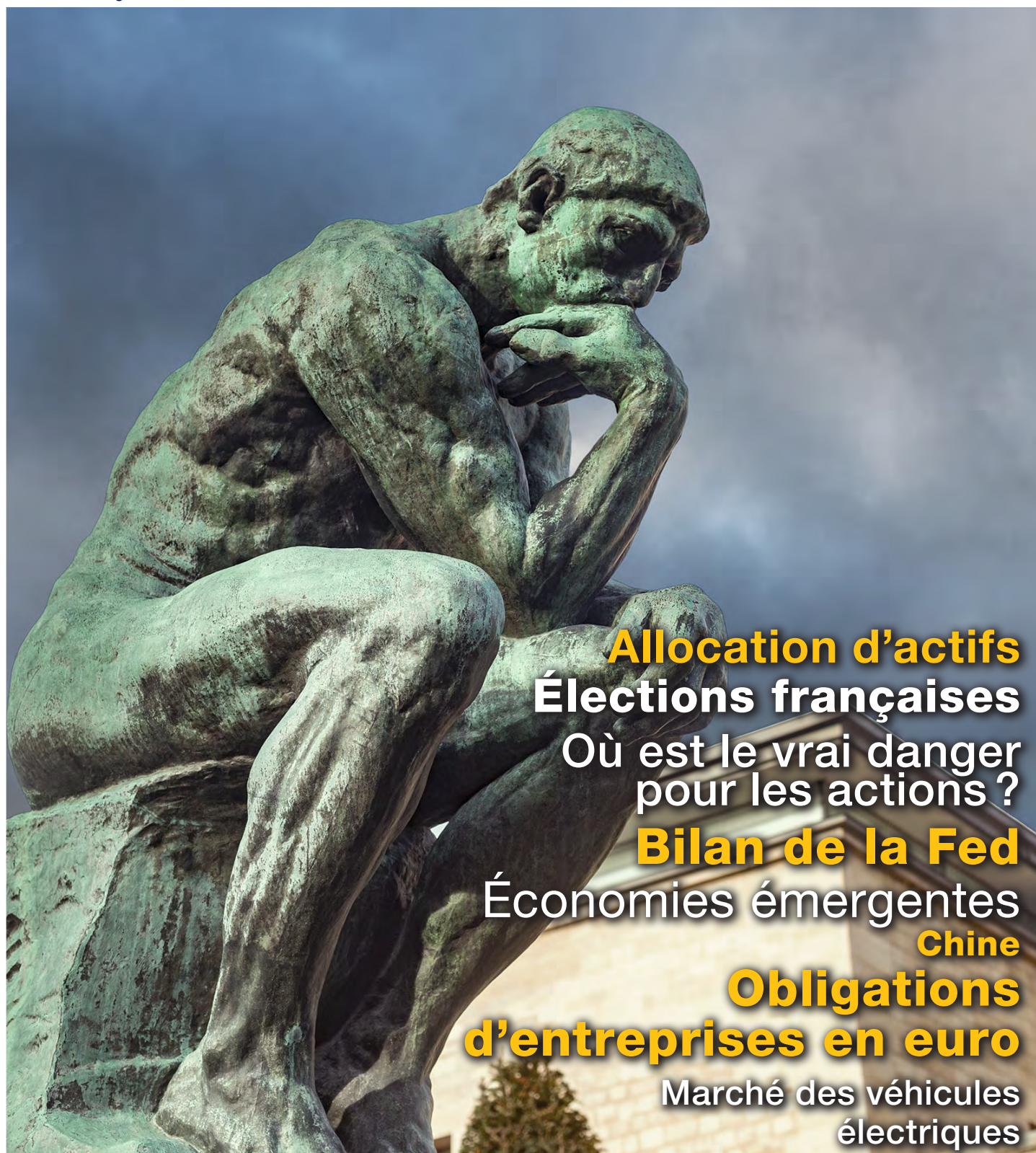


Cross asset investment strategy

Mars 2017

Achévé de rédiger le 14 mars 2017



Allocation d'actifs
Élections françaises
Où est le vrai danger
pour les actions ?
Bilan de la Fed
Économies émergentes
Chine
**Obligations
d'entreprises en euro**
Marché des véhicules
électriques

Mars 2017

Allocation d'actifs

Nos convictions

Page 4

Cette section développe notre scénario central et nos principales convictions. Elle met en avant les grandes orientations de notre allocation d'actifs et présente les stratégies qui caractérisent la structure de nos portefeuilles-types : portefeuilles obligataires, portefeuilles d'actions et portefeuilles diversifiés.

Le thème du mois

Page 8

Élections françaises : état des lieux et décryptage

Ce mois-ci, nous présentons les principaux enjeux et scénarios relatifs aux élections présidentielles et législatives françaises, ainsi que les impacts de marchés les plus probables.

Tableaux récapitulatifs

Page 12

Facteurs de risque

Page 13

Contexte macroéconomique

Page 20

Prévisions macroéconomiques et financières

Page 21

Sommaire

Marchés actions

1 France ou États-Unis : où est le vrai danger pour les marchés d'actions ?

Page 22

Alors que le risque lié aux élections en Europe monte, nous sommes davantage interpellés par la surévaluation du marché leader que sont les États-Unis. Pour schématiser, les marchés d'actions recèleraient un espoir de gain de cinq à dix pourcents, mais les investisseurs désireux d'en profiter auront au-dessus d'eux une épée de Damoclès d'un choc d'une vingtaine de pourcents.

Politiques monétaires

2 Comment se fera la normalisation du bilan de la Fed ?

Page 25

La question de la normalisation du bilan est posée de plus en plus souvent par les membres du FOMC et par les intervenants de marché. Cela est source d'inquiétude pour certains, étant donné l'importance des montants en jeu. Cela dit, la baisse du bilan de la Fed devrait être graduelle et focalisée sur les MBS.

> FOCUS > La mécanique du *Quantitative Easing*

Mars 2017

Marchés émergents

3 Économies émergentes : ne jetons pas le bébé avec l'eau du bain !

Page 28 

L'élection de D. Trump est une nouvelle source d'incertitude pour les économies émergentes qu'il convient toutefois de ne pas surévaluer à ce stade.

4 La Chine est-elle en train de façonner un nouveau cycle d'expansion mondial de trois ans ?

Page 31

Selon nous, la stabilisation de l'économie chinoise, qui va finalement s'étaler entre 2016 et 2018, contribue à l'émergence d'un nouveau cycle d'expansion mondial de trois ans qui, lui aussi, est plus long et plus dynamique que prévu. Ce cycle d'expansion sera clairement favorable aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents. Ces secteurs ont porté leurs fruits en 2016 et devraient encore contribuer aux performances en 2017 et en 2018.

Obligations d'entreprises

5 Obligations d'entreprises en euro : analyse des valorisations

Page 34

Les obligations d'entreprise en euro ont évolué en fonction de la dynamique soutenue des tendances macro et microéconomiques et les *spreads* ont été corrélés à la baisse de la volatilité implicite des actions. Nous avons donc assisté récemment à une dissociation des marchés du crédit par rapport à la dette souveraine, qui a pâti des incertitudes politiques. Après une telle surperformance, nous nous penchons donc sur la question des valorisations et plus particulièrement sur les catalyseurs habituels et les différents segments de la courbe des taux.

> FOCUS > Ré-endettement progressif des entreprises européennes

Éclairage sectoriel

6 In-EV-itable : vers une adoption accélérée du véhicule électrique

Page 39

Les conditions semblent réunies pour une accélération de la pénétration des véhicules électriques : inévitable progrès des batteries, surenchérissement des motorisations conventionnelles, appétit croissant du consommateur et constitution rapide d'une offre plus large.

Allocation d'actifs

Nos convictions

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Pas de changements majeurs sur le plan macroéconomique au cours du mois dernier, mais la confirmation de tendances déjà intégrées dans notre allocation d'actifs. Nous avons cependant retenu plusieurs éléments clés :

- **La croissance économique garde un rythme solide, dans la plupart des pays**, et elle reste tirée par la consommation domestique, mais avec cette fois-ci un léger mieux du côté de l'investissement (plutôt aux États-Unis, en zone euro et au Japon) et du commerce extérieur (essentiellement en Asie). Une attention particulière pour le Brésil et la Russie, deux pays que nous privilégions depuis quelque temps. Le mois dernier a conforté notre point de vue. Non seulement la sortie de récession se confirme au fil des mois pour ces deux pays, mais l'inflation cède du terrain, donnant des marges de manœuvre aux banques centrales pour soutenir encore davantage l'activité économique.
- **La Fed prépare de nouveau les marchés à une hausse des taux d'intérêt, très vraisemblablement en mars**. Elle resserrera sans doute sa politique monétaire deux fois en 2017, et pour la première fois depuis la crise financière, elle sera en ligne avec ses prévisions (les « dots »), non pas parce qu'elle accélère le rythme de hausses des taux, mais plus simplement parce qu'elle a fortement révisé ses ambitions (de hausses des taux). On est bien loin des phases de normalisation monétaire de février 1995 – février 1996 (300 pb en un an) ou de juin 2004 – juin 2006 (+425 pb en deux ans, soit +25 pb toutes les 6 semaines).
- **La situation politique aux États-Unis demeure le point d'attention majeur**, et on a pu constater ces dernières semaines un peu d'apaisement aux États-Unis, avec un Donald Trump, qui ne recherche plus la confrontation avec la Chine et le Japon notamment. On peut même penser que le président américain n'accusera plus la Chine de manipuler son cours de change, ce qui serait une avancée intéressante. Il faut dire que la forte appréciation du RMB, contre USD et en termes effectifs depuis un peu plus de 10 ans montre à quel point la critique de D. Trump a peu de sens. La faiblesse de la monnaie chinoise (la dépréciation accentuée par les craintes de droits de douane, les sorties de capital depuis deux ans, mois après mois, le renforcement des contrôles des capitaux en janvier dernier... tout cela va à l'encontre de ce que recherche l'administration américaine. **Trump va donc, avec une probabilité désormais extrêmement élevée, abandonner aussi bien les droits de douane que la proposition de taxe à l'importation** (« *border tax proposal* »). Cela ne nous surprend guère, car cela n'a jamais fait partie de notre scénario central. On sait par ailleurs qu'il sera difficile de mettre en place des mesures dégradant fortement les finances publiques, mais il est fort probable que les projets d'infrastructures et des mesures fiscales d'importance seront adoptés. La question réside dans leur ampleur. Seront annoncées d'ici deux à trois semaines des mesures fiscales qui pourraient bien s'avérer des « *game changer* ». Nous attendons en particulier une baisse de l'impôt sur les sociétés, qui devrait être ramené de 33 % à probablement 20 %. Une telle mesure serait plus que symbolique, et à plusieurs titres i) d'une part parce que les États-Unis ont un des taux d'imposition sur les profits des sociétés le plus élevé au monde, ii) d'autre part parce qu'une telle mesure aurait pour effet de faciliter et d'encourager le rapatriement des profits, et iii) parce que cela favorisera



La croissance économique garde un rythme solide, dans la plupart des pays, et elle reste tirée par la consommation domestique



La Fed prépare de nouveau les marchés à une hausse des taux d'intérêt, très vraisemblablement en mars



Seront annoncées d'ici deux à trois semaines des mesures fiscales qui pourraient bien s'avérer des « *game changer* »



Mars 2017

également le rapatriement de plans d'investissement sur le territoire américain. Compte tenu des tensions sur le marché de l'emploi, une telle mesure aurait sans doute des conséquences sur les anticipations de pressions – à la hausse – sur les salaires. Une baisse de la fiscalité sera bien évidemment bien mieux acceptée que des hausses de droits de douane: la première favorise la croissance domestique, tandis que les secondes briseraient encore davantage le commerce mondial (déjà en repli) et provoqueraient des risques de représailles de la part d'autres pays (un risque de dévaluation du RMB ?).

- **Si l'on a pu noter un peu d'apaisement aux États-Unis, ce n'est pas vraiment le cas de la situation politique en Europe.** Des tensions supplémentaires sont en effet apparues, des tensions principalement liées aux élections françaises. C'est peu de dire que la France est sous l'œil des projecteurs, et ce même si d'autres élections importantes ont lieu en zone euro. On sait désormais que les **élections générales italiennes** n'auront pas lieu avant le second semestre et que, compte tenu des reports de voix habituels (pas de volonté commune de rejeter les partis dits « extrémistes », le risque de voir le parti « 5 Étoiles » de Beppe Grillo gagner ces élections (comme cela fut le cas pour les villes de Rome et de Turin) est assez élevé. Rappelons toutefois, et c'est important, que si B. Grillo est ouvertement anti-européen, il n'y a pas consensus sur le sujet au sein même de son parti. Matteo Renzi, le précédent premier ministre, ayant tout récemment démissionné de la tête du parti PD, celui-ci doit se reconstruire avant les élections, ce qui ajoute de l'incertitude à cette échéance. En **Allemagne**, où les élections sont prévues à l'automne prochain, le CDU d'Angela Merkel et le SPD de Martin Schulz (l'ancien président du Parlement européen) sont largement en tête, et désormais, au coude à coude, avec 30 % des intentions de vote chacun (il y a deux mois à peine, le CDU récoltait 30 % des intentions de vote, et le SPD 20 %). Aucun risque sur le dossier européen, tant ces deux candidats y sont favorables. En ce qui concerne la **France**, le dossier est bien plus complexe pour au moins trois raisons: 1) les alliances sont en cours de finalisation: les verts (Y. Jadot) ont rejoint les socialistes (B. Hamon) et le centre droit MODEM (F. Bayrou) a rejoint le mouvement « En marche » d'E. Macron 2) la candidature de F. Fillon est devenue compliquée. Ceci modifierait sans doute de façon significative les sondages à venir. Enfin, 3) même si l'élection de Marine Le Pen (Front National) est peu probable compte tenu des reports de voix au second tour, l'obtention d'une majorité présidentielle lors des élections législatives apparaît incertaine. C'est peut-être actuellement le risque le plus important, celui de voir la situation politique bloquée après les élections générales (voir « le thème du mois », page 8).

Au total, nous conservons le positionnement de portefeuilles que nous avons exposé en détail le mois dernier (pour de plus amples informations, s'y référer), avec quelques ajouts :

- **Légère préférence pour les actions européennes** à ce stade, mais perspective d'un rebond aux États-Unis lors de l'annonce des mesures fiscales évoquées ci-dessus. À noter qu'en cas de difficultés politiques en Europe, le dollar s'appréciera davantage (un argument de macro-hedging à ne pas négliger).
- **Les taux longs européens** dépendent bien sûr des indicateurs d'activité économique (plutôt bons en ce moment, y compris en Europe) et d'inflation (plutôt légèrement à la hausse), mais ils dépendent essentiellement des développements sur la politique de D. Trump et des élections européennes en général, et françaises en particulier. Ce dernier facteur est dominant, et il incite à la prudence.
- **Surpondération actions vs obligations souveraines.** Notre optimisme revient doucement car les profits sont plutôt de retour, et le couple croissance plus solide – inflation plus forte n'est pas pour déplaire. L'Europe pourrait enfin tirer son épingle du jeu (euro,

“ France : le risque le plus important est celui de voir la situation politique bloquée après les élections générales ”

“ Réduction du risque envers les dettes de la périphérie de la zone euro et du semi-cœur (France, Pays-Bas notamment) ”

Mars 2017

dividend yield, valorisation, profits à venir, politique de dividende, taux d'équilibre plus bas qu'ailleurs...).

- **Surpondération obligations d'entreprises (notamment Investment Grade) vs. obligations souveraines.** À noter toutefois que les obligations américaines, compte tenu du *releveraging* des entreprises américains, sont plus vulnérables que leurs homologues européennes à toute hausse des taux.

- **Réduction du risque envers les dettes de la périphérie de la zone euro et du semi-cœur (France, Pays-Bas notamment).**

- **Attendre de meilleurs niveaux pour revenir sur le marché des US Treasuries.** Bien avoir en tête que les obligations souveraines américaines revêtent un intérêt particulier pour le portage qu'elles offrent, mais aussi pour les qualités naturelles de *macro-hedging* en cas de difficultés dans le monde émergent, ou en Europe.

- **Ne pas miser sur de fortes remontées de taux longs en zone euro, mais ne pas s'attendre à de meilleurs niveaux durables avant notamment l'échéance électorale française.**

- Jugées intéressantes pour leur valorisation extrêmement faible et leur énorme sous-pondération dans les portefeuilles, nous avons décidé de revenir sur les **obligations indexées sur inflation** au 1^{er} trimestre 2016 du fait des qualités de *macro-hedging* de cette classe d'actifs. Nous sommes désormais investis pour des raisons davantage liées à leurs propres fondamentaux, dont le cycle d'inflation et la meilleure tenue du prix du pétrole (pour les échéances courtes des obligations réelles).

- **Nous continuons de revenir graduellement vers les marchés émergents**, mais nous conservons encore une préférence pour la dette en devise dure vs la dette locale. À moyen terme, les marchés EMG conservent beaucoup d'atouts. Des valorisations attractives, des devises souvent sous-évaluées, des sous-pondérations importantes dans les portefeuilles, des flux de capitaux potentiellement élevés... tout cela justifie de rester positif.

- **Nous conservons notre position longue en USD.** La devise américaine devrait bénéficier à la fois de la décision de la Fed et des mesures fiscales annoncées prochainement.

- **Nous conservons une grande prudence envers le GBP.** Le Brexit représente un risque asymétrique et l'expression la plus naturelle et la plus simple du risque déclaré ou craint) se situe ra sur la devise. En revanche, le GBP représente un macro-hedge intéressant en cas de remous en zone euro. C'est cette qualité du GBP qui nous paraît la plus intéressante actuellement.

- **L'euro devrait conserver une volatilité plus élevée que d'habitude.** Les sondages et élections françaises faisant craindre l'élection d'un parti non européen sont de nature à affaiblir la devise européenne de façon conséquente et durable.

- **S'intéresser à des devises comme la SEK et la NOK redevient intéressant :** non seulement il s'agit de devises européennes hors UE ou UEM, mais en outre elles nous paraissent nettement sous-évaluées à ce stade, avec des politiques monétaires très (voire trop) accommodantes.

- **Les stratégies de macro-hedging sont également conservées.** Le contexte géopolitique mondial, les tensions diplomatiques entre les États-Unis et certains grands pays (Chine en tête) et le contexte politique en Europe justifient quelques mesures de protection. Les marchés des US Treasuries, la volatilité, le cash en USD et les obligations indexées sur inflation sont particulièrement intéressants de ce point de vue. Pour ceux qui miseraient sur des coups de semonce plus sérieux, avoir également des positions longues en or devient indispensable.

“

Ne pas miser sur de fortes remontées de taux longs en zone euro, mais ne pas s'attendre à de meilleurs niveaux durables avant notamment l'échéance électorale française

”

“

Retour graduel vers les marchés émergents

”

“

La position long USD est conservée

”

“

Euro : plutôt faible et volatil

”

“

SEK et NOK, actuellement de bonnes alternatives à l'euro

”

Mars 2017

Le tableau ci-dessous résume nos allocations d'actifs pour des portefeuilles-types obligataires, actions, et diversifiés.

Type de portefeuille		
> Portefeuilles d'actions	> Portefeuilles obligataires	> Portefeuilles diversifiés
<ul style="list-style-type: none"> • Préférence pour les actions zone euro vs US • Choix secteurs Europe <ul style="list-style-type: none"> - Surpondéré: Santé - Neutre: REITs - Sous-pondéré: Banques Grèce et Portugal • Choix secteurs US: <ul style="list-style-type: none"> - Surpondéré: cycliques, financières, Small et Mid cap (thème domestique) - Sous-pondéré: thème commerce mondial, utilities • Marchés émergents: prudence au niveau global. Au sein des pays émergents: <ul style="list-style-type: none"> - Surpondéré: Inde, Pérou, Philippines, Russie, Mexique - Sous-pondéré: Taïwan, Grèce, Turquie, Afrique du Sud, Corée - Neutre: Chine • Positions en devises EMG fortement réduites 	<ul style="list-style-type: none"> • Légère surpondération en actifs risqués • Sous-exposition en obligations gouvernementales US • Surpondération crédit Euro réduite • Surpondération en crédit US • Long financières en Europe (en restant sélectif) • Duration: globalement neutre/short, avec un biais <i>short</i> sur les segments a taux négatifs • Court duration en USD, GBP et JPY • Long en obligations réelles US et Euro • Dettes émergentes: <ul style="list-style-type: none"> - Préférer la dette en devises dures (long USD) - Poche dette en monnaie locale sous-pondérée • Long USD vs EUR et JPY • Peu de positions longues en devises matières premières 	<ul style="list-style-type: none"> • Positions longues « value » et financières en Europe • Globalement positif sur les actions japonaises (hedgées en change) • Peu de positions en devises EMG, en dette locale EMG (et en actions EMG) • Nette préférence pour dette EMG en devises dures • Garder la surpondération en obligations périphériques euro par rapport au cœur • Positions longues govies US (portage et macro-hedging) conservées • Obligations d'entreprises: positif sur HY et IG, notamment aux US • Vues positives sur les <i>breakeven</i> inflation toutes zones



Allocation d'actifs

Le thème du mois

Élections françaises : état des lieux et décryptage

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Les élections françaises représentent un sujet de préoccupation majeur pour les marchés financiers car elles sont emblématiques des tendances actuelles : montée des partis d'extrême droite (respectivement d'extrême gauche) dans les pays du noyau dur de l'UEM (respectivement des pays périphériques), rejet croissant de l'establishment, tentations protectionnistes, hostilité envers l'Europe et/ou les institutions européennes, lutte contre les inégalités, débat sur le partage de la valeur ajoutée (salariés vs. actionnaires...). L'élection d'un candidat anti-européen ou souhaitant réformer l'Europe ou sortir de l'UE en cas d'échec à la réformer (comme le prônent par exemple Marine le Pen ou Jean-Luc Mélenchon) est actuellement perçue (pas totalement à tort, en vérité) comme un vote dans la continuité du Brexit et de l'élection de D. Trump aux États-Unis.

Ce n'est pas du tout notre scénario central, mais il nous semble néanmoins légitime que les primes de risque (*spreads* contre Allemagne, volatilité, CDS...) restent dégradées en attendant d'y voir plus clair. Rappelons également, et c'est très important, que les votes Brexit et élections américaines se déroulent sur un tour unique : celui qui est tête au premier tour est élu. Ce n'est pas du tout le cas des élections françaises, où le second tour est susceptible de rebattre radicalement les cartes. **Le vainqueur du premier tour n'a aucune assurance d'être le vainqueur au second tour : le jeu des alliances et des reports de voix fait toujours la différence.** L'un des objectifs de cette note est d'expliquer tout cela en détail, et de présenter les scénarios en présence.

Rappelons que quatre échéances électorales se profilent :

- Les élections présidentielles (les dimanche 23 avril et dimanche 7 mai 2017).
- Les élections législatives (les dimanche 11 et dimanche 18 juin 2017).

Les candidats à l'élection présidentielle française

Il y a actuellement plus de 50 personnes, qui de façon sérieuse ou un peu plus « fantaisiste », ont déclaré vouloir se présenter à l'élection présidentielle. Mais cela n'est pas aussi simple, car chacun d'entre eux doit récolter les parrainages nécessaires. En effet, pour pouvoir se présenter, un candidat doit réunir 500 signatures d'élus provenant d'au moins 30 départements différents (avec 50 signatures maximum (10 % de signatures) par département). Seuls les élus peuvent apporter leur soutien à une candidature, c'est-à-dire les maires (NB : il y a 36 000 communes en France), les députés, les sénateurs, les parlementaires européens, les conseillers régionaux, les conseillers généraux, les membres de l'Assemblée corse et des Assemblées d'outre-mer. Au total, il y a donc potentiellement plus de 47 000 parrains. La liste des 500 soutiens devra être fournie le 17 mars, à 18 heures au plus tard. Comme pour chaque élection présidentielle, seule une douzaine de personnes seront des candidats officiels, certains n'obtenant pas les parrainages requis, d'autres se désistant au profit de candidats mieux placés.

Parmi les différentes personnalités ayant déclaré officiellement s'être lancées dans la collecte de parrainages, huit d'entre elles ont terminé leur quête et obtenu les 500 soutiens nécessaires. En date du 14 mars, et dans l'ordre alphabétique, il s'agit de :

Nathalie ARTHAUD, candidate officielle de « Lutte Ouvrière », extrême gauche (0,56 % des voix au premier tour de l'élection présidentielle de 2012), 46 ans.

François ASSELINEAU, fondateur de l'Union Populaire Républicaine (UPR), délégué général à l'intelligence économique au ministère de l'Économie et des Finances entre 2004 et 2006, 59 ans.

L'essentiel

Les élections françaises représentent un sujet de préoccupation majeur pour les marchés financiers car elles sont emblématiques des tendances actuelles : montée des partis d'extrême droite (respectivement d'extrême gauche) dans les pays du noyau dur de l'UEM (respectivement des pays périphériques), rejet croissant de l'establishment, tentations protectionnistes, hostilité envers l'Europe et/ou les institutions européennes, lutte contre les inégalités, débat sur le partage de la valeur ajoutée (salariés vs. actionnaires...).

Le seul fait qu'il soit possible d'assister à l'élection d'un candidat anti-européen ou souhaitant réformer l'Europe ou sortir de l'UE est de nature à générer incertitude, volatilité, et dommages pour les marchés financiers (faiblesse de l'euro, écartement des *spreads* de taux contre Allemagne, hausse des niveaux de CDS...), tant la sortie de l'UE est complexe, et parce que le retrait d'un grand pays comme la France sonnerait le glas de la construction européenne. Ce n'est pas notre scénario, mais force est de reconnaître qu'avant les résultats des élections, la probabilité de voir le stress disparaître est quasiment nul.



Les élections françaises représentent un sujet de préoccupation majeur pour les marchés financiers car elles sont emblématiques des tendances actuelles



Mars 2017

Nicolas DUPONT-AIGNAN, candidat du parti « Debout La France » (1,79 % des voix au premier tour de l'élection présidentielle de 2012), 55 ans.

François FILLON, candidat officiel du parti « Les Républicains », ancien Premier ministre (2007-2012), ancien ministre de l'Enseignement supérieur et de la Recherche, ancien ministre des Technologies de l'information et de la Poste, ancien ministre des Affaires sociales, ancien ministre de l'Éducation (sous les présidences de Jacques Chirac et Nicolas Sarkozy), 62 ans.

Benoît HAMON, candidat officiel du « Parti Socialiste », ancien ministre délégué chargé de l'économie sociale et solidaire, ancien ministre de l'Éducation nationale (sous la présidence de François Hollande), 49 ans.

Marine LE PEN, candidate du « Front National » (17,90 % des voix au premier tour de l'élection présidentielle de 2012), extrême droite, 48 ans.

Emmanuel MACRON, Mouvement « En Marche! », ancien ministre de l'Économie de François Hollande, 38 ans.

Jean-Luc MELENCHON, président du parti « Le parti de gauche » récemment rebaptisé « la France insoumise » (est arrivé 4^e au premier tour de l'élection présidentielle de 2012 avec 11,1 % des voix), ancien ministre délégué à l'enseignement professionnel de Lionel Jospin, 65 ans.

Au total, seuls 5 candidats ont des chances d'obtenir plus de 10 % des voix au premier tour des élections présidentielles : Marine Le Pen et François Fillon pour la droite, Benoît Hamon, Emmanuel Macron et Jean-Luc Mélenchon pour la gauche.

Pour les partis de droite, François Fillon et Marine Le Pen sont irréconciliables sur de nombreux sujets, et non des moindres, dont l'Europe, le protectionnisme, la politique d'immigration, et toute alliance pour un second tour des élections est impossible.

Le cas de la gauche est plus complexe : avec trois candidats à ce jour plus deux autres candidats de l'ultra gauche, c'est le courant le plus fragmenté. Il y aura cependant trois candidats majeurs, qui représentent trois voies relativement traditionnelles :

- **Les partisans du « grand soir »**, représentés par l'extrême gauche et prônant des changements radicaux. Ce courant est représenté par Jean-Luc Mélenchon, mais aussi par d'autres candidats comme Philippe Poutou ou Nathalie Arthaud ;
- **Les partisans de l'État – providence**, dont les mesures finissent rapidement par grever les grands équilibres financiers et budgétaires. C'était clairement le courant de François Mitterrand et de François Hollande, et c'est la voie également de Benoît Hamon pour les présidentielles de 2017 ;

Les partisans de la compétitivité, à la fois des entreprises et des États. Ce courant a toujours existé et il a toujours été minoritaire depuis des décennies. Il est incarné aujourd'hui par Emmanuel Macron, qui fait penser au virage intellectuel du parti allemand SPD en 1959 qui considérait qu'il fallait « *se fier au marché autant que possible, et à l'État autant que nécessaire* ». Beaucoup d'électeurs de gauche, qui souhaitent au contraire un virage à gauche plus marqué de la part du parti socialiste, ne se reconnaissent pas dans ce courant qu'ils jugent, sous certains aspects, proche du programme de la droite conservatrice de François Fillon. Macron fait également penser à Tony Blair (ancien premier ministre britannique travailliste), qui considérait que « *l'économie n'est ni de droite, ni de gauche... il y a simplement ce qui fonctionne et ce qui ne fonctionne pas* ».

Au-delà de ces divergences et de ces clivages forts, il faut être clair : **l'enjeu de toutes les élections européennes à venir (Pays-Bas, Italie, France, Allemagne) réside dans la pérennité de la construction européenne**. Parmi tous les candidats de l'élection française, seuls Marine Le Pen (Front National, à l'extrême-droite de l'échiquier national), et Jean-Luc Mélenchon (« La France Insoumise », à la gauche de l'échiquier national) sont ouvertement hostiles à l'Europe ou plus exactement aux institutions européennes telles qu'elles sont organisées actuellement. Ces deux candidats déclarent vouloir quitter l'Union européenne s'il n'est pas possible de la modifier. Quant aux autres candidats, soit ils proviennent de partis ouvertement pro-européens comme François Fillon (Parti

“

Pour pouvoir se présenter, un candidat doit réunir 500 signatures d'élus provenant d'au moins 30 départements différents La liste des 500 soutiens devra être fournie le 17 mars, à 18 heures au plus tard”

”

“

Droite – gauche : des clivages importants – et souvent non réconciliables – au sein même des grands courants”

”

“

Les deux partis euro-sceptiques/anti-européens recueilleraient actuellement 40 % des intentions de vote”

”



Mars 2017

« les Républicains (droite conservatrice) ou Benoît Hamon (Parti socialiste, gauche « classique »), soit leur mouvement repose sur la volonté de participer à l'Union européenne (Emmanuel Macron, « En Marche! », mouvement de centre gauche et de centre droite depuis son association avec François Bayrou (MODEM)). Certes, les deux partis euro-sceptiques/anti-européens recueillent actuellement 40 % des intentions de vote (un peu moins de 30 % pour Marine Le Pen, un peu plus de 10 % pour Jean-Luc Mélenchon), mais leur association est totalement impossible.

Le risque de voir J.-L. Mélenchon élu est à ce jour beaucoup plus faible que le risque Le Pen, mais nous ne misons pas du tout sur l'un ou l'autre de ces scénarios. Il est cependant certain que l'arrivée au pouvoir du parti Front National (Marine Le Pen), aviverait le dossier Frexit (sortie de la France de l'Union européenne). Marine Le Pen fait en effet de la réforme de l'UE ou de la sortie de l'UE un de ses principaux chevaux de bataille: elle a clairement annoncé que si la France n'est pas capable d'infléchir à un horizon de 6 mois les positions de la BCE sur la politique économique, la politique d'immigration... elle procédera alors, comme elle l'a promis, à un référendum sur la sortie de l'UE. Mais les Français sont-ils prêts à envoyer leur pays dans la voie de la sortie de l'UE? On peut raisonnablement en douter. Nul doute que ce risque (le « Frexit ») va continuer d'impacter l'UE et plus spécialement l'UEM: fragilité de l'euro, écartement des *spreads* des pays périphériques (dont la France) contre Allemagne... Nous ne croyons pas en un tel scénario de sortie de l'Europe ou d'élection de M^{me} Le Pen; nous misons plutôt sur la possibilité d'un axe franco-allemand renforcé: en Allemagne, aussi bien Angela Merkel que Martin Schulz (précédemment président du Parlement européen) sont des Européens convaincus, comme le sont également Emmanuel Macron et François Fillon en France, les deux candidats qui, à ce jour, ont le plus de chance d'accéder à la fonction suprême. Mais avant d'en arriver là, les marchés financiers devront faire face à trois situations critiques:

- En premier lieu, ils devront vivre avec la perspective de voir le parti d'extrême droite sortir en tête du premier tour des élections présidentielles. Si l'on se fie aux sondages, Marine Le Pen, à l'heure où nous écrivons, devancerait Emmanuel Macron (Mouvement « En Marche », gauche modérée), François Fillon (droite conservatrice) et Benoît Hamon (Parti socialiste), et Jean-Luc Mélenchon (Gauche) avec des scores respectifs de 27 %, 24 %, 20 %, 14 % et 13 % (sondage Opinion Way, 14 mars 2017).

- Ensuite, par le jeu des reports de voix, et selon les sondages actuels, encore une fois, les marchés financiers devraient vivre l'élimination de Marine Le Pen au second tour des élections présidentielles. Notons que par le jeu des reports de voix et du fait de la capacité des partis de droite de se désister pour les partis de gauche, et inversement, les électeurs français ont jusqu'ici éliminé l'extrême droite de la plupart des élections, qu'elles soient nationales, régionales, ou municipales... On dit que **lors des élections à deux tours, les Français votent avec leur cœur au premier tour... et avec leur tête au second tour**. Les sondages donnent ainsi Marine Le Pen perdante contre Emmanuel Macron (40 % vs 60 %) et contre François Fillon (43 % vs 57 %), avec des écarts statistiquement significatifs.

- Enfin, il faudra que le nouveau président élu (vraisemblablement E. Macron (en tête des sondages) ou F. Fillon) attire les électeurs afin d'obtenir une majorité présidentielle aux élections législatives, seule façon d'avoir une stabilité gouvernementale. Les deux candidats sont nettement pro-européens et leur élection laisserait augurer d'un couple franco-allemand solide et de gouvernements capables de mener des réformes. Le candidat de la droite républicaine bénéficiera au moment du scrutin du soutien de l'ensemble des partis de son camp (la droite), ce qui n'est pas vraiment le cas d'E. Macron, jugé par nombre d'électeurs socialistes comme une sorte de « dissident ». Il est d'ailleurs désormais perçu comme un centriste, en témoigne sa récente alliance avec le MODEM de François Bayrou, candidat centriste des trois dernières élections présidentielles (2002, 2007 (il finira 3^e au premier tour avec près de 19 % des voix), et 2012. En cas de victoire d'E. Macron, le risque perçu serait de se retrouver avec un président sans soutien d'un parti homogène, ce qui serait sans doute compliqué. Reconnaissons que pour les autres présidentiables,

“ En Allemagne, aussi bien Angela Merkel que Martin Schulz sont des européens convaincus, comme le sont également Emmanuel Macron et François Fillon en France ”

“ Près d'un électeur sur deux est encore prêt à changer d'avis ”



Mars 2017

le risque existe également. Il est très élevé pour Marine Le Pen, élevé pour Emmanuel Macron (sauf ralliement massif et inconditionnel des députés socialistes), assez élevé pour Benoît Hamon, non nul pour François Fillon. Le risque, en définitive, serait d'avoir un pays politiquement à l'arrêt.

Que penser des sondages ? Sont-ils vraiment incontournables mais peu fiables ? Quelques grilles de lecture indispensables

Depuis le referendum britannique et plus encore depuis l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis, il est devenu habituel de critiquer sondages et instituts de sondage. Certains observateurs les rejettent, d'autres ne parlent que de cela. Que faut-il en penser ?

Quand on regarde les résultats d'un sondage, il faut évidemment s'intéresser en premier lieu à la méthodologie utilisée. **L'échantillon** choisi doit être représentatif de la population sur des critères de sexe, d'âge, de catégories socio-professionnelles, de situation géographique... Plus l'échantillon est large, et plus la zone de confiance est élevée, et inversement. La **marge d'erreur** est également un critère important. On sait que i) plus l'échantillon est faible, et plus la marge d'erreur est élevée, et ii) plus l'échéance est proche, et plus la marge d'erreur est faible. Autrement dit, quand un sondage donne une avance de 1 % ou 1,5 % entre deux candidats, celle-ci est en réalité nulle compte tenu des marges d'erreurs statistiques. Ainsi, pour un échantillon de 1 500 personnes, une intention de vote de 10 % vaut en réalité entre 8,5 % et 11,5 %, et une intention de vote de 30 % vaut entre 27,7 % et 32,3 %. Cela minimise fortement la crédibilité des écarts publiés dans les sondages. Dit autrement, l'écart entre F. Fillon et E. Macron dans certains sondages est souvent insignifiant sur le plan statistique : que l'un ou l'autre soit élu n'altérerait en rien la crédibilité des sondages. **La date de réalisation d'un sondage** est également cruciale. Les intentions de vote ont fortement chuté suite au Penelopegate, pour remonter ensuite, comme les intentions de vote de Macron ont fait un (léger) bond suite à l'accord passé avec François Bayrou. Les temps forts et faibles rythment les résultats des sondages. Les regarder dans leur dynamique a plus de sens que de les considérer comme une photographie à l'instant t. Comparer les sondages a également peu de sens : regarder les dynamiques de chaque institut de sondage est plus adapté.

La sûreté du vote doit également être prise en compte, car c'est indubitablement un critère crucial. Pour faire simple, il s'agit du pourcentage de sondés qui affirment être sûrs de leur choix. Traditionnellement, certains candidats ont une base d'électeurs peu versatiles, et d'autres ont coutume de progresser graduellement en ce sens. Par ailleurs, plus l'échéance est lointaine, et plus la sûreté du vote est faible. Autrement dit les résultats des sondages sont actuellement peu fiables. On peut cependant déjà mettre en avant des différences importantes entre les candidats. Par exemple, il y a encore quelque temps, selon les sondages, 52 % de l'électorat potentiel de Jean-Luc Mélenchon avait pu encore changer d'avis, un pourcentage similaire à celui de Benoît Hamon. Pour Emmanuel Macron, ce pourcentage était de 58 %. Seuls deux candidats avaient à ce jour une base solide. Marine Le Pen (23 %) et François Fillon (28 %). Autrement dit, alors que le pourcentage d'intentions de vote de ces deux derniers candidats avait peu de risque de baisser (sauf événement majeur), celui d'E. Macron était plus à risque. Bien évidemment, cela n'augure rien en la capacité d'attirer des intentions de vote supplémentaires ou de voir la sûreté de vote progresser... c'est exactement ce qui semble se passer. Trois autres critères peuvent venir compléter l'analyse : le **souhait de victoire, le pronostic de victoire, le sentiment qu'un candidat ferait – ou pas – un bon candidat**, ce qui peut attirer au dernier moment les indécis ou les versatiles. Selon les sondages, 28 % des Français considèrent que M. Le Pen a la « stature présidentielle », contre 45 % pour E. Macron.

Conclusion

Les élections françaises ravivent les craintes sur la zone euro, mais ces craintes nous semblent très exagérées. Miser sur une amélioration des *spreads* contre *bund* (et notamment le *spread OAT-Bund*) et des CDS souverains après les élections. D'ici là, faire le dos rond nous paraît être la meilleure des stratégies

“
Quand un sondage donne une avance de 1 % ou 1,5 % entre deux candidats, elle est en réalité nulle compte tenu des marges d'erreurs statistiques”

“
Les élections françaises ravivent les craintes sur la zone euro, mais ces craintes nous semblent exagérées”



Allocation d'actifs

Tableaux récapitulatifs

Allocation d'actifs : vues et convictions multi-classes								
	Variation sur 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions/Govies	→						□	
Obligations corporates/Govies	→						□	
Actions/Obligations corporates	→					□		
Duration	→				□			
Corporate bonds	→					□		
Pétrole	→					□		
Or	→				□			
Cash EUR	→			□				
Cash USD	→					□		

Allocation d'actifs : vues et convictions relatives par grande classe d'actifs									
		Variation sur 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions	Actions US	→				□			
	Actions Japonaises	→				□			
	Actions Euro	→					□		
	Actions UK	→				□			
	Actions Pacifique excl. Japon	↘				□			
	Actions Marchés émergents	→				□			
Obligations gouvernementales	US bonds, court	→		□					
	US bonds, long	→				□			
	Euro core, court	→			□				
	Euro core, long	→				□			
	Euro périphériques	→				□			
	UK bonds	→			□				
	Japanese bonds	→			□				
Obligations d'entreprises	IG US	→					□		
	HY US	→					□		
	IG EURO	→					□		
	Euro HY	→					□		
	Dette EMG devises « dures »	→				□			
	Dette locale EMG	→			□				
	Change	USD	→					□	
EUR		→			□				
JPY		→				□			
GBP		→				□			

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

Stratégies de Macro Hedging

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

Le risque économique s'atténue, avec des indicateurs économiques plutôt rassurants aux États-Unis, en Asie et en Europe. Les indicateurs précurseurs français sont bien orientés, mais le risque politique demeure. La Fed va resserrer sa politique monétaire en mars, mais cela est largement anticipé et ne laisse pas augurer d'un réel changement de rythme dans les hausses de taux. La baisse de l'impôt sur les sociétés aux États-Unis devrait encore atténuer le risque sur la croissance. Les US Treasuries, le dollar US (et le GBP, la NOK et la SEK) apparaissent comme de bonnes alternatives au risque politique européen et aux difficultés potentielles en zone euro.

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

Facteurs de risque

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

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

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

[PROBABILITÉ] **75 %**

ANALYSE L'élection de D. Trump 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 du nouveau président. 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 que 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. Certaines propositions comme la baisse de l'impôt sur les sociétés représentent à elles seules, de véritables *game changer*. Si elle est conséquente, la baisse de cet impôt est de nature à changer bon nombre de choses, dont le rapatriement de profits, de plans d'investissement sur le sol américain... À suivre de très près.

IMPACT DE MARCHÉ La victoire de D. Trump apporte son lot d'incertitudes, sur beaucoup de points : le rôle international des États-Unis, 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, si elles sont validées par le Congrès, représentent un risque supplémentaire pour les marchés financiers (notamment sur le dollar, la volatilité ambiante et sur les taux longs). Un conflit latent avec la Fed brouille également la tenue des marchés de taux. Le risque d'une inflexion majeure de la politique économique, conduisant à un creusement des déficits, mais aussi à un surplus de croissance, un regain de vigueur du dollar, un retour des anticipations d'inflation... n'est pas marginal à ce stade. Suivre de près les négociations avec le Congrès.

[RISQUE # 2] **Italie : un référendum sur un « Italexit », la prochaine étape ?**

[PROBABILITÉ] **15 %**

ANALYSE La nomination d'un gouvernement technique (dirigé par Paolo Gentiloni) et l'extension du programme d'achats d'actifs de la BCE ont nettement rassuré les marchés financiers italiens, mais il s'agit désormais de revoir la loi électorale alors que se profilent les élections générales. Prévues initialement pour février 2018, les marchés financiers craignent d'une part la tenue d'élections anticipées (au cours du second semestre 2017 ?) qui conduiraient à la prise de pouvoir du parti « populiste » Cinq Étoiles, et d'autre part la tenue d'un référendum sur la participation de l'Italie à l'Union Européenne (« Italexit »). La montée du populisme (qui rime avec rejet de l'establishment, rejet des partis traditionnels, 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 en Italie. Il y a un risque de changement majeur après 5 années de (relative) stabilité politique. Un tel scénario constituerait 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. Rappelons toutefois que le parti Cinq Étoiles est davantage un parti anti-establishment qu'un parti anti-européen, mais que le peuple italien est, parmi les pays d'Europe, celui qui est le moins enthousiaste à l'égard de l'euro. C'est dire qu'un référendum sur l'Europe, s'il devait avoir lieu, porte en lui l'incertitude la plus totale.

IMPACT DE MARCHÉ La perspective d'élections anticipées – si cela devait avoir lieu – provoquerait une phase d'instabilité politique. 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 le programme de QE de la BCE, ce qui permet de ne pas faire fuir les investisseurs (à la recherche de rendement et de *spread*). En cas de référendum sur l'Italexit (à ce jour anti-constitutionnel), le marché obligataire italien serait néanmoins traité à part, et les *spreads* de taux se dégraderaient davantage du fait d'un *repricing* du risque italien. L'instabilité politique affaiblirait également – 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. Le parti républicain a également récemment manifesté son hostilité envers la Présidente de la Fed, notamment sur ses positions sur la réglementation, dont l'allègement est un des chevaux de bataille du Président Trump. Difficile de bien comprendre le message sur les taux : comment vouloir en même



Mars 2017

Facteurs de risque

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 devrait relever ses taux deux fois au cours de l'année 2017. Attention cependant : 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 commet 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 enflé, la (faible) compétitivité de l'industrie s'étiolé, 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 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 (essentiellement la consommation), 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, trois années durant lesquelles la Fed avait pu relever 17 fois ses

Mars 2017

Facteurs de risque

taux, pour un total de 425pb, 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 : poussé à l'extrême, le protectionnisme (impact sur le Mexique et la Chine notamment), un sévère 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), et la renégociation des traités commerciaux pourraient bien conduire à anticiper une récession. Mais il est bien peu probable que ce programme soit adopté en l'état, et on doit plutôt miser sur un léger mieux à venir pour la croissance US.

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 2016. 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. La Chine ne manipule pas son cours de change, contrairement à ce que dit (pense ?) D. Trump, et la récente situation a forcé les autorités chinoises à durcir le contrôle des capitaux, une décision à l'encontre de la tendance à long terme qu'elle entend mener. 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 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] Un fort ralentissement économique des émergents

[PROBABILITÉ] **20 %**

ANALYSE La baisse du prix des matières premières, le repli de la croissance chinoise, le renversement à venir de la politique monétaire (et de la politique commerciale) 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 (à part pour la Chine) ont notamment redonné des couleurs à ces marchés. Les craintes d'un retour au protectionnisme de la part des États-Unis ont de nouveau fait resurgir des craintes sur l'activité économique de bon nombre de pays émergents.



Mars 2017

Facteurs de risque

IMPACT DE MARCHÉ Même si la baisse du prix du pétrole est un atout pour les pays avancés consommateurs de matières premières, il sera difficile de croire en une insularité totale de ces pays. Avec la baisse des prix des matières premières et le fléchissement d'activité, 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] 70 %

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. Il s'agira d'un « hard Brexit ». 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). 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.

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 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'éclatement de la zone ou, à tout le moins, de sortie des pays fragiles de la zone... à moins que le scénario de sortie ne tente le(s) plus solide(s) d'entre eux, ce qui est hautement crédible, car ils finiront par se lasser – sur le plan politique – de supporter économiquement et financièrement les pays en difficulté.

[RISQUE # 11] Une plus grande instabilité financière

[PROBABILITÉ] 70 %

ANALYSE Les banques centrales ont permis depuis quelques années 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 : i) 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

Mars 2017

Facteurs de risque

et cette stabilité pourrait se transformer en instabilité. ii) 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. iii) Enfin, les échéances électorales en Europe ne seront pas sans conséquence pour la volatilité des actifs financiers.

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 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 avait été amplifiée par le référendum britannique précisément parce qu'il ajoutait 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 profitabilité, amplifiées par l'enjeu de la digitalisation qui pousse les banques à réduire leur endettement et à rester prudentes en matière de crédit. Notons cependant que depuis quelques semaines (et notamment depuis l'élection de D. Trump), une grande partie de l'univers de taux est revenue en territoire positif, et nous avons assisté à une repentification de la courbe des taux, ce qui représente deux atouts certains pour la profitabilité des banques. En bref, la situation s'est améliorée de façon significative.

IMPACT DE MARCHÉ Parmi les facteurs de fragilité, l'incapacité à discriminer entre banques et entre systèmes bancaires est sans doute le plus gênant : toute rumeur ou difficulté d'une banque se traduit par 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, Turquie... 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 et de construction d'un mur à la frontière mexicaine. Viennent s'ajouter des déclarations et tensions entre États-Unis et Chine, notamment. Ne pas miser sur une résolution rapide des problèmes et conflits en cours. Intégrer les risques géopolitiques de façon permanente dans les constructions de portefeuilles (prévoir systématiquement des stratégies de *macro-hedging*) a davantage de sens désormais.



Mars 2017

Facteurs de risque

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. L'ampleur d'autres risques politiques (notamment les conséquences de la nouvelle diplomatie américaine) est plus difficile à évaluer à ce stade. Tout cela sera-t-il de nature à affecter les perspectives de croissance et les orientations des marchés financiers ? Rien n'est sûr à ce stade, mais il est fort probable que cela soit le cas.

[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. Un autre thème majeur concerne l'Europe : doit-on craindre des référendums dans des pays comme la France ou l'Italie ? Nous ne misons pas sur la prise de pouvoir de partis populistes en France ou en Allemagne (pour l'Italie, voir ci-dessus, facteur de risque # 2), nous misons plutôt sur la possibilité d'un axe franco-allemand renforcé.

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. Le QE de la BCE ne pourra pas éviter le maintien de primes de risque sur certaines dettes européennes, Italie et France notamment.

[RISQUE # 16] **Les élections françaises ravivent les craintes sur la zone euro**

[PROBABILITÉ] **65 %**

ANALYSE Les mois à venir vont sans doute consacrer l'importance des élections françaises : quatre échéances électorales se profilent : les élections présidentielles (les 23 avril et 7 mai 2017) et les élections législatives (les 11 juin et 18 juin). Soyons clairs : l'enjeu des élections européennes (Pays-Bas, Italie, France, Allemagne) réside dans la pérennité de la construction européenne. Nous ne misons pas sur la prise de pouvoir du parti Front National (Marine Le Pen), qui aviverait de façon certaine le dossier Frexit. M. Le Pen fait en effet de la réforme de l'UE ou de la sortie de l'UE un de ses principaux chevaux de bataille. Si la France n'est pas capable d'infléchir à un horizon de 6 mois les positions de la BCE sur la politique économique, la politique d'immigration... alors Marine Le Pen procédera, comme elle l'a promis, à un référendum sur la sortie de l'UE. Nul doute que ce risque (le « Frexit ») va continuer d'impacter l'UE et plus spécialement l'UEM : fragilité de l'euro, écartement des *spreads* des pays périphériques (dont la France) contre Allemagne... Nous ne croyons pas en un tel scénario ; nous misons plutôt sur la possibilité d'un axe franco-allemand renforcé. Avant d'en arriver là, les marchés financiers devront faire face à trois situations critiques :

- En premier lieu, ils devront vivre avec la perspective de voir le parti d'extrême droite sortir en tête du premier tour des élections présidentielles. Si l'on se fie aux sondages, Marine Le Pen, à l'heure où nous écrivons, devancerait Emmanuel Macron (Mouvement « En Marche », gauche modérée), François Fillon (droite conservatrice) et Benoît Hamon (Parti socialiste), et Jean-Luc Mélenchon (Gauche) avec des scores respectifs de 27 %, 24 %, 20 %, 14 % et 13 % (sondage Opinion Way, 14 mars 2017).
- Ensuite, par le jeu des reports de voix, et selon les sondages actuels, encore une fois, ils devraient vivre l'élimination probable de Marine Le Pen au second tour des élections présidentielles... Notons que par le jeu des reports de voix et du fait de la capacité des partis de droite de se désister pour les partis de gauche, et inversement, les électeurs français ont jusqu'ici éliminé l'extrême droite de la plupart des élections, qu'elles soient nationales, régionales, municipales...
- Enfin, il faudra que le nouveau président élu (vraisemblablement E. Macron (en tête des sondages) ou F. Fillon) attire les électeurs afin d'obtenir une majorité présidentielle aux élections législatives, seule façon d'avoir une stabilité gouvernementale. Les deux candidats sont nettement pro-européens et leur élection laisserait augurer d'un couple franco-allemand solide et de gouvernements capables de mener des réformes. F. Fillon bénéficierait du support d'un grand parti, du soutien des partis de droite, ce qui n'est pas vraiment le cas d'E. Macron, jugé par nombre d'électeurs socialistes comme une sorte de « dissident ». En cas de victoire d'E. Macron (ce que les sondages mettent de plus en plus en avant), le risque perçu serait de se retrouver avec un président sans soutien d'un parti homogène, ce qui serait sans doute compliqué.

Mars 2017

Facteurs de risque

IMPACT DE MARCHÉ Les élections françaises représentent un risque majeur pour les marchés financiers car elles sont emblématiques des tendances actuelles : montée des partis d'extrême droite dans les pays du noyau dur de l'UEM, rejet croissant de l'establishment, tentations protectionnistes, hostilité envers l'Europe et/ou les institutions européennes... l'élection d'un candidat anti-européen ou souhaitant réformer l'Europe ou sortir de l'UE en cas d'échec à la réformer (Marine le Pen, ou Jean-Luc Mélenchon) serait dans la continuité du Brexit et de l'élection de D. Trump aux États-Unis. Rappelons que ces élections se déroulaient sur un seul scrutin, ce qui ne sera pas le cas des élections françaises, et cela fait toute la différence. C'est pour cette raison notamment que nous ne croyons pas en l'élection de la candidate du Front National. Il nous semble cependant légitime que les primes de risque (*spreads* contre Allemagne, volatilité, CDS...) restent dégradées en attendant d'y voir plus clair. Les élections françaises ravivent les craintes sur la zone euro, mais ces craintes nous semblent exagérées. Miser sur une amélioration des *spreads* et CDS souverains après les élections.

[RISQUE # 17] Une remontée durable des taux longs européens

[PROBABILITÉ] 10 %

ANALYSE Depuis la crise financière, 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. Le risque de hausse des taux provient des États-Unis, et non de la zone euro. La hausse des taux longs américains peut provenir de cinq sources : i) une remontée significative des perspectives de croissance, ii) un resserrement plus énergique des politiques de taux d'intérêt, iii) la « véritable » fin des QE (le non-remplacement des papiers venant à maturité), iv) une résurgence de l'inflation, ou v) un renversement massif des politiques budgétaires et fiscales. Tous ces facteurs (hormis sans doute le troisième) ont pris de l'ampleur aux États-Unis. 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. En ce qui concerne les États-Unis, nous prévoyons une extension du cycle de croissance actuel (qui s'essouffait depuis plusieurs trimestres), mais pas l'avènement d'un nouveau cycle de croissance. Il nous semble donc prématuré et excessif de miser sur une hausse permanente des taux longs américains, et cette conclusion vaut encore plus dans le cas de la zone euro. Ne pas sous-estimer néanmoins les conséquences des décisions de la nouvelle administration américaine, qui justifient des niveaux de taux plus élevés. La situation en matière de croissance, d'inflation, de cycle de politique monétaire, le QE de la BCE et la plus faible capacité à relancer la machine économique par la politique budgétaire et fiscale « protègent » les marchés européens de la hausse des taux aux États-Unis... mais les primes de risque progressent du fait des incertitudes politiques. Dissocier noyau dur (Allemagne), pays périphériques et pays *intermédiaires* (comme la France) est indispensable.

IMPACT DE MARCHÉ Hormis l'incertitude politique (bien présente), le risque de voir les taux longs progresser significativement est faible en zone euro. Attention dans le cas des États-Unis : la sensibilité aux taux longs a augmenté avec le *releveraging* des entreprises (à son plus haut historique), ce qui fragilise la croissance et porte en soi les germes d'une future baisse des taux longs. 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 de la Fed. Une autre raison de ne pas croire en une hausse durable et ample des taux longs américains.



Contexte macroéconomique

AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
ÉTATS-UNIS	<p>Prolongation du cycle de croissance dans un contexte de forte incertitude politique</p> <ul style="list-style-type: none"> > Après le rebond du S2 2016, les indicateurs portant sur le 1^{er} trimestre 2017 montrent un climat des affaires très favorable. Les créations d'emplois continuent à un niveau soutenu et les salaires sont orientés à la hausse, quoique sans excès. Pour l'heure, l'inflation sous-jacente reste sous contrôle. > Malgré de fortes attentes, la visibilité sur la politique économique que D. Trump pourra effectivement mettre en œuvre reste limitée. Dans de nombreux domaines, l'approbation du Congrès est loin d'être acquise. > Il est probable qu'un accord sera trouvé au moins concernant des baisses d'impôts et un assouplissement de la réglementation, (notamment concernant la finance, l'environnement et la santé) ce qui aura un effet stimulant sur l'économie, davantage en 2018 qu'en 2017. Concernant la nature et l'importance d'éventuelles mesures protectionnistes, l'incertitude est très forte. 	<ul style="list-style-type: none"> > Forte incertitude concernant les décisions de la nouvelle administration > Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire ») > Érosion des marges des entreprises
BRÉSIL	<ul style="list-style-type: none"> > Du côté des données macroéconomiques, le PIB du T4 est ressorti à -2,5 en ga contre -2,9 au T3. Les deux principaux facteurs de cette baisse du PIB sont l'investissement (contraction de 5,4 % en ga) et la consommation privée (chute de 2,9 % en ga). Au final, la récession en 2016 de l'économie aura encore été marquée: -3,4 %. > L'inflation a considérablement diminué et la BCB a entamé un cycle d'assouplissement monétaire qui compte tenu de la faiblesse des indicateurs cycliques pourrait s'accélérer. 	<ul style="list-style-type: none"> > Forte appréciation du réal > Assouplissement de la politique budgétaire
EUROPE		
ZONE EURO	<p>Légère décélération sous l'effet de l'érosion de facteurs temporaires et du risque politique</p> <ul style="list-style-type: none"> > Après un bon T4 2016 (PIB en hausse de +0,4 % par rapport au T3), les indicateurs portant sur le début de 2017 ont été meilleurs qu'attendu (certains au plus haut depuis plusieurs années). Cependant le cycle économique européen, en retard sur celui des États-Unis, n'est pas encore arrivé au stade où il pourrait générer des tensions inflationnistes: pour l'heure, l'inflation sous-jacente reste stable, légèrement en dessous de 1 % par an. > Les principaux risques, pour la poursuite de la reprise, viennent de l'incertitude politique, avec comme principaux points d'attention le cycle électoral français (élections présidentielles et législatives entre avril et juin) et la situation toujours précaire de l'Italie, dans un contexte de forte montée du sentiment eurosceptique dans ces deux pays. La problématique du Brexit risque également de peser au cours des prochains mois. 	<ul style="list-style-type: none"> > Risque politique (calendrier électoral chargé, montée des partis contestataires, Brexit) > Contagion des difficultés économiques et/ou financières des émergents > Montée des risques géopolitiques.
ROYAUME-UNI	<p>La conjoncture tient mieux que prévu. Mais l'incertitude politique va peser en 2017</p> <ul style="list-style-type: none"> > Le manque de visibilité concernant le futur cadre des relations économiques avec l'UE finira par pénaliser l'économie. Mais pour l'heure, les indicateurs d'activité sont bien orientés. > L'investissement privé (entreprises, immobilier) et la consommation vont subir l'effet de la remontée de l'inflation liée à la dépréciation de la livre ainsi que l'incertitude sur les débouchés futurs. À noter, le gouvernement a décidé de ne pas dépenser le supplément de recettes fiscales enregistré suite à une croissance plus élevée que prévu en 2016-2017. L'orientation de la politique budgétaire devient légèrement expansionniste en 2017-18 (vs. les deux années précédentes) et le gouvernement a des marges de manœuvre pour l'assouplir si besoin. 	<ul style="list-style-type: none"> > Choc d'incertitude lié au Brexit > Déficits (public et externe) très élevés
ASIE		
CHINE	<p>L'influence stabilisatrice de la Chine sur l'économie mondiale et les devises se maintiendra en 2017 et probablement en 2018</p> <ul style="list-style-type: none"> > La stabilisation de l'économie chinoise devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année 2018. > Les raisons de cette stabilisation sont à la fois micro- et macroéconomiques. L'investissement privé comme les dépenses publiques sont en phase de croissance et atteignent des niveaux supérieurs aux attentes. > La stabilisation de l'économie chinoise, qui va finalement s'étaler entre 2016 et 2018, contribue à l'émergence d'un nouveau cycle d'expansion mondial, qui bénéficie clairement aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents. 	<ul style="list-style-type: none"> > Contribution à la stabilisation de l'économie mondiale et des devises en 2017-2018 > Émergence d'un cycle mondial plus long du fait d'une stabilisation de l'économie chinoise étalée entre 2016 et 2018
INDE	<p>Inde: un moteur de croissance régulier pour l'Asie en 2017, malgré la démonétisation</p> <ul style="list-style-type: none"> > Le ralentissement de la consommation cyclique, des ventes de voitures et de l'ensemencement des cultures d'hiver suite à la démonétisation a été moins marqué que prévu. Cependant, son effet est plus sensible dans le secteur immobilier. > En 2017, l'inflation devrait rester modérée. Nous pensons que les effets de la démonétisation sur la croissance et l'inflation ne seront que transitoires. Les principaux points de désaccord concernant la taxe sur les produits et services (TPS) ont été levés et celle-ci devrait être mise en place dès juillet 2017. 	<ul style="list-style-type: none"> > La croissance indienne devrait rester stable suite à la démonétisation > Le ralentissement de l'inflation est durable
JAPON	<p>La reprise se poursuit, avec une croissance supérieure au potentiel</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'économie montre des signes d'accélération du côté de la demande interne (investissement). Le chômage est au plus bas depuis 20 ans, les salaires (temps partiel) sont en hausse et les profits s'améliorent. Le plan de stimulus budgétaire et la baisse de l'impôt sur les résultats des entreprises constituent des soutiens importants. Sur le plan externe, la stabilisation en Chine joue positivement. 	<ul style="list-style-type: none"> > Exposition au ralentissement chinois > Politique de taux d'intérêt négatifs

Mars 2017

Prévisions macroéconomiques et financières

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- États-Unis:** l'investissement en biens d'équipement a rebondi au T4 2016. La croissance reste tirée par la demande domestique. Toutefois, la croissance des salaires reste modérée, et l'inflation sous-jacente reste en deçà de la cible de la Fed. L'incertitude demeure en ce qui concerne les politiques budgétaire et commerciale des États-Unis. La Maison Blanche a annoncé qu'elle présenterait au Congrès une proposition de budget bouclé début mai. D'un point de vue macroéconomique le biais est haussier (croissance, inflation). Mais certaines des mesures de la nouvelle administration peuvent avoir des effets négatifs à moyen/long terme (inflation, protectionnisme) voire infléchir le cycle plus tôt que prévu.
- Japon:** l'investissement a rebondi au T4, inversant la tendance à l'œuvre sur les trois premiers trimestres de 2016. Les données publiées depuis la fin 2016 confirment le renforcement de la conjoncture au T1. La politique budgétaire est en outre un facteur de soutien essentiel. La politique de la BoJ permet de conserver des conditions monétaires accommodantes.
- Zone euro:** la reprise se consolide. Les enquêtes, au plus haut depuis 2011, indiquent un renforcement de la conjoncture au T1 avec des conditions monétaires restent accommodantes malgré la remontée des taux. Toutefois les moteurs temporaires (baisse de l'euro et du cours du pétrole) s'effritent tandis que le risque politique lié aux élections (Pays-Bas, France, Allemagne et Italie) demeure le point faible de la zone. À surveiller.
- Brésil:** le PIB du T4 est ressorti à -2.5 en ga contre -2.9 au T3. L'économie était toujours en récession en 2016 (-3,4 %). L'acquis de croissance pour 2017 reste très négatif (-1,1 %). Nous continuons donc de prévoir une récession de 0.5 % en 2017.
- Russie:** la récession perd de son intensité Au T4, les ventes au détail ont continué de baisser mais la production industrielle et les PMI s'améliorent. Nous maintenons notre scénario de sortie de crise (croissance prévue de +1 % en 2017)

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

Source : Recherche Amundi

PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- Fed:** elle devrait relever ses fed funds le 15 mars, pour les porter à 0,75/1,00 %. La remontée des anticipations d'inflation a été un tournant décisif. La Fed devrait procéder à deux autres hausses en 2017. La normalisation du bilan peut devenir un thème de marché.
- BCE:** elle a étendu son QE jusqu'à décembre 2017 à un rythme de 60 Mds €. Peu de changements sont à attendre dans l'immédiat mais les divergences au sein du conseil deviendront de plus en plus évidentes.
- BoJ:** elle va poursuivre sa politique de contrôle de la courbe des taux et ne devrait pas changer ses cibles.
- BoE:** la BoE s'est placée dans une position d'attente et les développements liés aux négociations sur le Brexit seront cruciaux.

	09/03/2017	Amundi + 6m.	Consensus T2 2017	Amundi + 12m.	Consensus T4 2017
États-Unis	0,75	1,25	1,10	1,50	1,40
Zone euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- États-Unis:** les taux longs peuvent encore monter quelque peu. Cela dit, les points morts d'inflation ne sont plus très loin de leurs niveaux « normaux ».
- Zone euro:** il existe encore une marge de progression certaine pour les points morts d'inflation. La partie courte de la courbe se pentifiera au fil de l'année avec le retour de l'idée que la BCE procédera à une normalisation de sa politique de taux dans les années à venir.
- Royaume-Uni:** la dégradation des indicateurs économiques devrait exercer une pression à la baisse sur les taux longs britanniques.
- Japon:** la BoJ contrôle la partie longue de la courbe et est vraisemblablement en faveur d'une baisse des taux courts.

	09/03/2017	Taux 2 ans			
		Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,36	1,60/1,80	1,72	1,80/2,00	1,98
Allemagne	-0,83	-0,80/-0,60	-0,74	-0,80/-0,60	-0,64
Japon	-0,26	-0,40/-0,20	-0,19	-0,40/-0,20	-0,11
Royaume-Uni	0,09	0,00/0,20	0,10	0,00/0,20	0,23

	09/03/2017	Taux 10 ans			
		Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,56	2,60/2,80	2,71	2,40/2,60	2,84
Allemagne	0,38	0,40/0,60	0,52	0,60/0,80	0,65
Japon	0,10	0	0,16	0	0,22
Royaume-Uni	1,21	1,40/1,60	1,31	1,40/1,60	1,43

PRÉVISIONS DE CHANGE

- EUR:** avec la remontée des taux allemands et le bruit qui entourera les possibles ajustements de la politique de la BCE, l'euro devrait s'apprécier cette année mais il faut pour cela surmonter plusieurs échéances électorales.
- USD:** l'évolution du dollar est actuellement dictée par le différentiel de taux longs. Les autorités américaines (Fed, nouvelle administration) ne toléreront pas une appréciation significative du dollar. Cependant, des mesures de stimulation budgétaire de grande ampleur seraient positives pour le dollar.
- JPY:** le yen est de nouveau sous-évalué. Avec le contrôle de la courbe des taux de la BoJ, une remontée des taux américains se traduit pour une dépréciation du yen.
- GBP:** nous avons un biais légèrement négatif sur la livre, qui devrait souffrir de la détérioration progressive de l'économie.

	09/03/2017	Amundi + 6m.	Consensus T1 2017	Amundi + 12m.	Consensus T3 2017
EUR/USD	1,06	1,05	1,04	1,10	1,05
USD/JPY	115	115,00	117,00	115,00	117,00
EUR/GBP	0,87	0,90	0,86	0,90	0,85
EUR/CHF	1,07	1,05	1,07	1,00	1,07
EUR/NOK	9,06	8,70	8,82	8,50	8,64
EUR/SEK	9,56	9,20	9,44	9,00	9,19
USD/CAD	1,35	1,40	1,35	1,45	1,35
AUD/USD	0,75	0,75	0,74	0,70	0,73
NZD/USD	0,69	0,70	0,70	0,67	0,69



1 France ou États-Unis : où est le vrai danger pour les marchés d'actions ?

ÉRIC MIJOT, *Stratégie et Recherche Économique*

Les marchés d'actions sont en hausse depuis le début de l'année. 2017 commence donc bien, conformément à la feuille de route que nous avons décrite dans notre publication de novembre 2016¹. L'approche des élections françaises et la cherté du marché américain nous invitent cependant à faire un premier point d'étape.

Les élections françaises commencent à animer les marchés. Que faut-il en penser ?

À l'heure où nous écrivons, c'est surtout le *spread* OAT-Bund qui a réagi à la montée de l'incertitude liée aux élections françaises à venir. Les actions françaises n'ont pour l'instant que marginalement sous-performé leurs homologues européennes.

Le risque extrême correspondrait à un scénario menant à l'abandon de l'euro, scénario qui nous paraît devoir rencontrer des obstacles majeurs pour pouvoir se mettre en place : 1) pour que Marine Le Pen, candidate eurosceptique, soit élue, il faudrait un report des voix conséquent au second tour, alors que sa base électorale est de l'ordre de 25 % 2) obtenir une majorité parlementaire paraît là aussi compliqué, avec un scrutin majoritaire à deux tours 3) quant à un référendum sur l'euro, il faudrait compter avec une population pro-euro à 68 % selon Eurobaromètre, ce qui laisse une marge confortable. Si l'impact d'un tel scénario peut être significatif, la probabilité qu'il se réalise est donc faible.

Certes la nervosité des investisseurs pourrait augmenter à l'approche de l'échéance électorale, mais l'expérience de l'année dernière fournit un cadre de lecture assez éclairant. Rappelons que lors de l'épisode du référendum pour le Brexit en 2016, le marché des actions de la zone euro a sous-performé le MSCI monde avant d'annuler sa sous-performance (graphique 1). Il en a été de même autour du référendum en Italie. La crainte s'est cependant moins exprimée dans ce second cas et le rattrapage a été plus rapide. On serait ainsi tenté de penser que si les partis eurosceptiques sont finalement écartés, les élections françaises pourraient fournir le même type d'opportunités, compte tenu d'un phénomène classique d'apprentissage des marchés... et il serait judicieux de ne pas attendre trop longtemps après le dépouillement des votes pour les saisir.

En effet, au-delà du facteur politique, les arguments en faveur de la région ne manquent pas : 1) le marché de la zone euro est plus cyclique que son homologue américain et le contre-choc pétrolier devrait enfin lui donner l'occasion de le démontrer ; d'autant que, plus en retard dans le cycle, il bénéficie d'un levier opérationnel plus fort. Les publications du quatrième trimestre 2016 en donnent une première illustration : les profits progressent de +11 % en zone euro (+13 % au Japon), soit mieux que les États-Unis (+5 %) pour la première fois depuis 6 trimestres 2) la valorisation est aussi largement moins élevée qu'aux États-Unis. L'écart de P/BV (prix sur actif net) est par exemple 20 % en dessous de la moyenne historique, soit plus d'un écart-type, un niveau rarement atteint ; il faut remonter à la période post-réunification allemande pour voir une telle situation.

De plus, soulignons le lien étroit entre la performance relative des actions de la zone euro par rapport au MSCI Monde et l'évolution des taux longs² (graphique 1) ; selon cette approche, un potentiel de rattrapage des actions de la zone euro est très probable si les taux allemands devaient au moins rester au niveau actuel une fois le résultat de l'élection connu. Or, ils pourraient même poursuivre leur hausse, étant à un niveau bien inférieur aux anticipations d'inflation (0,4 % contre 1,2 %).

¹ Voir le Cross Asset Investment Strategy de novembre 2016 : « Combien de temps peut-on jouer les prolongations ? ».

² Mis en perspective avec le Bund sur le graphique. Une mise en perspective avec le T-bond américain serait encore plus démonstrative.

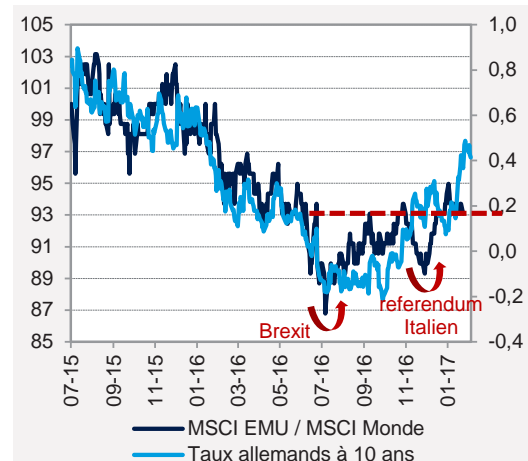
L'essentiel

Alors que le risque lié aux élections en Europe, et notamment en France, monte, nous sommes davantage interpellés par la surévaluation du marché leader que sont les États-Unis.

Les élections françaises pourraient même déboucher sur une opportunité d'achat en faveur des actions européennes ; opportunité qu'il faudrait saisir tactiquement, en gardant à l'esprit que la décision cruciale de cette année consistera *in fine* à protéger son portefeuille. La probabilité d'un choc de marché augmentera au fur et à mesure que la fin d'année approchera. Pour caractériser la situation actuelle, on peut dire que les marchés d'actions recèlent un espoir de gain de cinq à dix pourcents, mais que les investisseurs désireux d'en profiter ont au-dessus d'eux une épée de Damoclès d'un choc d'une vingtaine de pourcents.

“ Une baisse du marché de la zone euro constituerait une opportunité ”

1 MSCI EMU vs MSCI Monde et taux longs allemands



Mars 2017

Cette relation étroite de la performance relative des actions de la zone euro par rapport aux actions mondiales avec les taux d'intérêt s'explique par la composition sectorielle des marchés. Jouer par exemple la zone euro contre les États-Unis (graphique 2) revient en quelque sorte à jouer le secteur bancaire (surreprésenté dans la zone euro), qui profite de la hausse des taux, contre la technologie (surreprésentée aux États-Unis), secteur à durée plus longue. Vu sous cet angle, il ne faudrait pas quand même négliger le fait que le secteur de la technologie est le premier contributeur aux États-Unis en termes de rachat d'actions, ce qui viendra aussi soutenir ses cours. Au final, la surperformance de la zone euro par rapport au marché américain pourrait ressembler davantage à un rattrapage qu'à un retournement de tendance.

Le marché américain est très cher. Peut-il aller beaucoup plus haut ?

Le marché américain continue de battre des records historiques alors que sa volatilité implicite a baissé de 20 à 13 en un an (mesurée sur la moyenne mobile à 6 mois de l'indice VIX). Remarquons en passant que cela avait déjà été le cas de février 1999 à octobre 2000 dans la dernière phase de la construction de la bulle (graphique 3); scénario qui s'était également déjà produit avant le krach d'octobre 1987.

Les marchés montent à l'heure actuelle car ils anticipent, à juste titre, une amélioration sur le plan des profits. L'espoir d'une hausse des profits à venir initiée par le contre-choc pétrolier (reprise nominale de l'économie), est entretenu par le programme de D. Trump, notamment via la baisse des impôts et la perspective de rachat d'actions qui aura un effet relatif sur les bénéfices par action. La dernière fois que les entreprises avaient ainsi été incitées à rapatrier leurs profits (Homeland Investment Act de Georges W. Bush – octobre 2014), cela avait représenté un peu plus de 300 milliards de dollars et l'essentiel (plus de 60 %) avait en effet été redistribué aux actionnaires, principalement sous forme de rachat d'actions³.

D'ailleurs, au-delà de cet effet relatif, les marges des sociétés (graphique 4), qui avaient atteint un premier pic au troisième trimestre 2014 avant de faiblir, ont commencé à se reprendre de manière désormais assez nette. Ce schéma est le même que celui qui s'était produit lors du contre-choc pétrolier de 1986 qui avait abouti au krach de 1987. À l'époque les marges avaient rebondi sans atteindre le précédent pic. La récession est arrivée 11 trimestres après le krach d'octobre 1987 et 7 trimestres après le pic définitif des marges (la moyenne historique depuis les années 1950 entre le pic des marges et la récession est de 6 trimestres). L'enseignement à en tirer est clair: même si une récession américaine est un scénario qui a disparu du radar pour les 2 prochaines années, cela ne signifie pas, tant s'en faut, que le marché des actions n'est pas risqué.

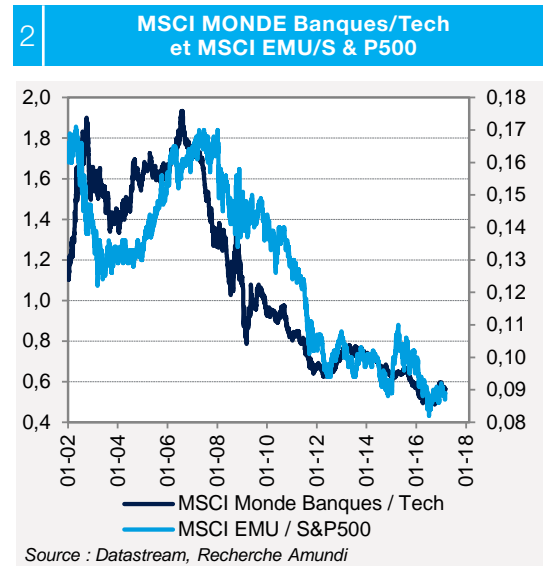
Selon notre approche, le marché américain serait même entré en bulle⁴ l'an passé. Rappelons brièvement comment nous caractérisons ce passage en bulle, ce que nous décrivons régulièrement dans cette publication: le PER sur la base des profits des 12 derniers mois, proche de 20x, est largement passé au-dessus du ratio⁵ « 20-inflation » qui est inférieur à 18x. Cette situation s'est déjà produite en octobre 1987 et en décembre 1996 quand Alan Greenspan avait caractérisé la hausse des actions d'« exubérance irrationnelle ». Cette alerte ne doit donc pas nous laisser indifférents.

La situation actuelle de progression du marché américain s'apparente à ce qu'on appelle un « *sweet spot* ». Dit autrement, non seulement les espoirs de reprise des profits sont ravivés mais le risque de déflation s'éloigne alors que le risque d'inflation n'est pas encore vraiment présent. Tous les ingrédients pour exagérer sont donc réunis.

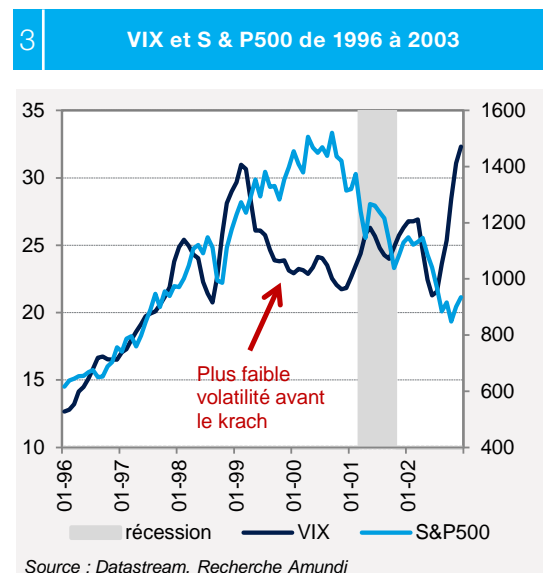
³ « Watch What I Do, Not What I Say: The Unintended Consequences of the Homeland Investment Act » – Dhammika Dharmapala, C.Fritz Foley, Kristin J. Forbes — *Journal of Finance*, 2010.

⁴ Voir le Cross Asset Investment Strategy de mars 2014: « Marchés d'actions: faut-il envisager la formation d'une bulle ? » et celui de novembre 2016: « Combien de temps peut-on jouer les prolongations ? ».

⁵ Cette règle est communément appelée: « Rule of 20 ».



“ En 1999, le VIX a baissé avant l'éclatement de la bulle...” ”



Mars 2017

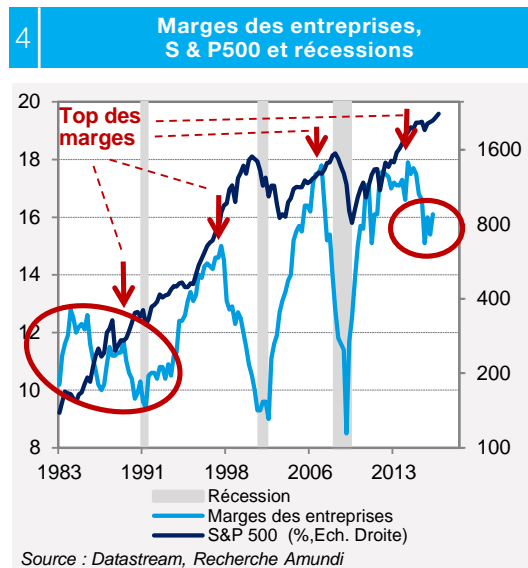
La question devient alors : pour combien de temps ? Nous évoquions dans notre édition de novembre 2016 que la construction des trois précédentes bulles (1987, 2000, 2007) avait duré 12, 14 et 18 mois. Si on prend en compte le point bas de février 2016, lorsque les marchés d'actions se sont repris, un mois après le retournement des prix du pétrole, cela nous conduirait à évoquer 3 dates en 2017 qui peuvent servir de point de repère : février, mai et octobre.

Février était trop court pour imaginer un choc violent des marchés d'actions, car la reprise effective des profits est encore devant nous. Le mois de mai pourrait être encore un peu trop juste car les discussions entre Donald Trump et le Congrès américain ne seront sans doute pas encore arrivées à terme, notamment en matière d'imposition, et les résultats des élections françaises pourraient même donner un coup de fouet aux actions (surtout européennes). Mais il faut bien admettre que plus nous progresserons dans l'année, plus les risques d'un choc de marché grandiront et le chemin sera de plus en plus étroit.

En effet, si les négociations avec le congrès tournent trop à l'avantage du programme initial de Donald Trump, l'effet inflationniste pourrait pousser les taux à des niveaux suffisants (supérieurs à 3 % ?) pour faire éclater la bulle des actions. À l'inverse, si l'impact de la relance déçoit, les profits espérés pourraient ne pas être au rendez-vous et les marchés pourraient être fortement déçus.

Conclusion

Alors que le risque lié aux élections en Europe, et notamment en France, monte, nous sommes davantage interpellés par la surévaluation du marché leader que sont les États-Unis. Les élections françaises pourraient même déboucher sur une opportunité d'achat en faveur des actions européennes ; opportunité qu'il faudrait saisir tactiquement, en gardant à l'esprit que la décision cruciale de cette année consistera *in fine* à protéger son portefeuille. La probabilité d'un choc de marché augmentera au fur et à mesure que la fin d'année approchera. Pour caractériser la situation actuelle, on peut dire que les marchés d'actions recèlent un espoir de gain de cinq à dix pourcents, mais que les investisseurs désireux d'en profiter ont au-dessus d'eux une épée de Damoclès d'un choc d'une vingtaine de pourcents.



2 Comment se fera la normalisation du bilan de la Fed ?

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

En réponse à la Grande Récession de 2008-2009 et à la faiblesse de la croissance qui s'est ensuivie, la Fed s'est lancée dans plusieurs opérations d'achats massifs d'actifs financées par création monétaire, opérations aussi appelées « assouplissement quantitatif » (QE, « quantitative easing »). La taille du bilan de la Fed est passée de moins de 900 Mds \$ fin 2007 à environ 4 500 Mds \$ aujourd'hui. À l'actif, la Fed détient 2 460 Mds \$ de titres du Trésor américains et 1 750 Mds \$ de titres hypothécaires titrisés (MBS, « Mortgage-Backed Securities »).

Alors que les derniers achats réalisés dans le cadre du QE3 ont été réalisés fin 2014, la Fed a maintenu inchangée la taille de ces détentions de titres du Trésor et de MBS en réinvestissant les titres arrivant à maturité. Pour les titres du Trésor, l'arrivée à échéance a réellement débuté en 2016. 200 Mds \$ arrivent à échéance en 2017 et près de 430 Mds \$ en 2018. Les montants en jeu sont donc très importants puisque les émissions nettes de titres longs souverains américains en 2016 ont été de 392 Mds \$.

En septembre 2014, la Fed a publié son « programme de normalisation de la politique monétaire ». Les points principaux étaient les suivants :

- D'abord, remonter les taux directeurs ;
- Ensuite, réduire les détentions de titres d'une façon graduelle et prévisible en cessant de réinvestir le principal des titres arrivés à échéance ;
- **À terme, la Fed ne détiendra pas plus de titres que ce qui est nécessaire pour implémenter sa politique monétaire de façon efficace et détiendra essentiellement des titres du Trésor, afin de minimiser l'effet des détentions de la Fed sur l'allocation du crédit dans les différents secteurs de l'économie.**

Ce n'est qu'après la première hausse de *fed funds*, en décembre 2015, que le communiqué du FOMC a évolué pour indiquer que la Fed avait l'intention de continuer sa politique de réinvestissements « jusqu'à ce que la normalisation du niveau de *fed funds* soit bien entamée », ce qui est sujet à interprétation.

Depuis la deuxième hausse de *fed funds*, en décembre 2016, et les signaux encourageants en ce qui concerne l'inflation, la question de la normalisation du bilan commence à se poser. Plusieurs membres du FOMC ont fait des déclarations à ce sujet depuis le début de l'année 2017 :

- Patrick Harker, votant en 2017, a déclaré début janvier que la Fed pourrait commencer à ne plus réinvestir les titres arrivant à échéance dès lors que les *fed funds* auraient atteint 1 %.
- Eric Rosengren, président de la Fed de Boston, a indiqué que la Fed devrait considérer à réduire la taille de son bilan, en déclarant notamment : « Il y a quelques avantages à durcir la politique monétaire via les taux longs et pas seulement via les taux courts ».
- Lael Brainard, membre du *Board of Governors*, a indiqué le 17 janvier que la Fed devrait accélérer son processus de cessation des réinvestissements si les mesures de stimulation budgétaire avaient pour conséquence une élimination plus rapide des excès d'offre dans l'économie.
- Janet Yellen, présidente du *Board of Governors*, a expliqué lors de son passage devant le Congrès que la réduction du bilan se ferait de façon graduelle lorsque la Fed « aura confiance dans le fait que l'économie est sur le bon chemin ».

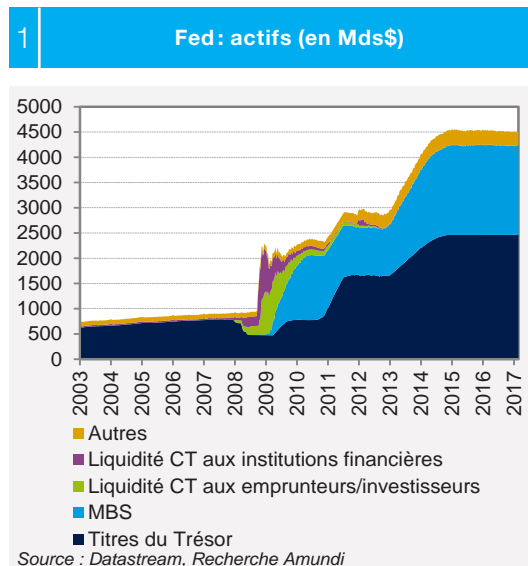
Quelles sont les anticipations de marché au sujet de la politique de bilan ?

L'enquête réalisée par la Fed de New York auprès des principaux intervenants sur le marché des titres du Trésor (« Survey of Primary Dealers ») fournit

L'essentiel

Depuis la hausse de *fed funds* de décembre 2016 (la deuxième de ce cycle) et avec les signaux encourageants en ce qui concerne l'inflation, la question de la normalisation du bilan est posée de plus en plus souvent par les membres du FOMC et par les intervenants de marché. Cela est source d'inquiétude pour certains, étant donné l'importance des montants en jeu.

Le marché s'attend globalement à ce que l'arrêt des réinvestissements des titres détenus par la Fed arrivant à échéance se fasse de façon progressive et limitée. Lors des années qui ont précédé la crise, la Fed détenait à peu près autant de titres du Trésor que de monnaie en circulation et ne détenait pas du tout de titres hypothécaires. Dans l'hypothèse d'un retour à la configuration de bilan d'avant la Grande Récession, l'objectif de la Fed devrait être de ne plus réinvestir les titres hypothécaires (MBS, titres d'agence) arrivant à maturité et de ne plus en détenir du tout à terme. Par ailleurs, la poursuite de la croissance de la monnaie en circulation rend le besoin d'une réduction des détentions de titres du Trésor relativement faible et non urgente.



Mars 2017

des indications très intéressantes au sujet des anticipations de marché concernant la politique de normalisation du bilan de la Fed. Lors de l'enquête réalisée avant le FOMC du 20 janvier, **le marché anticipe en moyenne que la Fed modifiera sa politique de bilan lorsque les fed funds atteindront 1,50 %** (contre 0,75 % aujourd'hui), ce qui coïncide selon le marché en fin du 1^{er} semestre 2018. Notons que deux *primary dealers* sur les 21 interrogés n'anticipent pas de fin à la politique de réinvestissement des titres du Trésor. En majorité, les *primary dealers* pensent que les réinvestissements cesseront progressivement : pas d'arrêt brutal des investissements. **Selon eux, la probabilité moyenne que le bilan soit encore supérieur à 3500 Mds \$ fin 2019 est de 71 %, ce qui indique que la réduction du bilan anticipée est relativement modeste.**

Quels sont les éventuels problèmes liés à un bilan trop large ?

La forte expansion du bilan de la Fed lors des opérations de QE a coïncidé avec une très forte montée des réserves excédentaires des banques (voir encadré sur la mécanique du QE). Or l'existence de ces réserves excédentaires très abondantes complique le pilotage des fed funds (Le taux *fed funds* est le taux au jour le jour moyen auquel les banques se prêtent des réserves).

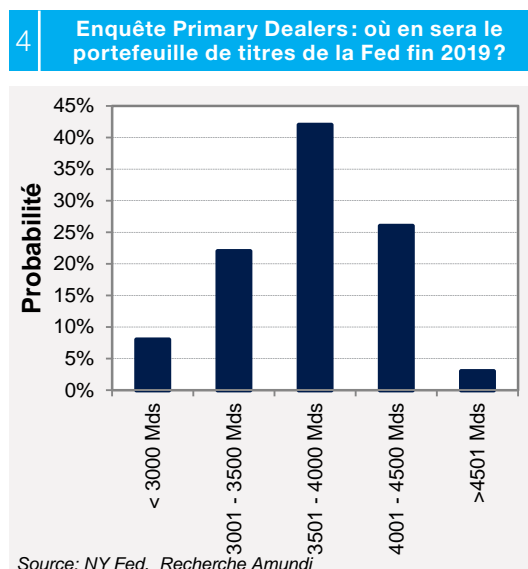
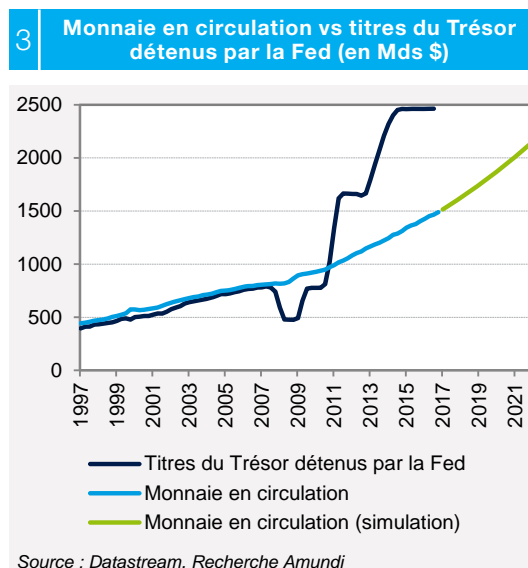
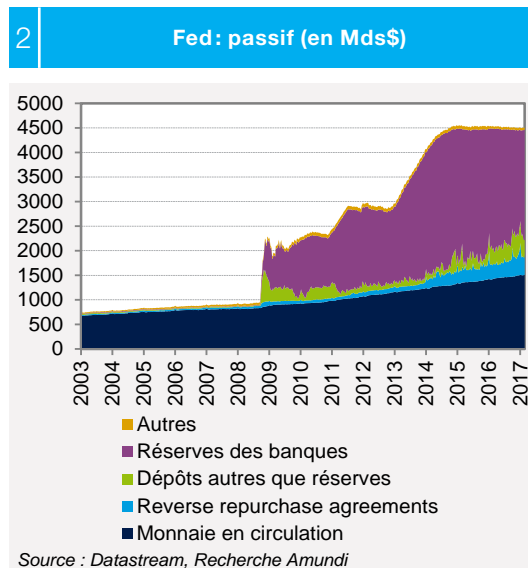
Depuis décembre 2008, la Fed a commencé à utiliser le taux de rémunération des réserves comme instrument de politique monétaire. Elle communique depuis sur une fourchette de *fed funds* (et non plus uniquement sur un taux cible) dans laquelle elle souhaite voir s'inscrire le taux effectif de *fed funds* et dont la borne haute correspond à la rémunération des réserves excédentaires au taux IOER (Interest rate On Excess Reserves). Le raisonnement est le suivant : la rémunération des réserves excédentaires fait que les banques ne souhaiteront pas détenir des actifs qui ne paient pas au moins le IOER : cela exerce une pression haussière sur les taux monétaires. Toutefois, puisque seules les banques détiennent des réserves, les taux de marché se trouvent généralement en dessous du taux IOER.

Le fait que les réserves soient rémunérées par la Fed (au taux de 0,75 % actuellement) dans un contexte de relèvement progressif des taux directeurs fait craindre à certains que : 1) les dépenses de taux de la Fed grimpent rapidement et qu'elles pèsent lourdement sur le résultat de la Fed et 2) la Fed « subventionne » les banques, à qui certains politiciens reprochent de ne pas prêter suffisamment à l'économie réelle.

Quel objectif final pour le bilan ?

Le « programme de normalisation de la politique monétaire » indique qu'à terme, la Fed ne détiendra pas plus de titres que ce qui est nécessaire pour implémenter sa politique monétaire de façon efficace et détiendra essentiellement des titres du Trésor. Il n'est pas inutile de regarder la structure du bilan de la Fed avant la Grande Récession de 2008-2009. Lors des années qui ont précédé la crise, la Fed détenait à peu près autant de titres du Trésor que de monnaie en circulation et ne détenait pas du tout de titres hypothécaires. Un retour à cette configuration indiquerait que **l'objectif de la Fed devrait être de ne plus réinvestir les titres hypothécaires (MBS, titres d'agence) arrivant à maturité afin de ne plus en détenir du tout à terme.** Cela retirera un facteur de soutien au marché des prêts hypothécaires.

Dans l'hypothèse d'un retour à une configuration de bilan pré-crise, l'objectif de la Fed devrait être de faire coïncider ses détentions de titres du Trésor et les montants de monnaie en circulation, or si la monnaie en circulation continuait à croître au rythme moyen de ces cinq dernières années (+7,3 % par an), elle devrait atteindre un peu plus de 2 100 Mds \$ fin 2021, ce qui n'est finalement pas si loin de 2 460 Mds \$ de détentions de titres du Trésor. **Dans ces conditions, est-il urgent de faire baisser les détentions de titres du Trésor ? La réponse est plutôt « non » et si elle était prise, la décision de ne pas réinvestir les titres du Trésor arrivant à maturité ne serait que temporaire et d'une ampleur limitée.**



Mars 2017

> La mécanique du *Quantitative Easing*

Les QE de la Fed ont consisté en des achats de titres (titres du Trésor, MBS, titres d'agence) financés par de la monnaie banque centrale créée pour l'occasion. Ces titres apparaissent à l'actif du bilan de la Fed alors que l'augmentation des réserves des banques est apparue au passif du bilan de la Fed pour un montant équivalent. **Les QE ont donc mécaniquement fait monter le bilan de la Fed.**

Est-ce que ce sont les banques qui ont vendu les titres du Trésor à la Fed ? Si les banques avaient vendu leurs propres titres du Trésor à la Fed, leur bilan n'aurait pas augmenté et la seule conséquence du QE aurait été une modification de la structure de leurs actifs (des titres du Trésor vers les réserves détenues auprès de la Fed). Toutefois, l'étude de la structure de détentions des titres du Trésor américains montre que les banques américaines ont été acheteuses nettes de ces titres pendant les périodes de QE. En réalité, les banques, qui sont les seules à disposer d'un compte à la Fed, ont donc plutôt joué un rôle d'intermédiaire. Prenons l'exemple d'un investisseur qui vendrait des titres à la Fed par l'intermédiaire d'une banque : dans ce cas, l'apport des titres par l'investisseur s'inscrit dans un premier temps au passif de la banque et la vente des titres à la Fed par la banque conduit à une augmentation des réserves excédentaires de celle-ci à son actif et à une augmentation équivalente des dépôts à son passif. **Les opérations de QE n'ont donc pas seulement contribué à l'augmentation du bilan de la Fed mais aussi à celui des banques américaines.**

Comment se passent les réinvestissements des titres du Trésor arrivant à maturité ? La Fed réinvestit les montants correspondants aux titres arrivant à maturité directement sur le marché primaire auprès du Trésor américain, sans recourir à des intermédiaires. Les réinvestissements sont répartis sur les enchères de titres du Trésor se produisant le jour de l'échéance des titres (au prorata du volume de chacune des enchères se déroulant ce jour-là).

Lorsque la Fed prendra la décision de ne plus réinvestir les titres qu'elle détient, d'autres investisseurs se substitueront à la Fed, leurs dépôts bancaires baisseront, ce qui entraînera la baisse des réserves excédentaires des banques.



3 Économies émergentes : ne jetons pas le bébé avec l'eau du bain !

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique*

Une classe d'actifs offrant de nombreuses opportunités mais pas toujours facile à promouvoir

L'univers émergent demeure relativement peu connu du grand public et même de la plupart des gérants de portefeuille. Il faut dire qu'il est difficile de suivre de manière assidue un univers qui comporte autant de pays : 21 pour le MSCI et 65 pour l'EMBIG. Dans l'inconscient collectif, ces pays et leurs actifs, du fait de la méconnaissance qu'on en a, sont toujours considérés comme risqués. Ces classes d'actifs sont donc encore très délaissées et l'univers émergent reste sous-investi. Pourtant, cet univers représente d'importantes opportunités d'investissement qu'il convient de ne pas négliger.

Notamment, la diversité de cet univers en terme géographique mais aussi en termes de catégories de risque est un atout majeur permettant une meilleure optimisation de la gestion d'actifs. En effet, cet univers permet d'investir dans plus de 60 dettes souveraines mais aussi dans plus de 500 dettes d'entreprises et ce, que ce soit en dollars/en euros qu'en monnaies locales. Par ailleurs, cet univers qui représente aujourd'hui un marché liquide et profond avec plus de 14 000 milliards de dollars investissables, soit plus de 10 % de la dette mondiale, devrait continuer de croître avec le développement des places financières dans ces pays.

Cependant, depuis quelques années, ces économies ont dû faire face à de nombreux chocs économiques, financiers et politiques qui n'ont pas facilité la promotion de ces actifs. Parmi ces chocs, l'annonce par Ben Bernanke de la normalisation de la politique monétaire américaine en 2013 (Taper Tantrum), la chute des cours des matières premières l'année suivante et les doutes sur l'atterrissage de l'économie chinoise en 2015 ont certainement été les plus sévères.

Notons toutefois que tous les pays n'ont pas été affectés de la même manière. Les exportateurs nets de matières premières ont sans aucun doute été les plus pénalisés, au premier rang desquels la Russie et le Brésil qui rappelons-le ont également dû faire face à des chocs (géo) politiques. Par ailleurs, malgré ces différents chocs, les diverses classes d'actifs émergents ont relativement mieux performé que leurs homologues européens et américains sur la période 2013-2016. Précisons également qu'il convient de faire le distinguo entre performances des actifs financiers et situations macroéconomiques des pays. En effet, alors que le Brésil enregistrait une récession sans commune mesure, sa dette fait partie de celles qui ont offert les meilleurs rendements sur la période.

En outre, depuis le printemps 2016, l'environnement économique est devenu plus favorable aux économies émergentes. Les signes de stabilisation de l'économie chinoise, la remontée des prix des matières premières et la faible hausse des taux américains leur ont redonné des marges de manœuvre. L'élection de D. Trump aux plus hautes fonctions de la Maison Blanche en novembre, du fait de ses positions sur le protectionnisme et sur les accords de libre-échange mais aussi de ses propos virulents à l'encontre de certains pays comme le Mexique et la Chine, a de nouveau jeté un froid sur les économies émergentes. Les marchés ayant par ailleurs augmenté la probabilité d'un scénario de reflation aux États-Unis, il en a résulté une moindre collecte de capitaux pour les émergents et une dépréciation de la plupart des monnaies. Le peso mexicain en raison de son intégration commerciale et financière a été la première victime contraignant la banque centrale à augmenter drastiquement ses taux pour ancrer les anticipations d'inflation alors même que l'activité mexicaine décélère par rapport à 2015.

Toutefois, depuis le début du mois de janvier, les flux de capitaux sont de retour sur les émergents (cf. graphique 1) et les monnaies ont à peu près

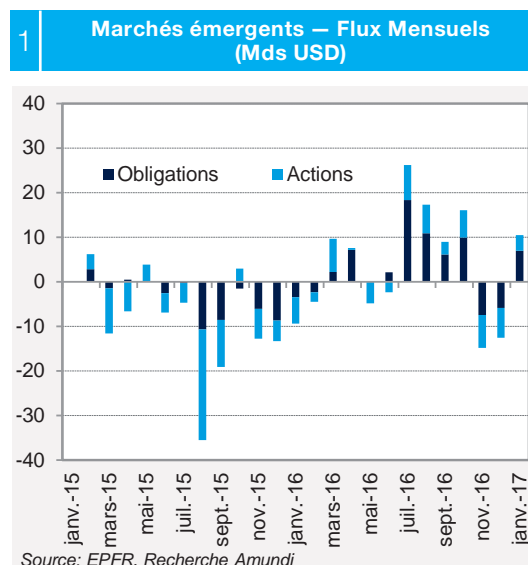
L'essentiel

Avec l'élection de Donald Trump, les marchés ont fortement révisé leurs anticipations.

Cela s'est traduit dans un premier temps, comme pour chaque nouvelle source de stress, par un retrait des économies émergentes. Toutefois, depuis un mois, les marchés reviennent vers ces économies et cela nous semble être justifié.



Depuis le printemps 2016, l'environnement économique est devenu plus favorable aux économies émergentes.



Mars 2017

toutes regagné le terrain qu'elles avaient perdu depuis l'élection américaine. La correction qui est en train de s'opérer sur les marchés nous paraît sensée car le mouvement initial semblait excessif.

Des fondamentaux robustes malgré des années passées compliquées

Même si les profils économiques divergent d'un pays à l'autre, l'univers émergent dans son ensemble reste très attractif. Tout d'abord, alors que la croissance des émergents avait fortement décéléré en 2015 (4,2 %) en raison de récessions enregistrées dans certains pays comme le Brésil et la Russie, elle devrait rebondir en 2017-2018 aux alentours de 4,5 % alors même que celle des économies avancées devrait stagner (moins de 2 %), (cf. graphique 2). En outre, certains pays d'Asie continuent de croître à des rythmes supérieurs à 6 % (Inde, Chine et Philippines). Du côté de l'inflation, les tendances sont aussi à l'amélioration (cf. graphique 3). Dans les pays d'Asie et d'Europe émergente, en proie à de fortes pressions déflationnistes ces dernières années, la reflation est en cours. En Asie, c'est sans aucun doute la stabilisation de l'économie chinoise et le retour en territoire positif des prix de production qui sont à l'origine de cette remontée des prix. En Europe émergente, le vieillissement de la population pèse sur le marché du travail et les tensions salariales se transmettent au reste de l'économie. Dans les pays exportateurs nets de matières premières, la mise en œuvre d'une politique monétaire rigoureuse a permis un repli marqué de l'inflation qui devrait se poursuivre avec la stabilisation (voire l'appréciation de leur monnaie). Les cas de la Russie et du Brésil sont en ce sens remarquables. En effet, alors que la Russie et le Brésil enregistraient des niveaux d'inflation de respectivement 16 et 10 % en 2015, à la fin du mois de janvier 2017 ils étaient repassés sous la barre des 6 %. Cette diminution de l'inflation et des pressions inflationnistes redonne de nouvelles marges de manœuvre aux banques centrales. Certaines comme celles du Chili et du Brésil ont d'ores et déjà procédé à une ou plusieurs baisses de taux. Le desserrement des contraintes monétaires devrait redynamiser la croissance. Ainsi les économies qui ont été les plus touchées comme la Russie et le Brésil, deux années consécutives de récessions de forte ampleur, devraient renouer avec des taux de croissance positifs — rapidement pour la première et d'ici la fin 2017 pour la seconde.

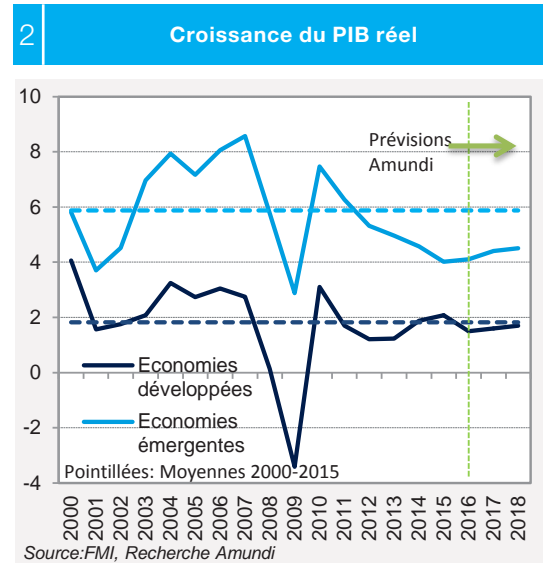
Bien entendu, ces différents chocs n'ont pas été sans impacter les déficits publics de certains pays. Toutefois, à quelques exceptions près (Brésil et Arabie Saoudite), ceux-ci sont restés relativement contenus. Par ailleurs, le niveau de la dette publique demeure dans la plupart des pays inférieur à 50 % du PIB (cf. graphique 4), ce qui est loin d'être le cas de la majeure partie des économies avancées. De surcroît, à l'exception des pays d'Europe émergente (Bulgarie, Croatie, Roumanie et Hongrie), le taux de prêts non performants de ces pays est comparable à celui des économies avancées. La dette de cet univers émergent est donc de bonne qualité. Du côté des comptes extérieurs, la situation est également largement meilleure qu'en 2014-2015 (cf. graphique 5). Au Q3 2016, mise à part la Turquie, les seuls pays à avoir des déficits courants encore importants i.e supérieurs à 3 % sont des pays exportateurs nets de matières premières (Afrique du Sud, Pérou, Colombie et Venezuela) qui ont subi de plein fouet la chute des cours. Le cas du Venezuela est extrême du fait de sa totale dépendance au pétrole et la résorption de son déficit prendra du temps si on exclut un retour des cours à leurs niveaux passés. En revanche, le déficit courant des trois autres pays devrait se réduire rapidement. Au niveau agrégé, l'univers émergent enregistre des excédents courants supérieurs à 2 % du PIB alors que les économies avancées sont encore déficitaires.

Un risque baissier qui ne doit pas être éliminé mais qui demeure limité

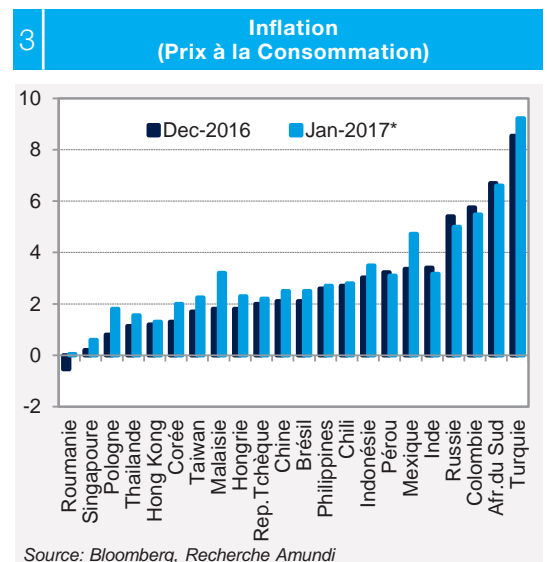
La bonne tenue des économies émergentes dépend, nous l'avons dit, de plusieurs facteurs : prix des matières premières, normalisation de la politique monétaire américaine, évolution du dollar et stabilisation de l'économie chinoise. A priori, les risques relatifs à ces divers facteurs sont limités. Les indicateurs



Les fondamentaux économiques se sont améliorés y compris dans la plupart des pays marqués par des années passées compliquées



L'élection de D. Trump est une nouvelle source d'incertitude qu'il convient toutefois à ce stade de ne pas surévaluer

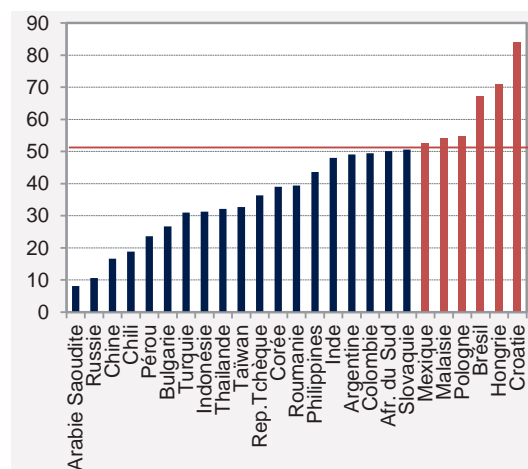


Mars 2017

économiques en provenance de Chine sont rassurants. Notre scénario central plaide en faveur d'une stabilisation de l'économie chinoise en 2017-2018, qui devrait d'ailleurs soutenir la demande et donc les prix des matières premières. En outre, sans choc économique et/ou géopolitique additionnel, les producteurs de pétrole ne devraient pas remettre en cause l'accord passé cet hiver. Outre-Atlantique, nous prévoyons que l'administration américaine ne pourra pas mettre en œuvre l'intégralité des mesures annoncées, le Congrès n'étant pas favorable au creusement des déficits publics. Par conséquent, les gains de croissance devraient être tenus et ne se matérialiser qu'en 2018. L'inflation sous-jacente devrait donc être contenue. Nous prévoyons deux hausses de taux de 25pb chacune, déjà « pricées » par les marchés et qui ne devraient donc pas avoir d'impact majeur sur les économies émergentes. De même, les taux longs américains ne devraient pas augmenter significativement. Enfin, les marchés des changes seront sans aucun doute encore très volatils du fait des annonces du Président américain mais en moyenne le dollar devrait se stabiliser.

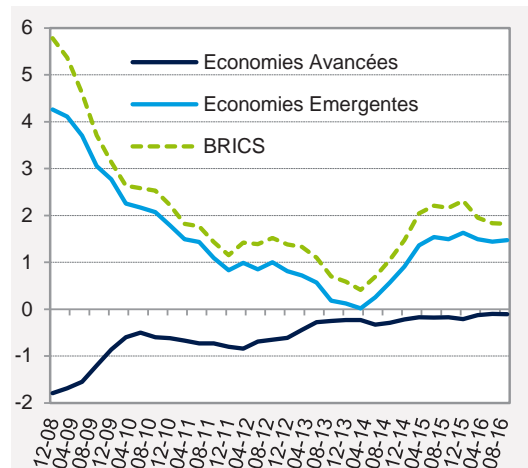
En effet, l'arrivée de D. Trump au pouvoir a constitué une nouvelle source d'incertitude pour les économies émergentes mais nous pensons que la réaction de marché a été un peu excessive et que la correction en cours est en quelque sorte logique. Il est évident qu'une remise en cause des accords de libre-échange serait un frein à la croissance mondiale et que certaines économies pourraient en pâtir. Cependant, avant que ces accords soient abandonnés ou modifiés, il y a un certain délai que les économies émergentes vont sans aucun doute mettre à profit pour entériner de nouveaux accords bilatéraux avec d'autres pays. Enfin, les accusations de D. Trump envers la Chine, qui nous apparaissent être comme le risque le plus important, sont multiples et répétées mais à ce stade il s'agit de beaucoup d'agitation et on n'a toujours pas vu d'actes majeurs en provenance de la Maison Blanche. Du côté chinois, on ne note a priori pas d'inquiétudes marquées à ce sujet même si à quelques mois d'un congrès du Parti communiste le Président Xi Jinping vient de procéder à un remaniement au sein de son équipe économique et financière en vue de gérer au mieux le ralentissement de l'économie, l'endettement des collectivités locales et les sorties de capitaux etc. Entre discours grandiloquents et pragmatisme, les autorités chinoises semblent penser que le nouveau tonitruant Président des États-Unis sera par la force des choses obligé de céder à la raison. Le cas échéant, nul doute que les héritiers de « L'Art de la guerre » (Sun Tzu) sauront affûter leurs armes les temps venus.

4 Dette Publique (2016 T3, % PIB)



Source: Datastream, Recherche Amundi

5 Compte Courant (Q3 2016, % PIB, CVS)



Source: Bloomberg, Recherche Amundi



4 La Chine est-elle en train de façonner un nouveau cycle d'expansion mondial de trois ans ?

MO JI, *Stratégie et Recherche Économique*

En matière d'investissement, la stabilisation de l'économie chinoise en 2016 plaide en faveur d'une exposition aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents, mais cela n'implique pas nécessairement d'investir directement en Chine. Comme selon nous **la stabilisation de l'économie chinoise va durer** au moins jusqu'à la fin de l'année 2017, les positionnements qui ont fonctionné en 2016 continueront à porter leurs fruits en 2017. Nous prévoyons donc une **poursuite de la hausse des valeurs cycliques, des matières premières et des marchés émergents**. La stabilisation de l'économie chinoise pendant toute l'année 2017 ne fait toujours pas l'objet de consensus. Les prévisions de poursuite du rebond jusqu'à la fin 2017 des secteurs cycliques, des matières premières et des marchés émergents font toujours débat, et les investisseurs restent peu exposés à ces secteurs. C'est pourquoi nous entrevoyons un potentiel haussier pour ces trois segments.

Nous pensons que la Chine est en train de façonner un nouveau cycle d'expansion mondial de trois ans (de 2016 à 2018), et que ce cycle est actuellement en train de se matérialiser. Notre prévision d'une hausse continue des secteurs cycliques, des matières premières et des marchés émergents au moins jusqu'à la fin de l'année 2017 n'est pas partagée par le consensus.

Pourquoi prévoir une poursuite du rebond des secteurs cycliques ?

1. La stabilisation de l'économie chinoise entre 2016 et 2018 est favorable à un cycle d'expansion mondial. Le cycle conjoncturel mondial a été court et peu étoffé, en particulier entre 2011 et 2015 lorsque les effets marginaux de l'assouplissement des politiques monétaires et budgétaires ont diminué. La stabilisation de l'économie chinoise en 2016 a semblé-t-il surpris tout le monde, mais pas nous. Entamée depuis un an, cette stabilisation participe à la mise en place d'un modeste cycle d'expansion pour l'économie mondiale et les marchés internationaux. Mais comme nous prévoyons que la stabilisation de l'économie chinoise va se poursuivre pendant toute l'année 2017, le cycle d'expansion va lui aussi se prolonger. Bien que nous ne soyons qu'en février et que d'habitude nous ne formulons nos prévisions sur 12 mois qu'en septembre, nous pensons que la stabilisation de l'économie chinoise va se poursuivre jusqu'à la fin 2018. Quelles sont les conséquences de cette prévision ? Les trois années de stabilisation économique que va connaître la Chine sont largement suffisantes pour enclencher un cycle d'expansion mondial bien plus vigoureux que lors des années précédentes. **Le cycle d'expansion mondial pourrait donc durer 3 ans (entre 2016 et 2018) grâce à la stabilisation de l'économie chinoise.**

2. À l'échelle mondiale, les secteurs cycliques restent bon marché par rapport aux secteurs défensifs. Malgré la baisse de leur ratios cours/valeur comptable (de 4x en 2016 à 2,5x en 2017), les valorisations des secteurs défensifs restent élevées par rapport aux secteurs cycliques.

3. Des positionnements modestes : le marché ne semble pas encore prêt pour un cycle d'expansion : en effet, l'idée d'une stabilisation de la Chine continue à susciter le débat et les niveaux de participation sont très faibles (les secteurs cycliques, comme la finance et l'énergie, restent sous-pondérés à hauteur de -2,5 % par rapport aux indices de référence, les matériaux de -1 % et les valeurs industrielles de -0,8 %).

4. Conséquences en matière d'investissement : les secteurs cycliques vont continuer à performer au niveau mondial en 2017 et les matières premières qui sont cycliques devraient continuer de surperformer dans les pays émergents.

L'essentiel

Selon nous, la stabilisation de l'économie chinoise, qui va finalement s'étaler entre 2016 et 2018, contribue à l'émergence d'un nouveau cycle d'expansion mondial de trois ans qui, lui aussi, est plus long et plus dynamique que prévu. Ce cycle d'expansion sera clairement favorable aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents. Ces secteurs ont porté leurs fruits en 2016 et devraient encore contribuer aux performances en 2017 et en 2018.

La remontée des prix de production en Chine va entraîner les taux réels en territoire négatif, de nouvelles révisions à la hausse des bénéfices et un recul des ratios de créances douteuses, qui sont toutes des tendances très favorables. De plus, les surprises positives en provenance de Chine (croissance soutenue des investissements privés, des investissements publics et déstockage des biens immobiliers) ne sont pas encore intégrées dans les prix de marché. Ce qui donne l'occasion d'entrer sur le marché et de s'exposer aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents.



Un nouveau cycle d'expansion mondial se profile !



Le consensus ne croit toujours pas à une stabilisation de l'économie chinoise en 2017



Mars 2017

Pourquoi une poursuite du rebond des matières premières ?

1. Demande locale en matières premières découlant de la stabilisation de la Chine : la demande en matières premières tient surtout aux infrastructures (croissance des dépenses publiques), à l'immobilier (la faiblesse des stocks **dope** les nouveaux investissements et les mises en chantier) et à l'accélération des capacités du secteur manufacturier (forte croissance des investissements du secteur privé que le marché n'a pas intégrée).

2. Pourquoi importer des matières premières et ne pas les produire sur le territoire, ce qui est plus efficace ? Pour atteindre ses objectifs de réduction des surcapacités dans un contexte marqué par la détérioration de l'environnement, la Chine doit importer des matières premières pour répondre à la demande locale, qui est bien plus importante que prévu en raison de l'augmentation des capacités de production des secteurs public et privé. Ces tendances ont entraîné des importations historiques dans toutes les catégories de matières premières (minerai de fer, acier, charbon, etc.). Les autorités chinoises ont encore réduit les surcapacités en 2016, notamment pour l'acier (-65 millions de tonnes contre un objectif de 45 millions de tonnes) et pour le charbon (-290 millions de tonnes contre un objectif de 250 millions de tonnes). Les nouveaux objectifs de réduction de la production d'acier et de charbon sont de 140 et 800 millions de tonnes respectivement lors des 3 à 5 prochaines années.

3. Conséquences en matière d'investissement : Comme la perspective d'une stabilisation de l'économie chinoise fait toujours débat parmi les investisseurs, et que le cycle d'expansion pourrait durer jusqu'à la fin 2018, **les secteurs de l'énergie et des matériaux, notamment dans les pays émergents, vont encore réserver des surprises positives en 2017.**

Pourquoi une poursuite du rebond des marchés émergents ?

1. Chine. Concrètement, trois facteurs essentiels déterminent s'il est pertinent d'investir dans les pays émergents : il s'agit du sentiment des marchés à l'égard de la Chine, du pétrole et du dollar. En ce qui concerne la Chine, nous continuons à penser que la stabilisation de l'économie va se poursuivre tant sur un plan micro que macroéconomique. Le principal indicateur que nous suivons depuis le début de la stabilisation de l'économie en octobre 2015 est l'indice des prix à la production (IPP). **Quelles sont les conséquences des 14 mois d'amélioration de l'IPP ?**

- **Désormais négatifs en Chine, les taux d'intérêt réels ont baissé de plus de 10 %, ce qui est considérable.** Le facteur le plus encourageant est le coût réel de financement, qui est désormais négatif. Le taux d'intérêt réel est calculé par rapport au taux de prêt de référence à un an ; il est passé de 10,3 % en octobre 2015 [4,35 % - (-5,9 %)] à -2,6 % en janvier 2017 [4,35-6,9 %].

- **Le rebond des bénéfices surprend agréablement.** Depuis le début de la remontée de l'IPP, le ratio des révisions des bénéfices en Chine ne cesse d'être supérieur aux attentes, avec un chiffre qui s'établit désormais à 0,92. Le seuil de 1 (qui témoigne de l'entrée dans un marché haussier) est donc proche. Comme nous tablons sur un IPP en territoire positif en 2017, nous pensons que le ratio des révisions va continuer à augmenter, comme en 2016.

- **Baisse inattendue des ratios de créances douteuses.** Le marché ne l'a pas encore intégré, mais le ratio des créances douteuses des banques a diminué au 4^e trimestre 2016. Pourquoi ? Grâce au rebond de leurs bénéfices, les entreprises sont davantage en mesure de rembourser leur dette/les intérêts. Cette baisse des créances douteuses est plus qu'encourageante.

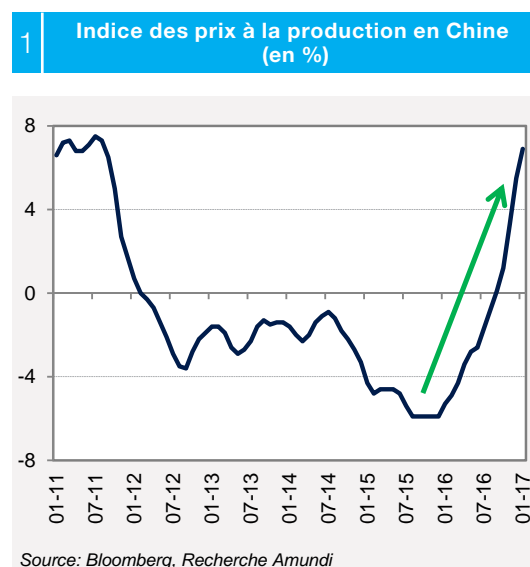
2. Pétrole. Les prix du pétrole vont rester stables en 2017 en raison de la réduction/du gel de la production et de la demande structurelle en provenance de Chine, ce qui se répercutera aussi sur de nombreux marchés tant développés qu'émergents.



Dans les secteurs cycliques, les matières premières vont continuer à surperformer



Les taux d'intérêt réels sont désormais négatifs en Chine !



Mars 2017

3. Dollar. La vigueur relative de l'économie américaine devrait entraîner des relèvements de taux de la Fed et une certaine fermeté du dollar. Le dollar devrait plutôt se stabiliser en comparaison de son dynamisme des années précédentes en termes de taux de change effectif réel 6,8 % (2014), +9,4 % (2015) et 4,35 % (2016).

Quelles surprises positives en provenance de Chine peuvent soutenir ces mouvements de hausse ?

Les surprises économiques positives en Chine ne peuvent plus échapper aux investisseurs, mais elles ne sont toujours pas intégrées dans les prix, ou simplement sous-estimées. Ces surprises positives, tant micro que macroéconomiques, vont contribuer à la stabilisation de l'économie chinoise et à l'émergence d'un cycle d'expansion mondial plus long que prévu initialement (trois ans, de 2016 à 2018).

1. Augmentation des capacités de production du secteur privé: ce facteur a été le tout premier signe d'une reprise soutenue de l'économie. Il s'agit d'une première depuis 5 ans. Mais ces capacités commencent bel et bien à augmenter en Chine. Alors que la hausse de l'IPP s'est répercutée sur l'IPC, les secteurs économiques en amont ont sensiblement accru leurs capacités de production (de 60 %). Pourquoi ? Car avec les deux derniers plans quinquennaux (les 11^e et le 12^e), le secteur privé en Chine a connu une véritable recomposition/restructuration ; le rebond de leurs capacités montre que leur processus transformation est désormais terminé, ce qui est favorable à l'économie mondiale. Nous devrions maintenant observer une augmentation des dépenses de R & D et des gains de productivité.

2. Augmentation des capacités de production du secteur public: sur le plan macroéconomique, les investissements en infrastructures ont été l'un des catalyseurs de la stabilisation globale de l'économie chinoise. Les ventes de pelleteuses pour le secteur de la construction sont soutenues depuis septembre 2016 (+60 % en glissement annuel) et étaient toujours élevées en janvier 2017. Cette augmentation des capacités de production du secteur public ne serait pas aussi marquée sans les nombreux projets de construction prévus pour les deux ou trois prochaines années (dans les infrastructures ou l'immobilier). Cette tendance positive va aussi dans le sens d'une poursuite de la stabilisation de l'économie chinoise jusqu'en 2018 et au-delà.

3. Forte baisse des stocks dans l'immobilier: les villes de 1^{re} et 2^e catégories (Tier 1 et Tier 2) ont enregistré un très fort déstockage. Le déstockage prononcé dans les villes de 3^e et 4^e catégories (Tier 3 et Tier 4) est en revanche beaucoup plus surprenant. Qui sont les acheteurs ? Il s'agit de travailleurs des villes de 1^{re} et 2^e catégories qui reviennent dans les villes de 3^e et 4^e catégories pour y faire des acquisitions. Compte tenu de la faiblesse globale des stocks, les mises en chantier et les investissements immobiliers seront certainement supérieurs aux attentes en 2017. Ce qui contribuera fortement à la stabilisation de l'économie chinoise.

Conclusion

Selon nous, la stabilisation de l'économie chinoise, qui va finalement s'étaler entre 2016 et 2018, contribue à l'émergence d'un nouveau cycle d'expansion mondial de trois ans qui, lui aussi, est plus long et plus dynamique que prévu. Ce cycle d'expansion sera clairement favorable aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents. Ces secteurs ont porté leurs fruits en 2016 et devraient encore contribuer aux performances en 2017 et en 2018.



Le secteur privé est de nouveau en mesure d'augmenter ses capacités de production !



Le déstockage des biens immobiliers est plus prononcé que prévu !



5 Obligations d'entreprises en euro : analyse des valorisations

VALENTINE AINOUIZ, SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique*

Grâce au CSPP, les obligations d'entreprises en euro sont plus résistantes et plus stables

Près d'un an après son lancement, le programme CSPP continue à donner le LA sur le marché des obligations d'entreprises en euro et reste le principal déterminant de ses performances. Les premiers achats de titres ont débuté en juin, quelques jours avant le choc du Brexit. Ce dernier, dans une certaine mesure, a fait office de « stress test de marché » pour la classe d'actifs après le soutien apporté par la BCE. Une fois inclus dans le QE de la BCE, la classe d'actifs a gagné en stabilité et en résistance face aux chocs, non seulement par rapport à son historique de pertes mais aussi par rapport aux autres produits de spreads. Au cours des derniers trimestres, sa « fonction de réaction » lors des phases d'aversion au risque ou face aux chocs politiques a clairement augmenté, et sa volatilité a donc diminué. Comme nous l'avions précisé dans notre dernière édition du Cross asset, cette tendance était également manifeste en termes de performance relative par rapport aux autres titres « pourvoyeurs de rendement », comme les emprunts d'État de la périphérie. Comme le montre le graphique 1), les obligations à haut rendement se sont clairement distinguées des autres catégories de titres puisque les obligations notées B et BB ont enregistré une surperformance de 12 % et 10 % respectivement depuis le 10 mars 2016, date du lancement du programme CSPP. Les titres notés BBB ont également surperformé les emprunts d'État *core*, même si au cours des tout derniers trimestres leur surperformance s'est stabilisée aux alentours de 4 %. Le découplage le plus marqué est intervenu entre les marchés du crédit et la dette périphérique. Cette dernière a bien plus souffert que les obligations *corporate* de la montée du risque politique à la suite du référendum constitutionnel italien et, plus récemment, des incertitudes entourant le résultat de la prochaine élection présidentielle en France. Entre le début du QE et le mois de mars 2016, l'écart de performance relative entre la dette périphérique et les obligations d'entreprise s'est inversé, la première ayant surperformé les secondes.

Valorisations des obligations d'entreprise en euro vs. les déterminants de leurs performances

Le revers de la médaille de la surperformance récente des marchés du crédit est le niveau élevé atteint par les valorisations. Les spreads sont récemment retombés en deçà des niveaux justifiés par leurs catalyseurs habituels, tant pour les obligations à haut rendement que pour les obligations IG non-financières. Les régressions menées en fonction des indicateurs avancés macroéconomiques, de la volatilité implicite des actions et de la prime de risque de la dette souveraine suggèrent — pour les spreads des titres à haut rendement et des émissions industrielles BBB — une « juste valeur » plus élevée que les niveaux de marché actuels, de 30 pb et 10 pb, respectivement. Comme le montrent les différents graphiques, les spreads des obligations spéculatives sont cohérents avec le niveau de 56 récemment atteint par l'indice PMI composite, qui mesure la dynamique de la croissance macroéconomique attendue. En matière de corrélation historique, ils concordent également avec la volatilité implicite des actions, qui est actuellement assez basse. Le facteur qui semble témoigner du niveau plus faible des spreads HY est leur lien habituel avec le risque systémique, mesuré par les spreads de la dette périphérique. L'un des graphiques montre qu'en matière de relation historique avec les marchés périphériques, les spreads des titres spéculatifs devraient être supérieurs à leurs niveaux actuels de 75 à 100 pb.

Risque politique vs. tendances économiques

Ces derniers temps, la dynamique de croissance de la zone euro n'a jamais semblé aussi soutenue que ces derniers mois : dans le sillage de l'embellie

L'essentiel

Le programme d'achat d'obligations d'entreprises (CSPP) lancé par la BCE il y a un an a indubitablement renforcé la stabilité et la résistance à l'aversion au risque de la classe d'actifs des obligations d'entreprise par rapport à ses tendances historiques et aux autres segments du marché obligataire. Ces derniers mois, les spreads des titres HY et IG ont évolué en fonction de la dynamique soutenue des tendances macro et microéconomiques et ont été corrélés à la baisse de la volatilité implicite des actions. On a donc constaté une dissociation des spreads *corporate* par rapport à la hausse de la prime de risque des emprunts d'État. Cette dernière a augmenté en raison des incertitudes liées au résultat du référendum italien en décembre et, plus récemment, des échéances électorales qui approchent, notamment en France.

Dans cet article, nous analysons les liens entre les marchés du crédit et les tendances de leurs principaux catalyseurs, en nous intéressant notamment aux opportunités de valeur relative par rapport aux autres classes d'actifs du marché obligataire européen. Le revers de la médaille de la surperformance récente des marchés du crédit est le niveau élevé atteint par les valorisations. Mais compte tenu des taux négatifs et du QE de la BCE, il est relativement compliqué de tirer des conclusions claires en matière de valeur relative pour les emprunts d'État *core* ou, plus globalement, pour les « actifs sans risque », la dette périphérique et les obligations d'entreprise : les différents segments de la courbe des taux vont probablement évoluer dans des environnements distincts et donc mener à des conclusions d'investissement différentes.

March 2017

économique globale, nous avons récemment révisé à la hausse nos perspectives macro de la zone euro pour 2017. La confiance des entreprises et la confiance des ménages sont solides et proches de niveaux records, et la BCE maintient des conditions financières accommodantes et favorables à la croissance. Selon les toutes dernières statistiques, la croissance des prêts des banques aux ménages et aux entreprises non-financières a encore repris des couleurs, et les marchés primaires sont encore largement accessibles aux entreprises souhaitant se refinancer en profitant de coûts financiers réduits. La volatilité implicite des actions est faible par rapport à ses niveaux historiques, dans le sillage de l'amélioration de la situation macroéconomique et des signaux positifs envoyés par la saison des résultats en cours.

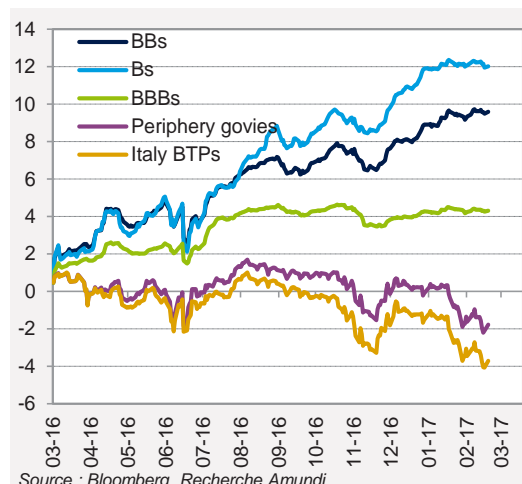
Malgré des fondamentaux globalement positifs, les risques politiques ont fait leur retour et devraient persister; ils vont même probablement déterminer l'évolution des valeurs relatives et des primes de risque sur les marchés des emprunts d'État en 2017. Les élections françaises seront un point d'orgue de l'année 2017, davantage que les échéances électorales aux Pays-Bas et en Allemagne, mais les marchés vont aussi continuer à surveiller les incertitudes inhérentes à la situation politique italienne. En valeur relative, la montée des risques politiques a davantage pesé sur les obligations souveraines que sur les obligations d'entreprise: le spread des OAT à 10 ans par rapport aux Bunds était de 48 pb le 24 janvier et a atteint un pic à 80 pb un mois plus tard. L'impact a été plus limité en valeur absolue, mais en valeur relative il représente une hausse de 66 % : par rapport au passé, la variation semble assez logique puisqu'il faut remonter à 2012 pour observer des niveaux semblables. Nous avons analysé les variations correspondantes enregistrées par les spreads des obligations d'entreprise, selon le pays des émetteurs, et les résultats de notre analyse semblent intéressants: les spreads payés par les émetteurs français ont augmenté sur les segments IG et HY, tant pour la dette financière que non-financière. Cette évolution a également concerné les émetteurs des pays de la périphérie mais dans une moindre mesure et de manière moins uniforme que pour les émetteurs français. Une chose est toutefois surprenante en valeur relative et par rapport aux niveaux de départ: en effet, les spreads des entreprises françaises n'ont augmenté que 5 % à 10 %, soit bien moins que la hausse de 66 % que nous avons mentionnée pour les OAT. Les obligations d'entreprise espagnoles et italiennes ont également mieux résisté que d'habitude à la volatilité subie par les BTP et les Bonos.

En résumé, les marchés du crédit et les autres actifs risqués restent presque intégralement corrélés aux tendances des fondamentaux micro et macroéconomiques, grâce au soutien du QE de la BCE: ils n'intègrent donc pas de hausse du risque systémique liée aux échéances électorales qui se profilent. À cet égard et en tenant compte de leur lien avec les dernières statistiques économiques, on peut avancer que les valorisations du crédit intègrent déjà la quasi-totalité des bonnes nouvelles et présentent donc un moindre potentiel de surperformance à court terme. Comme la dette des émetteurs français représente 23 % de la dette IG en euro et la dette périphérique 10 %, le risque d'un retournement de tendance et d'un rééquilibrage avec la dette souveraine a sûrement augmenté, en particulier à l'approche des différentes échéances électorales et compte tenu des tendances des sondages.

Opportunités de valeur relative sur la courbe

Compte tenu des taux négatifs et du QE de la BCE, il est relativement compliqué de tirer des conclusions claires en matière de valeur relative pour les emprunts d'État core ou, plus globalement, pour les « actifs sans risque », la dette périphérique et les obligations d'entreprise. Jusqu'à présent, seuls les spreads des obligations souveraines (contrairement à ceux des obligations d'entreprises) intègrent une faible probabilité de risque systémique. Mais dans le même temps, les rendements négatifs compliquent sensiblement la situation, en fonction du segment de la courbe concerné. Intéressons-nous aux graphiques concernant les quatre principaux segments des courbes qui permettent d'établir des comparaisons entre les différents segments

1 Rendement excédentaire vs obligations souveraines cœur zone euro (cumulé, en %)



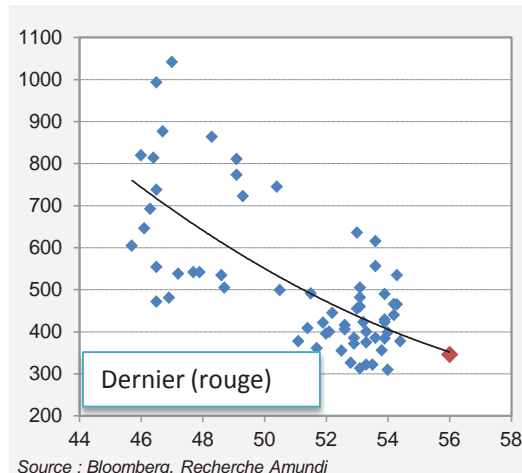
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Le revers de la médaille de la surperformance récente des marchés du crédit est le niveau élevé atteint par les valorisations



2 EUR HY spread (axe Y, en p.b.) vs indice PMI composite (axe X, en p.b.)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



March 2017

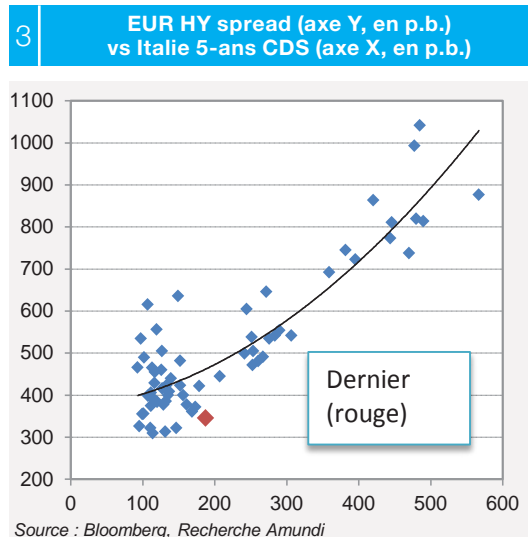
obligataires. Nous avons sciemment exclu les segments à très long terme (maturité supérieure à 10 ans), sur lesquels les obligations d'entreprise IG et HY sont limitées tant en termes de nombre que de taille. Les graphiques présentent les rendements à l'échéance moyens et la dette en circulation pour chacun des principaux sous-segments.

Pour le segment à court terme (1-3 ans), le graphique montre que sur un total de 2 400 milliards d'euros de titres, moins 90 milliards (3 %) offrent un rendement à l'échéance moyen positif proche de 2 %. Près de 14 000 milliards d'euros de titres en circulation présentent un rendement de -50 pb, tandis que le reste (974 milliards d'euros) affiche un rendement quasiment nul. Dans ce dernier segment, nous avons inclus la dette périphérique et les obligations d'entreprises IG. Sur le segment 3-5 ans, les poches de rendement sont légèrement plus intéressantes : seuls 90 milliards d'euros de dette (BB et B) présentent un rendement de 3,5 %, soit moins de 4 % des 2 500 milliards d'euros de dette disponible sur ce segment. Les obligations de la périphérie et les titres d'entreprises IG ne jouent qu'un rôle limité, avec un rendement proche de 50 pb mais, là-encore, avec 54 % de titres disponibles offrant un rendement négatif. La répartition du rendement est plus homogène sur les segments 5-7 ans et 7-10 ans. Plus l'échéance augmente, moins les obligations d'entreprise (et notamment HY) sont nécessaires pour accéder au rendement positif existant.

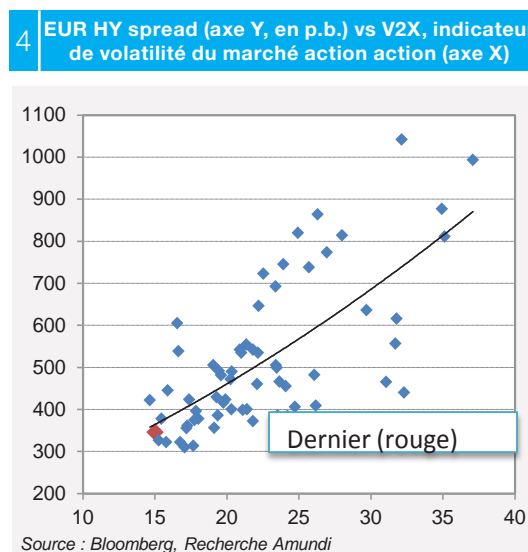
Les graphiques, qui dépeignent la situation du marché obligataire en euro par échéance, mettent en avant des éléments importants :

- La quête de rendement devient un catalyseur de plus en plus important jusqu'au segment à 5 ans
- Sur le segment 1-5 ans, il n'existe aucune alternative aux obligations spéculatives pour obtenir un rendement positif
- En revanche, il en existe quelques-unes sur le segment 3-5 ans.
- Plus l'échéance augmente, moins le risque de crédit est nécessaire pour accéder au rendement positif existant.
- Sur les segments à moyen et long terme, la dette souveraine périphérique est redevenue une pourvoyeuse de rendement, ses rendements récents dépassant ceux des obligations IG.

En combinant d'anciennes preuves empiriques montrant un impact plus marqué du risque politique sur la dette souveraine que sur la dette d'entreprise, et les dernières données relatives aux segments de la courbe et à la quête de rendement, nous sommes arrivés à la conclusion qu'en valeur relative, la dette souveraine est devenue plus attractive que la dette d'entreprise sur les segments à moyen et long terme. En revanche, sur le segment 1-5 ans, les obligations d'entreprise continuent à bénéficier des chiffres que nous avons évoqués et d'une valeur relative désormais bien moins intéressante.

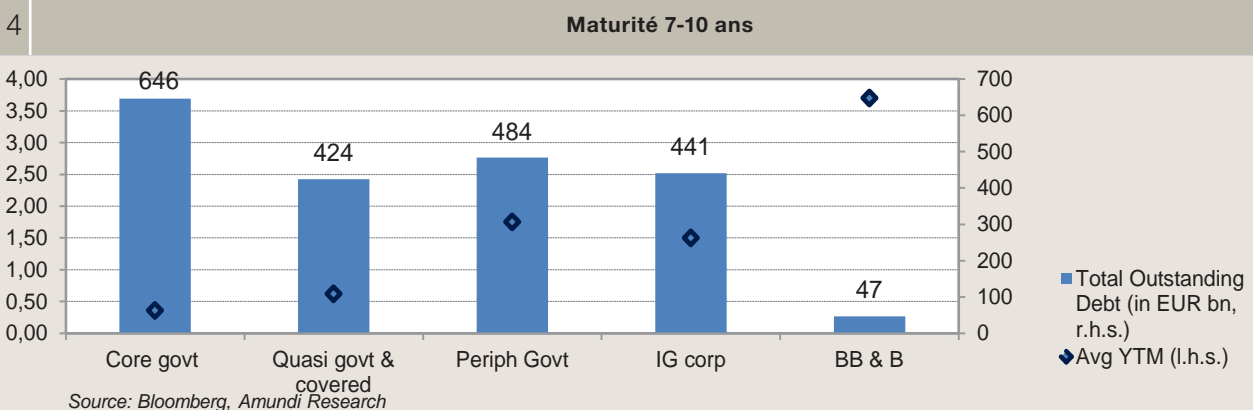
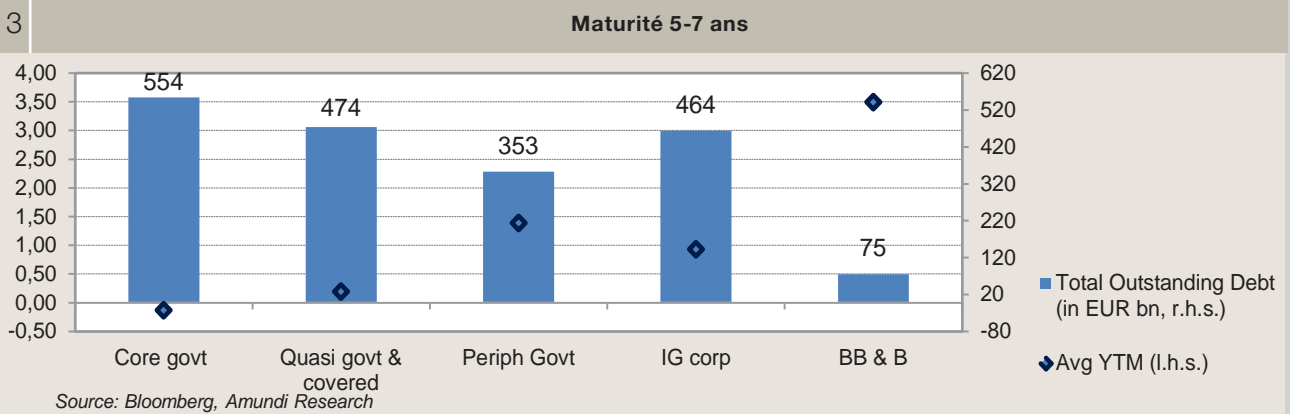
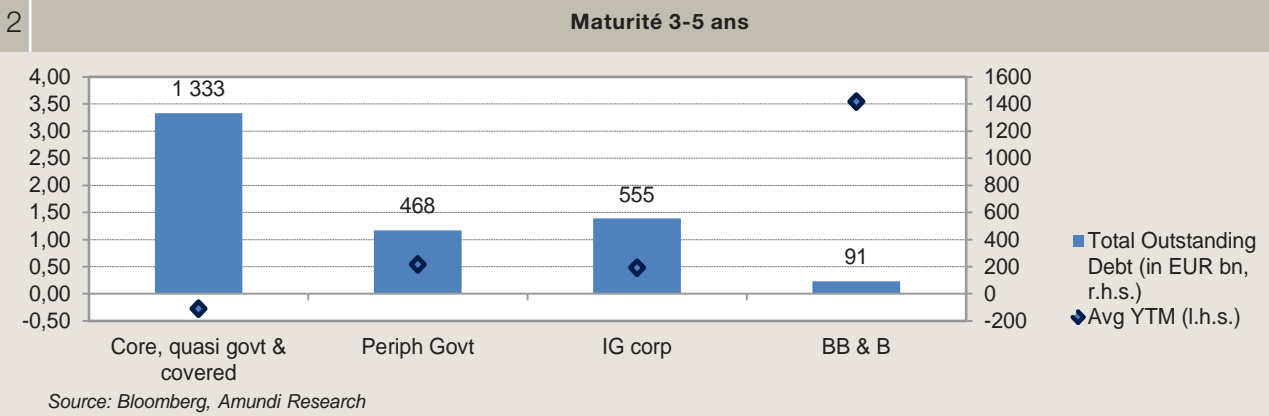
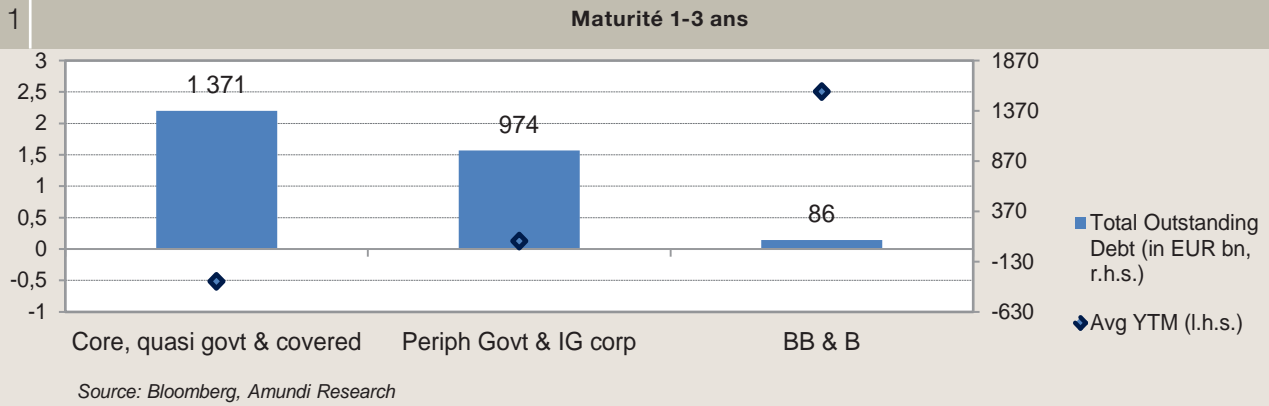


“ Les opportunités de valeur relative entre obligations d'entreprises et dette souveraine sont bien moins intéressantes sur le segment des titres à faible duration ”



March 2017

Montant de dettes vs. rendements à maturité



Mars 2017

> Ré-endettement progressif des entreprises européennes

La reprise graduelle de l'économie européenne se confirme. Plusieurs indices montrent des signes particulièrement encourageants. Les créations d'emploi ont progressé en janvier à leur rythme le plus rapide depuis presque une décennie. Les derniers chiffres PMI donnent également une image positive de l'économie de la zone euro.

Dans ce contexte, nous anticipons un ré-endettement progressif des entreprises européennes. Ces dernières sont globalement peu endettées contrairement à leurs homologues américaines. Cette différence s'explique par la faible croissance de leurs profits depuis la crise qui les a incités 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 programme de d'achat d'obligations d'entreprises de la BCE (CSPP) sur les fondamentaux des entreprises européennes. Les émetteurs Investment Grade jouissent grâce à ce programme de conditions de financement exceptionnelles. L'incitation est donc forte de lever de la dette pour financer des opérations de rachat d'actions ou augmenter les dividendes.

Notre hypothèse se confirme :

- L'activité sur le marché primaire euro s'est accélérée après l'annonce du CSPP. Le volume supplémentaire d'émission est essentiellement imputable aux émetteurs éligibles au programme de la BCE, c'est-à-dire aux entreprises non-financières, notées « Investment Grade » et domiciliées dans la zone euro.
- Le crédit bancaire continue de progresser. Selon les derniers chiffres publiés par la BCE, les encours des prêts aux entreprises non financières (ajustés des titrisations) ont augmenté sur un an de 2.3 % en janvier. Les accélérations les plus marquées ont été observées en Allemagne (+3.6 %) et en France (+4.8 %) et la croissance des volumes est de nouveau en territoire positif pour l'Italie et l'Espagne.

Autre élément intéressant pour confirmer notre scénario : l'activité sur le marché européen des fusions-acquisitions s'est accélérée depuis le début de l'année pour enregistrer un niveau d'activité similaire à celui observé courant 2006.

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.



6 In-EV*-itable : vers une adoption accélérée du véhicule électrique

FRÉDÉRIC LABIA, *Analyse Financière*

Vers une adoption accélérée de l'électrique

Nous pensons que les conditions sont aujourd'hui réunies pour une accélération de la pénétration des véhicules électriques dans les ventes mondiales : technologie/coûts en amélioration constante, surenchérissement des motorisations conventionnelles, réel appétit des consommateurs et élargissement annoncé de l'offre de produits. Nous nous attendons à une progression de la part de marché du véhicule électrique de moins de 1 % en 2015 à 5-10 % en 2025 et environ 15 % en 2030.

1. Des batteries plus performantes et moins chères

L'inévitable amélioration de la performance des batteries devrait conduire à des coûts plus faibles. Des progrès sont aujourd'hui réalisés afin d'optimiser d'une part la densité des batteries : le nombre de kWh par kg de batterie et d'autre part leur efficacité : le nombre de km par kWh.

- La densité devrait en premier lieu bénéficier des progrès réalisés sur la « chimie » des cellules de batterie (environ 50 % du coût de la batterie). Il s'agit d'un travail d'optimisation lié au choix des éléments chimiques constitutifs des différentes parties d'une cellule de batterie : cathode, anode, électrolyte et séparateurs. On estime pouvoir améliorer l'efficacité des batteries d'environ 5 % par an, en ligne avec ce que d'autres industries du secteur technologique réalisent chaque année. Ce chiffre est cohérent avec celui d'Audi qui anticipe une amélioration annuelle de la densité des batteries à hauteur de 6 % entre 2018 et 2025.
- Des progrès sont également attendus en matière de « packaging » des batteries (environ 25 % du coût de la batterie). Une fois fabriquées, les cellules doivent en effet être placées dans des modules pour former le pack qui sera logé dans/sous l'automobile. La configuration et le dessin du pack sont déterminants dans la façon dont le véhicule va extraire l'énergie des cellules. On s'attend à une baisse de ces coûts grâce au travail sur le design des packs d'une part et aux effets d'échelle d'autre part.

L'essentiel

Les conditions semblent réunies pour une accélération de la pénétration des véhicules électriques : inévitable progrès des batteries, surenchérissement des motorisations conventionnelles, appétit croissant du consommateur et constitution rapide d'une offre plus large.

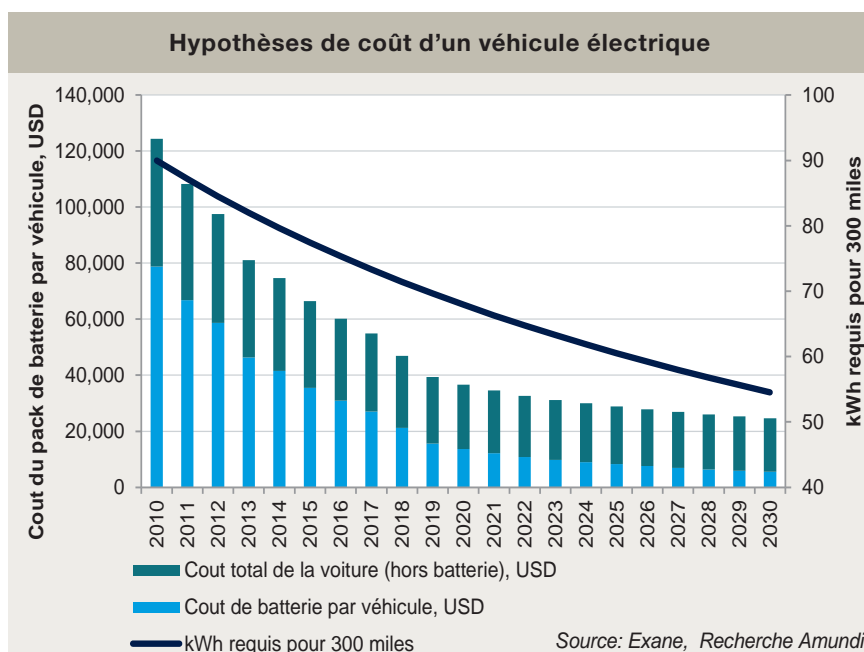
Les conséquences pour l'industrie sont polarisées : à court terme, les constructeurs souffrent de l'accélération de leurs investissements et dépenses, les équipementiers bénéficient de l'émergence d'un nouveau marché.



Nous nous attendons à une progression de la part de marché de moins de 1 % en 2015 à 5-10 % en 2025



L'inévitable amélioration de la performance des batteries devrait conduire à des coûts plus faibles



* EV : electric vehicle/Véhicule électrique



Mars 2017

- L'efficacité des batteries (km/kWh) est davantage une donnée de « sortie ». Une fois le pack de batterie fabriqué, c'est au véhicule d'en tirer la plus grande autonomie. C'est la raison pour laquelle les constructeurs de véhicules électriques ont tant investi sur l'allègement des matériaux : BMW a misé sur la fibre de carbone, Tesla sur l'aluminium. Un cycle vertueux peut s'enclencher : un véhicule allégé requiert une batterie plus petite/plus légère et donc moins chère.

Au final, nous nous attendons à une baisse du coût de la batterie d'environ 400\$/kWh à moins de 200\$/kWh à horizon 2025. Le moindre coût de la batterie, qui représente aujourd'hui 40 % du prix d'un véhicule électrique, permettra alors logiquement d'en réduire significativement le coût.

2. Des motorisations traditionnelles de plus en plus coûteuses

La réglementation internationale qui pousse les constructeurs à baisser drastiquement leurs émissions de CO₂ et de gaz polluants s'avère extrêmement coûteuse pour les constructeurs automobiles, d'autant plus que les objectifs sont mutuellement exclusifs : en effet, la dépollution du NOx augmente le niveau des émissions de CO₂, et réciproquement. Les objectifs fixés par l'Europe (95g de CO₂ à horizon 2025) sont déjà ambitieux et nécessitent l'électrification partielle du parc automobile européen. Les constructeurs se voient donc obligés d'accélérer la cadence d'investissement sur les technologies d'efficacité moteurs et l'électrification. Avec la perspective de normes encore plus strictes à horizon 2030, les enjeux financiers sont colossaux. Les constructeurs doivent en outre s'attendre à redoubler d'efforts pour plusieurs motifs :

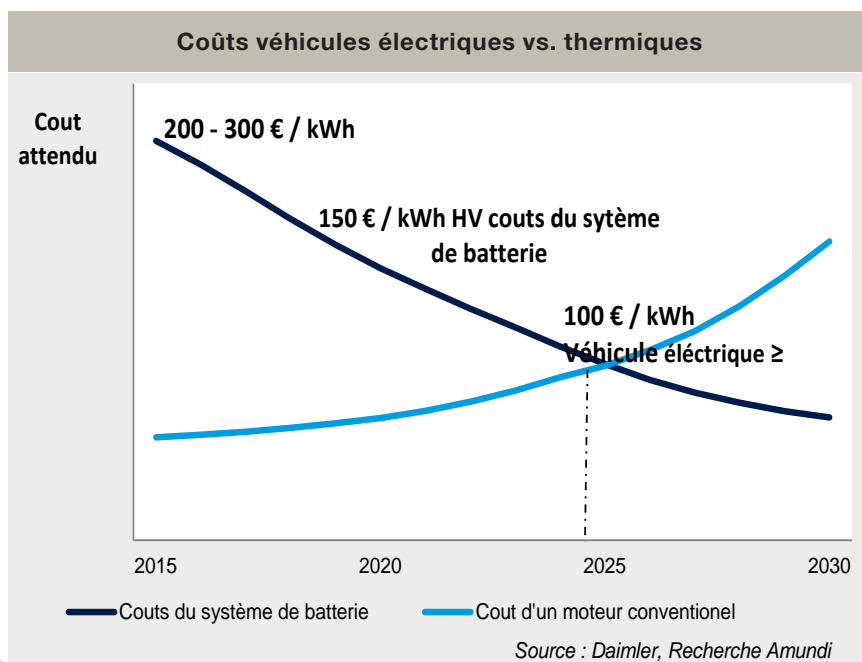
- La préférence des consommateurs pour les SUVs tend à augmenter la moyenne des émissions de CO₂ tant ces véhicules s'avèrent plus lourds, moins aérodynamiques et donc plus gourmands en carburant
- La mise en place probable de normes plus strictes en matière d'émission de NOx va (comme précédemment expliqué) à l'opposé de l'objectif de réduire les émissions de CO₂.
- Le durcissement suite au scandale Volkswagen des procédures de tests, désormais plus réalistes et difficiles à contourner, devrait également compliquer la tâche des constructeurs.
- Enfin, le déclin du diesel en Europe, enclenché depuis l'affaire Volkswagen, est également contre-productif car les motorisations diesel sont plus économes (d'au moins 15 %) en carburant et donc en CO₂ que leurs équivalentes essence.



Au final, nous nous attendons à une baisse du coût de la batterie d'environ 400\$/kWh à moins de 200\$/kWh à horizon 2025.



Les objectifs fixés par l'Europe à horizon 2025) sont déjà ambitieux et nécessitent l'électrification partielle du parc automobile européen.

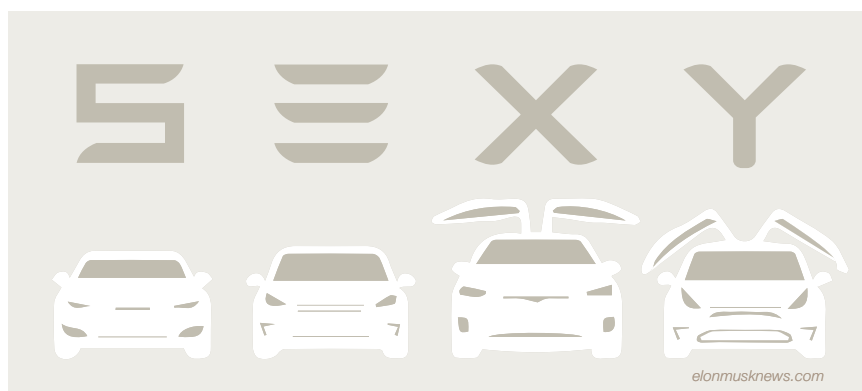


Mars 2017

En conséquence, les courbes de coûts de fabrication des véhicules à motorisation traditionnelle et des véhicules électriques sont amenées à se croiser dans les prochaines années (en 2025 selon Daimler).

3. Un intérêt grandissant des consommateurs

Nous pensons que le succès du lancement du Model 3 de Tesla a marqué un tournant dans la perception du véhicule électrique : il existe un marché de masse pour le véhicule électrique ! En effet, en l'espace d'une journée, Tesla avait enregistré 180 000 commandes pour ce véhicule encore à l'état de concept (les premières livraisons sont attendues au plus tôt au 4^e trimestre 2017). En l'espace d'un mois, ce n'est pas moins de 400 000 précommandes qui avaient été enregistrées, un niveau jamais atteint auparavant, proche des ventes mondiales annuelles de la Série 3 de BMW ou de la Classe C de Mercedes.



Au-delà de l'effet « marketing » indiscutable propre à la force de la marque Tesla, les arguments en faveur du véhicule électrique se renforcent.

- Ce sont d'abord et évidemment des véhicules qui n'émettent ni CO₂ ni NOx et ne polluent donc pas les villes (qui concentreront les 2/3 de la population mondiale d'ici 2050), un argument puissant de santé publique à court terme (pollution de l'air) et long terme (réchauffement climatique).
- Ensuite, les coûts opérationnels sont évidemment réduits – les économies de carburant se chiffrent en centaines d'euros par an et permettent de justifier un prix à l'achat potentiellement plus élevé. Il faut aussi tenir compte du fait que, parce qu'une chaîne de traction électrique est plus simple qu'une chaîne thermique conventionnelle (e.g. transmission simplifiée), les frais de maintenance d'un véhicule électrique sont plus faibles.
- Les véhicules électriques offrent également un plaisir de conduite différent de celui de véhicules conventionnels. L'accélération est en effet linéaire et peut s'avérer extrêmement performante : le Model 3 accélère de 0 à 100 km/h en moins de 6 secondes, le Model S en moins de 3 secondes.
- Enfin, les autorités régionales encouragent fortement l'usage de ces véhicules non-polluants en accordant des avantages aux conducteurs de ces automobiles : possibilité de réduire ou de ne pas payer certaines taxes (par exemple ; la « congestion charge » dans le centre de Londres) ou certains péages routiers, ou bien possibilité d'utiliser des routes dédiées.

4. L'offre s'élargit rapidement

La popularité des véhicules électriques devrait profiter de l'élargissement de l'offre au cours des prochaines années. En ce sens, 2016 a été une année riche en annonces.

- Volkswagen (qui a sans doute le plus à prouver) a annoncé son intention de vendre entre 25 et 30 % de véhicules électriques d'ici 2025. Il s'agit d'un objectif groupe qui inclut toutes les marques du groupe (Volkswagen, Audi, Porsche, Skoda, Seat). La marque Volkswagen a présenté en septembre dernier, lors du salon de Paris, le concept ID, un concept 100 % électrique sur le segment C. L'objectif est de lancer le produit en 2019 à un coût proche de celui de la Golf.



Le succès du lancement du Model 3 de Tesla a marqué un tournant dans la perception du véhicule électrique : il existe un marché de masse pour le véhicule électrique !



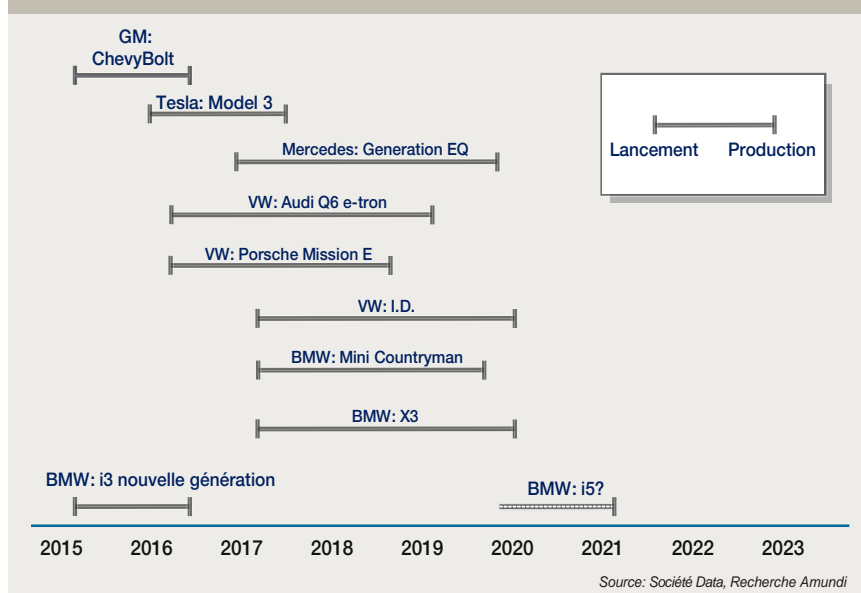
La popularité des véhicules électriques devrait profiter de l'élargissement de l'offre au cours des prochaines années



Mars 2017

- Daimler a récemment indiqué viser 15-25 % de ventes électriques à horizon 2025. Cela représenterait 10 nouveaux modèles. Le Groupe a annoncé en septembre dernier le lancement d'une sous-marque dédiée nommée EQ.
- BMW prend le chemin inverse et réoriente sa gamme électrique historique i sur un positionnement innovant plus large incluant des fonctionnalités avancées en termes d'automatisation et de connectivité. Le groupe a décidé en revanche d'accélérer l'électrification de sa gamme historique en proposant une Mini 100 % électrique en 2019 et un X3 100 % électrique en 2020.

Dates de lancement de modèles électriques et de mise en production



5. Les infrastructures se déploient

Le nombre de stations de recharge augmente aujourd'hui rapidement, certes depuis une base encore trop faible. Il est cependant intéressant de noter l'initiative lancée fin 2016 d'un nombre de groupes automobiles de participer directement au déploiement de stations de recharge. BMW, Daimler, Ford et Volkswagen ont ainsi décidé d'installer 400 stations à travers l'Europe avec l'objectif d'en installer « des milliers » à horizon 2020. En parallèle, les temps de charge devraient progresser grâce à des systèmes à voltage élevé. Audi prévoit ainsi la possibilité d'une recharge rapide pour l'équivalent d'une autonomie de 400km dans un laps de temps de 12 minutes grâce à des chargeurs de 350kW.

Quelles conséquences pour l'industrie ?

Les conséquences pour l'industrie sont polarisées et dépendent fortement de notre horizon de temps et d'investissement :

- À court terme, les conséquences sont assez négatives pour les constructeurs automobiles, obligés d'accélérer dépenses et investissements, et, plutôt positives pour les équipementiers, bénéficiaires de la transition vers l'électrique et le marché additionnel que cela représente (exposition à deux moteurs au lieu d'un).
- À long terme, les rapports s'inversent. Grâce au progrès attendu sur les batteries, l'équation économique pourrait redevenir favorable aux constructeurs tandis que le manque à gagner pour les équipementiers, suite au retour à une motorisation unique (et plus simple), pourrait peser sur leurs revenus et leur rentabilité.

1. À court terme, les constructeurs automobiles vont devoir investir des sommes considérables dans ces nouvelles technologies. Or ces véhicules ne sont évidemment pas rentables aujourd'hui et ne le seront pas avant

“ À court terme, les conséquences sont assez négatives pour les constructeurs automobiles, et plutôt positives pour les équipementiers ”

“ À long terme, les rapports s'inversent ”

Mars 2017

2025. D'ici là, les dépenses de recherche et développement et les investissements (capex) continueront à progresser, sans doute plus vite que le chiffre d'affaires des sociétés. Daimler a par exemple annoncé en février que ses dépenses de R & D et ses investissements augmenteraient « significativement » en 2017 et 2018. BMW avançait en novembre dernier que si ses investissements devaient rester stables, ses coûts de R & D atteindraient des niveaux records en 2017-2018 et que le ratio R & D/Chiffre d'affaires devrait dépasser le niveau cible de 5.5 %. Le besoin d'investir dans l'électrification mais aussi dans l'automatisation des voitures (conduite autonome) va selon nous clairement peser sur la rentabilité et la génération de cash des constructeurs ces prochaines années. Si l'environnement automobile reste porteur (croissance du marché automobile mondial d'au moins 2 % par an), cela devrait rester gérable pour ces sociétés mais en cas de retournement, la situation deviendrait rapidement critique. À plus long terme cependant (après 2025), si le prix des batteries baisse comme attendu, les constructeurs peuvent envisager d'aller chercher des niveaux de rentabilité supérieurs à ce qu'ils sont aujourd'hui.

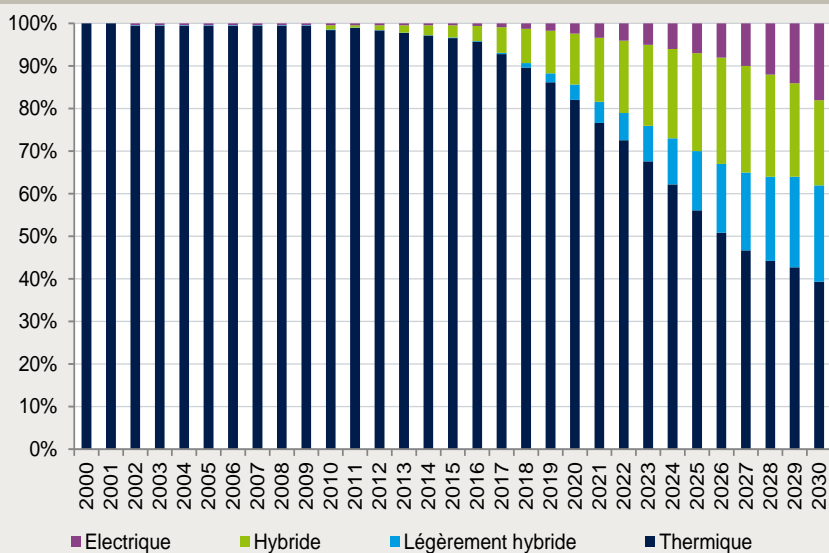
La tendance au remplacement des moteurs thermiques par des moteurs électriques est aussi potentiellement annonciatrice de changements disruptifs dans l'industrie. Dans la mesure où les chaînes de traction sont simplifiées, les barrières à l'entrée que représentent des décennies d'investissement dans l'ingénierie des traditionnels blocs-moteurs pourraient tomber. Il est ainsi intéressant de constater l'irruption express de Tesla sur le marché mondial ou bien les velléités de nouveaux acteurs tels que Faraday Future qui présentait son 1^{er} modèle lors du CES de janvier de 2017. On pourra aussi s'interroger sur le modèle économique des constructeurs dans la mesure où la fiabilité de l'électrique pourrait faire chuter les revenus, très rentables, de l'après-vente (réparations, ventes de pièces détachées).



La tendance au remplacement des moteurs thermiques par des moteurs électriques est aussi potentiellement annonciatrice de changements disruptifs dans l'industrie



Répartition ventes selon motorisations



Source: LMC, Recherche Amundi

2. En ce qui concerne les équipementiers automobiles, et par opposition aux constructeurs, nous pensons que les conséquences sont positives à court terme, et plus mitigées à long terme. Les équipementiers profitent à plein du phénomène d'hybridation – en effet, le chemin vers le tout électrique passe par une phase de transition assez longue qui va voir cohabiter motorisations thermiques et électriques sous le même capot des véhicules. Pour réduire leurs émissions de CO₂, les constructeurs vont devoir augmenter la contribution de l'électrique (pour démarrer/stopper le moteur, booster sa puissance, prendre le relais à vitesse constante ou sur de courtes distances). Cela signifie que les équipementiers pourront gagner sur les deux tableaux



En ce qui concerne les équipementiers automobiles, et par opposition aux constructeurs, nous pensons que les conséquences sont positives à court terme, et plus mitigées à long terme



Mars 2017

en vendant à la fois des produits « thermiques » et « électriques ». En ce sens, nous pensons que l'hybridation légère, qui repose sur un voltage plus élevé (passage d'une technologie de 12V à 48V) est promise à un grand succès. Cette technologie permet aujourd'hui de réduire jusqu'à 20 % les émissions de CO₂ pour un coût modéré. Le procédé est très peu intrusif sur la chaîne de traction thermique classique et peut donc être assez facilement installé.

En revanche, l'hybridation ne peut être considérée que comme une solution industrielle temporaire en raison de son coût (pour faire simple: fabriquer deux moteurs au lieu d'un), et, parallèlement au progrès sur les batteries, les constructeurs devraient vite embrayer sur le tout électrique (retour à une motorisation unique). L'âge d'or pour les équipementiers, notamment ceux surexposés à la thermique, pourrait donc prendre fin. Cependant, avec au moins 90 % de véhicules non électriques d'ici 2025, nous pensons qu'ils disposent de suffisamment de temps pour ajuster leur modèle économique.



L'hybridation ne peut être considérée que comme une solution industrielle temporaire et les constructeurs devraient vite embrayer sur le tout électrique





Amundi Research Center
Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

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

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

Publications récentes

Working Papers

- **Portfolio optimisation in an uncertain world**
MARIELLE DE JONG — *Recherche Quantitative*
- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHOU, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*
- **On the stationarity of dynamic conditional correlation models**
JEAN-DAVID FERMANIAN — *Professor of Finance & Statistics, CREST/ENSAE* — HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*

Discussion Papers Series

- **Cycles et allocation d'actifs : les choix essentiels en matière de placement**
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique*
- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme ?**
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU — *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG*
- **The emergence of the Renminbi as an international currency : where do we stand now ?**
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique* — PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse* — MO JI — *Stratégie et Recherche Économique* — ÉRIC TAZÉ-BERNARD — *Conseil en allocation d'actifs*
- **Les perturbateurs endocriniens dans l'analyse ESG**
MARIE NAVARRE, AURÉLIE RENARD — *Analyse ESG*

Spécial Focus

- **Les banques : le maillon faible de la reprise européenne**
VALENTINE AINOZ — *Stratégie et Recherche Économique* — YASMINE DE BRAY — *Analyse Actions*
- **Afrique du Sud : le contexte politique est-il responsable du ralentissement de la croissance ?**
KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique* — GWENDOLINE IBRE — *Stratégie et Recherche Économique*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

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

Support

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

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

Amundi, Société anonyme au capital de 746262615 € - 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 - mfhiaat / batdelfuego99 / aiblec